Marble House Nordic Secondary Fund

Der dritte Fonds von Marble House Capital kann auf der ganzen Linie überzeugen. Die Partner sind sehr gut, der Zielmarkt für Investoren hochattraktiv. Die Konzeption sorgt für ein sehr gutes Chancen-Risiko-Profil.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst, Mitglied bei Mensa in Deutschland e. V.

Der Initiator

Das Hamburger Emissionshaus MHC Marble House Capital AG wurde 2005 gegründet und ist auf den Bereich Private-Equity-Investments spezialisiert. Die beiden Entscheidungsträger Roderich Widenmann und Daniel Haas können zusammen eine mehr als 20jährige Expertise im PE-Geschäft, im Management, in der Konzeption und dem Vertrieb geschlossener Fonds (rund 30 Angebote) nachweisen. Durch vorangegangene Tätigkeiten für andere Emissionshäuser wurde der Zugang zu international renommierten Zielfonds- und Dachfonds-Managern ermöglicht. Unter dem Namen Marble House Capital wurden bisher zwei Angebote emittiert, beide im Bereich Private Equity. Insgesamt wurde ein Eigenkapitalvolumen von €123 Mio. von 1.931 Anlegern gesammelt. Die beiden Emissionen liefen in den Jahren 2007 bis 2010. Besonders der zweite Fonds (Emission zwischen 2008/10) wurde deutlich überzeichnet (€91 Mio. zu geplanten €50 Mio.). Vor dem gleichzeitig sehr starken Einbruch der PE-Branche beim Kapitalsammeln[1] halte ich dies für ein bemerkenswertes Zeichen für Vertrauen von Anleger- und Vertriebsseite. Die Kommunikation mit dem General Partner und dem Dachfondsmanagement des Zielfonds erfolgt über einen täglichen Report und Datenabgleich. Marble House Capital sitzt beim letzten Fonds (Marble House Secondary Plus) im Advisory Committee des institutionellen Zielfonds und ist damit unmittelbar in die Entscheidungsebene eingebunden. Marble House Capital beschäftigt neben dem Vorstand 4 Mitarbeiter in den Bereichen Vertriebsunterstützung und Controlling.

Die Kommunikation im Rahmen der Analyse funktionierte zügig und offen.

Stärken | Erfahrene und sehr gut vernetzte Entscheidungsträger mit einer aussagekräftigen persönlichen Leistungsbilanz.

Der Markt

Der Zweitmarkt steht ausschließlich institutionellen Anlegern offen. Diese nutzen den Markt in der Hauptsache für eine Re-Allokation ihrer Portefeuilles[2]. PE-Fonds sind in der Regel langfristig aufgestellt und suchen Gelegenheiten in einem wechselhaften Marktumfeld. Als Folge der Wirtschaftskrise ergeben sich zahlreiche attraktive Investitionsmöglichkeiten. Um diese Investitionen zu realisieren, werden die vertraglich zugesagten Kapitaltranchen der Anteilseigner abgerufen. Diese können aufgrund des Wertverfalls anderer Bausteine ihres Gesamtportefeuilles, aus-

Das Hamburger Emissionshaus MHC Marble House Capital AG ist auf den Bereich Private-Equity-Investments spezialisiert.

gelöst durch die gleiche Wirtschaftskrise, vertraglich gesicherte Kapitalzusagen nicht generieren und müssen ihre Anteile auf dem Zweitmarkt veräußern. Käufer erwerben die Fondsanteile zu einem erheblichen Preisnachlaß und mit einer deutlich verkürzten Restlaufzeit. Die auf dem Zweitmarkt gehandelten Fonds weisen sehr individuelle Investitionsziele auf. Ein erfahrener Investmentmanager kann mit einem klaren Fokus Fonds mit einer hohen Investitionsquote in Zielunternehmen auswählen. Da das Unternehmensportefeuille bewertbar ist, wird das Blind-Pool-Risiko stark minimiert.

Vor dem Hintergrund des 2008 generell stark eingebrochenen PE-Marktes[3] haben sich einige Marktparameter grundlegend verschoben: Einerseits drängten sehr viele Verkäufer auf den Markt, die ihre Anteile verkaufen mußten und drastische Preisnachlässe akzeptierten[4], um das eigene Überleben zu gewährleisten. Andererseits waren Käufer 2009 zurückhaltend, da aufgrund der weltweiten Krise die Zukunftsaussichten von Zielportefeuilles zunehmend schwieriger einzuschätzen waren. Auch wenn einzelne Marktteilnehmer bis zu USD 30 Mrd. in der Kriegskasse hatten, wurde dennoch vorsichtig agiert, um die zukünftige Marktentwicklung abzuwarten[5]. Als Sicherheitsoption für den Käufer wurden in Verträgen Rücktrittsklauseln (material adverse change clauses) vereinbart, die den Markt weiter verunsicherten[6]. Dazu betraten neue Käufer den Markt, die als nicht-traditionell eingestuft wurden, da sie sich in diesem Markt noch nicht etabliert hatten[7].

Als Folge wurden in der zweiten Jahreshälfte 2008 nur rund 20 % der möglichen Transaktionen auch tatsächlich durchgeführt – die Spanne zwischen den Preiserwartungen der Verkäufer und Käufer war aufgrund der Marktverunsicherung zu groß[8]. Übereinstimmend wurde für Ende 2009 eine deutliche Belebung des Handels erwartet. Offensichtlich wurden diese Erwartungen noch übertroffen (gesamtes Marktvolumen 2009 USD 22,9 Mrd.[9]), da namhafte Anbieter deutlich überzeichnete Fonds emittieren konnten[10][11].

Die General Partner, also die Komplementäre der zu verkaufenden Zielfonds, waren in der Vergangenheit daran interessiert, Fondsanteile nur an bekannte Altinvestoren zu vergeben. Transaktionen wurden auf direktem Wege kommuniziert und verhandelt. Sekundärinvestoren, die auch in den jeweiligen Primärfonds investiert sind, konnten so bei einem Angebot problemlos und schnell den aktuellen Wert überprüfen und mit einem Preisabschlag einkaufen. Seit 2008 hat sich der Markt durch den Eintritt zahlreicher neuer möglicher Investoren[12] aufgeweicht, eine gefüllte Kasse kann bei bestehendem Investitionsdruck den Ruch des unbekannten Investors heilen[13]. Aus einem Markt hinter geschlossenen Türen wurde durch die Krise ein professioneller Markt, der zunehmend reguliert und transparent wird[14][15].

Der Zielfonds wird sich auf skandinavische Unternehmensbeteiligungen konzentrieren. Das Quartett Schweden, Norwegen, Dänemark und Finnland zeigt einen deutlichen Gegentrend zum wirtschaftlich und politisch zerfallenden Europa: So können alle 4 Staaten als ausgeprägte Euro-Skeptiker gelten. Dänemark hat sich von der Verpflichtung zur Euro-Einführung befreien lassen. Die schwedische Krone ist nicht an das Europäische Währungssystem angebunden. Beide Volkswirtschaften haben sich seit 2008 deutlich besser entwickelt als der Euro-Raum[16]. In Finnland wird inoffiziell über einen nordeuropäischen Währungszusammenschluß nachgedacht, wie er Ende des 19. Jahrhunderts schon einmal versucht worden war[17]. Insgesamt gilt Skandinavien als attraktiver Zielmarkt für Investoren[18][19].

Schwächen | Vor dem Hintergrund der Krise verändern sich einige grundlegende Marktparameter, was die Investitionsauswahl besonders schwierig machen kann.

Stärken | Hochattraktiver Markt mit einem exzellenten Risiko-Chancen-Profil.

Die Investitionen

Für die Auswahl entscheidend sind unter anderem folgende Prämissen: Das Fondsmanagement muß eine langjährige Erfolgsbilanz im Primärmarkt vorweisen. Es muß eine exzellente Kommunikations- und Beziehungsbasis zu den Zielfondsmanagern bestehen. Durch die Kooperation zwischen Auda als Investment-Berater und Icecapital als Investment-Manager soll der Zugang zu verkaufsbereiten US-amerikanischen Investoren eröffnet werden. Das Zielportefeuille des vorliegenden Fonds wird zum größten Teil aus traditionellen Transaktionen und einem kleineren Anteil opportunistischer Investments (z. B. Growth Capital und Co-Investments) bestehen. Der Investmentfokus liegt auf kleinen bis mittelgroßen Sekundärmarkttransaktionen (€ 5 bis € 25 Mio.), insgesamt soll das Zielportefeuille aus 100 bis 300 mittelständischen Unternehmensbeteiligungen bestehen. Über das Netzwerk von Auda und Icecapital sollen vor allem auch Investoren in den USA und Europa gefunden werden, die aufgrund einer wirtschaftlichen Schieflage infolge der Wirtschaftskrise ihre Anteile zu verkaufen gezwungen sind.

Positiv für den Privatanleger ist die Tatsache, daß im Zielfonds Icecapital Se-

condary Nordic Fund (ISNF) laut Initiator institutionelle Investoren bereits Kapitalzusagen in Höhe von €100 Mio. in Vorverhandlungen gegeben haben. Der Fonds wurde ausschließlich für einige der ältesten institutionellen PE-Investoren von Icecapital aufgelegt. Diese legen bei einer Investition eigene, sehr aufwendige Prüfraster vor einer Anlageentscheidung an. Das Zielvolumen des ISNF beträgt €150 Mio. Die Vergütungen sind größtenteils leistungsabhängig.

Anleger auf Ebene des vorliegenden Fondsangebots erhalten einen Frühzeichnerbonus von 6%, der monatsgenau abgerechnet wird. Nach Rückzahlung des eingezahlten Kommanditkapitals (excl. Agio) werden alle weiteren Gewinne an die Anleger ausgezahlt. Ab einer Gewinnschwelle von 8% p.a. wird das Fondsmanagement mit 7,5% am Gewinn beteiligt. Die jährliche Managementvergütung auf Ebene des institutionellen Fonds von Icecapital fällt mit insgesamt rund 1% niedrig aus. Dazu kommt eine Beteiligung auf Ebene des ISNF von 12,5% aller Gewinne für das Fondsmanagement. Die Gewinnbeteiligung auf Ebene der Zielfonds bewegt sich bei rund 20%. Die von Auda und Icecapital angestrebte Rendite soll ca. 15 bis 20% (IRR) betragen.

Stärken | Nachvollziehbare Kriterien, niedrige Kostenstruktur.

Die Partner

Privatanleger können die Einzelinvestments in PE-Zielunternehmen naturgemäß nur am Rande nachvollziehen. Sie müssen vollständig der Expertise des Investment-Managers (und Investment-Beraters) vertrauen. Daher muß dieser eine langjährige Erfahrung im Zielsegment und eine überzeugende Leistungsbilanz, vor allem in Krisenzeiten wie den letzten 3 Jahren, vorweisen können. Dazu kommen als weitere vertrauensbildende Bausteine eine hohe Eigenbeteiligung der einzelnen Partner, eine Co-Beteiligung von institutionellen Investoren, die die Erfahrung zum Prüfen der Zielinvestments mit sich bringen, und eine nachrangige Erfolgsbeteiligung.

Die Icecapital-Gruppe wurde 1999 gegründet und ist eine skandinavische gründergeführte Investmentbank. Aktuell werden rund 70 Investmentbanker an 4 Standorten in Skandinavien beschäftigt, das verwaltete Vermögen beträgt rund €4 Mrd.

Seit 2001 arbeiten Icecapital und Auda (siehe unten) zusammen. Von Icecapital betreute institutionelle Anleger haben seither laut Initiator USD 800 Mio. in PE-Investments von Auda investiert. Die beiden Unternehmen kooperieren auch auf Basis eines „gemeinsamen" Managements: Einer der Partner von Icecapital hat vor seinem Eintritt bei Icecapital (2009) zusammen mit 4 Kollegen jahrelang für Auda gearbeitet.

Die Auda-Gruppe wurde 1989 in New York gegründet, um die Anlagen in Hedgefonds und Private Equity einer deutschen Industriellenfamilie professionell zu betreuen. Auda ist bankenunabhängig, was im heutigen wirtschaftlichen Umfeld wichtig ist für die eigene Reputation.

Die Auda-Gruppe hat von 1989 bis heute weltweit in mehr als 218 PE-Fonds investiert und dabei eine durchschnittliche Rendite (IRR) von 20% p.a. erwirtschaftet. Im Bereich Zweitmarkt-Fonds (seit 1992) lag die Rendite jenseits der 25% p.a. Derzeit betreut Auda ein Volumen von USD 4,2 Mrd. (Ende 2009: USD 5,1 Mrd.). Auda hat sich als Spezialist für alternative Investments etabliert und beschäftigt heute mehr als 65 (Ende 2009: 85) Mitarbeiter auf drei Kontinenten. Das gesunkene Vermögen unter Verwaltung und die reduzierte Mitarbeiterzahl erfolgt aus der Abgabe des Hedgefonds-Geschäfts an einen externen Partner.

Der große und langjährige Anlageerfolg von Auda erklärt sich durch die exzellente Arbeitsqualität insbesondere im Primär- und Sekundärmarktgeschäft und vor allem durch den hervorragenden Ruf des Hauses im Markt. Dank der langen Historie und des Rufs als verläßlicher Partner wurden über Jahrzehnte Netzwerke erschlossen, die heute für sehr kurze informelle Kommunikationswege sorgen.

Stärken | Erfahrener und bankenunabhängiger Partner mit einer exzellenten Erfahrungs- und Leistungsbilanz.

Das Konzept

Das vorliegende Angebot ebnet dem Privatanleger den Weg in eine Welt, die üblicherweise ausschließlich institutionellen Investoren vorbehalten ist – (nahezu) reifer PE-Portefeuilles, die über den Zweitmarkt erworben werden. Die Vorteile liegen auf der Hand, das Chancen-Risiko-Verhältnis ist exzellent.

Der Zielfonds hat bis dato noch keine Zielinvestments vertraglich gebunden. Laut Initiator soll der Investments-Berater allerdings bereits 15 potentielle Sekundärmarkttransaktionen von rund €200 Mio. als lohnenswert identifiziert haben.

Auda und Icecapital zählen beide zu den etabliertesten Marktteilnehmern, Auda auf globaler Ebene, Icecapital in Skandinavien. Damit stehen diesen beiden Unternehmen zweifelsohne die Türen bei möglichen Handelspartnern offen. Für den Anleger fällt das Gesamtanlagerisiko im Vergleich zu herkömmlichen PE-Fonds äußerst niedrig aus. Vor Erwerb von Zweitmarktanteilen überprüft Icecapital zusammen mit Auda

Daniel Haas und Roderich Widenmann, die Vorstände von Marble House.

alle Unternehmen eines angebotenen Portefeuilles. Die Fondsgesellschaft wird einen Sitz im Anlegerausschuß innehaben, damit ständig über den Investitionsverlauf aus erster Hand informiert. Die Transparenz der Zielinvestments ist damit perfekt.

Über die kumulierten möglichen Ausschüttungen während der geplanten 7 Jahre Fondslaufzeit trifft der Initiator keine Aussagen. Dies ist vor dem Hintergrund der mehrstufigen Anlagestruktur und des volatilen Marktumfeldes auch nicht möglich. Als Referenz für frühzeitige Ausschüttungen kann der von Marble House Capital initiierte Vorgängerfonds (MH Secondary Plus) zitiert werden. Dieser hat bereits 6 Monate nach Schließung aufgrund von Unternehmensverkäufen über 6% an die Anleger ausgeschüttet.

Der Fonds überzeugt mit einem außergewöhnlich attraktiven Renditepotential bei einer vergleichsweise kurzen Laufzeit. Der Anleger erhält einen Frühzeichnerbonus (6% p.a.) bis zum Plazierungsende, die bevorrechtigte Rückzahlung des eingezahlten Kommanditkapitals (zzgl. Agio) sowie eine Vorzugsausschüttung von 8% p.a. Darüber hinausgehende Rückflüsse werden aufgeteilt.

Die Gewinnschwelle fällt relativ niedrig aus, andererseits liegt die Initiatorbeteiligung mit 7,5% der Gewinne jenseits der Gewinnschwelle unter dem Durchschnitt. Da die Zielfondsmanager gewinnabhängig entlohnt werden, ist auch auf jener Ebene eine hohe Leistungsmotivation gegeben. Die Investitionsquote fällt mit 87,7% (incl. Agio) vertretbar aus, die Weichkosten liegen bei guten 12,28% (incl. Agio). Als Co-Investor des institutionellen Zielfonds wurde Marble House Capital eine Tranche von €50 Mio. schriftlich zugesichert.

Schwächen | Zielmärkte sind derzeit ausgesprochen volatil.

Stärken | Hochinteressanter Zielmarkt. Sehr große Eigenexpertise auf Seiten des Fondsmanagements. Hohe Mindestbeteiligung. Co-Investition mit professionellen Investoren. Finanzmarktkrise sorgt für hochattraktive Investmentchancen.

Die Zielgruppe

Das vorliegende Angebot bietet eine sinnvolle Beteiligungsmöglichkeit am PE-Markt, das die Chancen des Marktes auf hohe Rückflüsse koppelt mit einer sehr guten Risikostruktur durch die Investition in Zweitmarktportefeuilles, bei denen die Zielinvestments evaluierbar sind durch die erfahrenen Partner. Damit werden die zunehmenden Schwankungen im Markt elegant abgefangen. Die hohe Mindestbeteiligung für den Privatanleger halte ich für sinnvoll, damit wird eine erfahrene und bonitätsstarke Anlegerklientel gewährleistet. Aufgrund des ungewöhnlich guten Rendite-Risiko-Verhältnisses kann das vorliegende Angebot auch für Anleger, die bis dato noch nicht in PE investiert waren, in Frage kommen.

Die für Marble House Capital reservierte Tranche von €50 Mio. wird aufgeteilt in 2 Tranchen: €30 Mio. werden über den vorliegenden Fonds als öffentliches Angebot emittiert. €20 Mio. werden als Privatplazierung mit einer Mindestbeteiligungssumme von €200.000 offeriert.

Summa summarum

halte ich das Angebot „Nordic Secondary Fund“ der MHC Marble House Capital AG, Hamburg, für ausgezeichnet. Der Zielmarkt ist vor dem aktuellen Marktgeschehen sehr attraktiv. Die über jeden Zweifel erhabenen Partner haben die Expertise und den notwendigen Marktzugang, um in einem sehr bewegten Marktumfeld exzellente Zielinvestments zu identifizieren. Das Chancen-Risiko-Profil fällt damit sehr positiv aus. Meiner Meinung nach hat das Angebot eine Bewertung mit ***„ausgezeichnet“ (1)*** *verdient.* ■

[1] Diese und alle weiteren Quellenangaben finden Sie auf www.werteanalysen.de. Geben Sie dazu im Suchfeld #440 ein.

Zahlen und Fakten

Investitionsobjekt	Icecapital Nordic Secondary Fund
Steuerliche Struktur	Einnahmen aus Vermögensverwaltung (Abgeltungssteuer)
Mindestzeichnungssumme	€25.000 zzgl. 5% Agio oder €200.000 (Privatplazierung)
Fondslaufzeit	geplant 7 Jahre, bis zum 31.12.2017
Emissionskapital	€30 Mio. zzgl. Agio und €20 Mio. als Privatplazierung
Mindestkapital	€3 Mio.
Plazierungsfrist	bis spätestens 31.12.2011
Eigenbeteiligung Initiator	nein
Fremdkapital	nein
Rendite	zweistellige Rendite nach Steuer erwartet
Ergebnisverteilung	Frühzeichnerbonus für Anleger (6%), 8% Vorzugsausschüttung für Anleger, Rest wird 92,5:7,5 verteilt auf Anleger und Initiator
Weichkosten	12,28% incl. Agio, 0,95% p.a. Fondsmanagement, 1% p.a. Investment Manager
Investitionsquote	87,7% incl. Agio
Liquiditätsreserve	keine
Investment Advisor	Auda Private Equity Management
Investment Manager	Icecapital Nordic Secondary GP. S.A.
Investment Committee	3 Vertreter von Auda und 2 von Icecapital
Plazierungsgarant	nein, aber kein Rückabwicklungsrisiko, da der Zielfonds gesichert ist
Treuhandkommanditistin	Konzernunternehmen
Alleinstellungsmerkmale	Hoher Frühzeichnerbonus. Zielmarkt der in Europa erfolgreichsten skandinavischen PE-Zweitmarktfonds wird erstmalig für Privatanleger erschlossen.