Marble House European Mid Market Fund

Der vorliegende Publikumsfonds (offizieller Duktus heute: AIF) bietet einen exklusiven Zugang zu europäischen Mittelstandsunternehmen. Neben Zielfondsanteilen, die über den institutionellen Zweitmarkt erworben werden (sog. Secondaries), sollen bis zu 50 % des Zeichnungskapitals in Form von Co-Investments direkt in Einzelunternehmen fließen. Der zum einen sehr heterogene europäische Binnenmarkt und das zum anderen sehr professionelle PE-Geschäft mit mittelständischen Zielunternehmen bieten Chancen, die der etablierte Anlageberater der KVG laut Leistungsbilanz gut zu nutzen weiß.

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

Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG)

Die MHC Marble House Capital AG, Hamburg, wurde 2005 gegründet und ist auf den Bereich Private-Equity-Investments spezialisiert. Im Juni 2014 hat Marble House Capital von der BaFin die Erlaubnis zum Betrieb einer externen KVG erhalten. Marble House Capital ist damit eine der wenigen in Deutschland voll regulierten und auf Private Equity spezialisierten Fondsmanager („Alternative Investment Fund Manager"/AIFM) für Publikums- und Spezialfonds.

Die beiden Entscheidungsträger Roderich Widenmann und Claus Kühn verfügen zusammengenommen über eine mehr als 30-jährige Expertise im PE-Geschäft, im Portefeuille- und Risikomanagement sowie in der Konzeption und dem Vertrieb geschlossener PE-Fonds (rund 30 Angebote). Durch vorangegangene Tätigkeiten für Banken und Emissionshäuser sowie das erfolgreiche Etablieren von Marble House Capital als professionellem Investor im internationalen PE-Geschäft besteht ein Zugang zu international renommierten Dachfonds- und Zielfondsmanagern. Unter dem Namen Marble House Capital wurden seit 2007 inzwischen 7 Fonds emittiert, alle im Bereich Private Equity. Insgesamt wurde ein Eigenkapitalvolumen von rund €172 Mio. von 2.805 Anlegern eingeworben. Die Vorgängerfonds laufen, soweit bereits evaluierbar, sämtlich im positiven Bereich.

Marble House Capital hat sich vor allem in der gehobenen Kundenklientel etabliert; deutlich wird dies neben bis dato drei Privatplazierungen (Mindestzeichnungssumme über €200.000) an der vergleichsweise hohen Mindestanlagesumme von €25.000 beim aktuellen Publikumsfonds. Der Vertrieb der Anteile erfolgt vor allem über Privatbanken und sorgfältig selektierte spezialisierte Berater. Marble House Capital gibt sich beim gesamten Außenauftritt hanseatisch zurückhaltend, gleichzeitig aber sehr professionell.

Mit dem Investment-Berater der KGV, Idinvest Partners S.A., Paris, wurde, laut Marble House Capital, eine weitgehende Kooperation auf Mandatsbasis geschlossen, die beiderseits weitreichende Synergien schaffen soll: Die unter der französischen Finanzaufsicht (FMA) stehende Idinvest hat einen über Jahre etablierten Zugang zu institutionellen Großkunden in Deutschland und Frankreich und kann transaktionsseitig auf ein bestehendes Netzwerk zu sämtlichen hochkarätigen Zielfonds im relevanten europäischen Markt zugreifen. Marble House Capital bietet vor allem einen Zugang zur gehobenen Anlegerklientel in Deutschland sowie zu potentiellen Zielunternehmen. Im Rahmen eines mehrstufigen Prüfungsprozesses liegt die endgültige Entscheidung über Zielinvestments bei Marble House Capital als KVG.

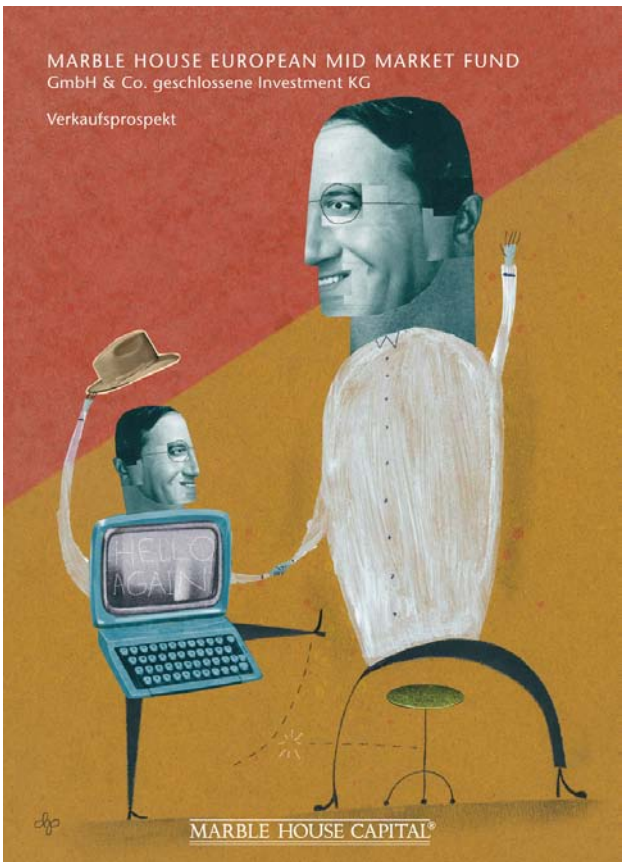
Die Kommunikation im Rahmen der Analyse erfolgte umgehend und inhaltlich sehr fundiert.

Stärken | Sehr erfahrene und sehr gut vernetzte Entscheidungsträger mit einer aussagekräftigen Leistungsbilanz.

Der Markt

„Europäische Mittelstandsunternehmen" ist ein naturgemäß sehr weiter Begriff. Der Fonds engt thematisch nicht weiter ein, sondern definiert die möglichen Zielunternehmen (un- wie mittelbar) alleine über die Umsatzgröße.

Nach wie vor sind mittelständische Unternehmen der Motor der jeweiligen Landeswirtschaft. Allerdings zeigt sich



speziell in Deutschland eine im Vergleich zur Vergangenheit ungewissere Zukunft für Mittelständler, legt man die Überregulierung der deutschen Wirtschaft und die massiven Wettbewerbsverzerrungen durch die Politik zu Grunde. Für Investoren bringt dies die Notwendigkeit mit sich, potentielle Zielunternehmen noch genauer unter die Lupe zu nehmen. Neben einer exakten Analyse des Unternehmens selbst ist eine Bewertung des jeweiligen Marktumfeldes heute unerläßlich. Politisch gewollte (Fehl-)Entscheidungen wie die Energiewende haben einen deutlichen Einfluß auf Unternehmen und können in letzter Konsequenz auch zum Abwandern sehr gesunder Firmen führen, so in den letzten Jahren geschehen bei deutschen Stahlerzeugern[1].

Strukturelle Verschiebungen in den europäischen Märkten bergen per se auch Chancen in sich. Dies gilt umso mehr, als das vorliegende Angebot auf einer Marktebene deutlich unterhalb der Großindustrie (und damit der börsennotierten Großunternehmen) ansetzt: Ziel sind Zulieferindustrien und mittelständische Unternehmen mit einem überproportionalen Wachstum. Diese Unternehmen benötigen Wachstumskapital zum Ausbau ihrer Kapazitäten. Damit unterläuft der Fonds die Volatilität trendgetriebener Aktienmärkte.

Ich teile die im Emissionsprospekt vorgetragene positive Einschätzung zur Wirtschaftslage in Europa nicht: Bei kritischen Medien finden sich sehr gut belegte Berichte für gefälschte Statistiken der europäischen Regierungen[2][3] sowie starke Indizien für einen zu erwartenden Zusammenbruch des europäischen Bündnisses im Status quo[4][5].

Für den Fonds stellt ein derartiges im Umbruch befindliches Umfeld meiner Einschätzung nach in keiner Weise einen Nachteil dar: Im Gegenteil lassen sich gerade jetzt sehr attraktive Investitionsmöglichkeiten finden, schließlich bieten gerade Krisenzeiten immer sehr gute Chancen. Leistet hier ein gut vernetzter und erfahrener institutioneller Investor eine fundierte Vorarbeit in der Bewertung eines möglichen Zielinvestments und bietet eine Beteiligung als Co-Investor, so hebt dessen Prüfung und das nachfolgende Prüfverfahren der KVG die Qualität des Chancen-Risiko-Profils deutlich an. Vor dem Hintergrund der massiven europaweiten Umbrüche und verschärfter internationaler Regularien ergeben sich zahlreiche attraktive Investitionsmöglichkeiten, wenn die Kriegskasse gefüllt ist. Hier greifen wieder die Mechanismen des institutionellen

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

Zweitmarktes: Um derartige Investitionen zu realisieren, werden die vertraglich avisierten Kapitaltranchen der Anteilszeichner abgerufen. Können diese auf Grund des Wertverfalls anderer Bausteine ihres Gesamtportefeuilles, ausgelöst durch die gleiche Wirtschaftskrise, die Kapitalzusagen nicht leisten, müssen sie ihre Anteile auf dem Zweitmarkt veräußern. Liquide Käufer, wie Idinvest und Marble House Capital, 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 Zielfonds mit einer hohen Investitionsquote in Portfoliounternehmen auswählen. Da das Unternehmensportefeuille bewertbar ist, wird das Blind-Pool-Risiko stark minimiert.

Schwächen | Europa als Wirtschaftsstandort befindet sich in einer ausgeprägten Krise, damit wird die Auswahl von Zielinvestments zunehmend schwieriger.

Stärken | Sehr volatiles Marktumfeld mit sehr attraktiven Investitionschancen. Zweitmarkt ermöglicht eine paßgenaue Analyse möglicher Zielinvestments. Co-Investments verstärken die mögliche Wertentwicklung.

Die Investitionsparameter gemäß Anlagebedingungen

Die Investitionsvorgaben sind notwendigerweise sehr allgemein gehalten, dank des sehr weiten möglichen Zielmarktes. Die Zielunternehmen (un- wie mittelbar) werden über ihre Größe und ihre Marktposition definiert. Die Zielfonds werden in erster Linie über den Reifegrad der enthaltenen Zielinvestments festgelegt. Klassischerweise definiert Idinvest die Perlen unter den mittelständischen Unternehmen: Unternehmen mit einer starken Position und überproportionalen Wachstumspotentialen (bei einem Liquiditätszufluß), die in der Regel eine hohe Innovationskraft aufweisen (meist werden mehrere Patente gehalten). Die Unternehmen müssen im Markt etabliert sein; damit handelt es sich bei Investitionen nicht um Risikokapital, sondern um Wachstumsfinanzierungen.

Der Selektionsprozeß von Idinvest fußt auf einem exzellenten etablierten Netzwerk, einer Vielzahl von getätigten Investitionen in diesem Sektor sowie der Kompetenz der eigenen Mitarbeiter. Idinvest analysiert mit 50 Mitarbeitern jedes Jahr mehr als 200 potentielle Zielfonds. Neben einer analytischen Auswertung der Fonds werden besonders die Beziehungen zu den Entscheidungsträgern gepflegt, um bei möglichen Transaktionen am Sekundärmarkt als Käufer eingeladen zu werden. Aus dem Bestandsgeschäft und der Arbeitserfahrung im Primärmarkt entsteht die Expertise, um angebotene Zweitmarktanteile schnell und sorgfältig beurteilen zu können.

Aus Sicht von Idinvest sollen dabei tatsächlich nur solche Zielfonds in die Endauswahl kommen, die sich ausdrücklich zu einer Politik eines gesteigerten Bewußtseins für die Umwelt, sozialen Werten und Führungsverantwortung innerhalb des Unternehmens (sog. ESG-Grundsätze) bekennen. Damit sollen langfristige und ethisch vertretbare Gewinne erwirtschaf-

tet werden. Einzelne Themenpunkte, die unter die ESG-Grundsätze fallen, sind disputabel und sicherlich auch aktuellen Stimmungen unterworfen[6]. Für die Zielunternehmen ergibt sich aus dem Implementieren der ESG-Grundsätze der Vorteil, für einen möglichen Verkauf an Großunternehmen vorbereitet zu sein, da diese bereits heute in jedem Fall derartige Strukturen in einem Portefeuilleunternehmen voraussetzen.

Das Fondskapital wird ausschließlich in über den Zweitmarkt erworbene Anteile von PE-Fonds und Co-Investments investiert. Unter dem Strich ergibt sich für das Gesamtportefeuille damit ein sehr überzeugendes Risiko-Chancen-Profil: Zweitmarktanteile sind bereits evaluierbar, werden mit massiven Preisnachlässen erworben und liegen damit in einer vergleichsweise niedrigen Risikoklasse. Co-Investments in einzelne Zielunternehmen bieten die Chance, das durchschnittliche Ergebnis des Gesamtportefeuilles weiter anzuheben. Durch eine dezidierte und fundierte zweifache Analyse bieten Co-Investments in der Regel ein sehr gutes Chancen-Profil. Zweitmarktanteile weisen in der Regel eine relativ kurze Restlaufzeit auf, Co-Investments laufen meist länger. In der Gesamtsicht kann sich durch diese Mischung ein perfektes Portefeuille ergeben, bestehend aus sich ergänzenden Risikoprofilen und Laufzeiten. Ein weiterer großer Vorteil liegt aus Investorensicht bei einem Erwerb von Zweitmarktanteilen im nicht vorhandenen Kreditrisiko: Speziell im Bereich kleinvolumiger Unternehmen sind Kredithebel unüblich. Klassische Unternehmensfinanzierungen im PE-Bereich gelten stets als Eigenkapitalfinanzierung. Auch unter diesem Aspekt ergibt sich durch die einander ergänzenden Investitionsansätze ein überzeugendes Gesamtportefeuille.

Stärken | Komplexer Auswahlprozeß, der sowohl auf einem exklusiven Marktzugang und einer ausgeprägten Eigenexpertise im Haus des Investment-Beraters fußt als auch eine komplette zweite Prüfungsebene bei der KVG enthält und so ein überdurchschnittliches Niveau erreichen sollte.

Die Expertise

Idinvest Partners, der Anlageberater, agiert seit 1997 als Investitionspartner für institutionelle Investoren. Das Unternehmen ist seit 2010 eigentümergeführt, verwaltet, laut Prospekt, rund €4,8 Mrd. und ist an rund 180 PE-Fonds in Europa beteiligt.

Im Zielmarkt europäischer Mittelstandsunternehmen hat Idinvest nach eigenen Aussagen bis dato ein Ergebnis nach IRR-Methode von rund 21,5 % p.a. erwirtschaftet. Jedes Jahr werden für Kunden der Idinvest rund €250 Mio. investiert.

Durch die Aktivitäten auf dem Primärmarkt hat sich Idinvest eine Expertise erarbeitet, die auch für die Auswahl von Sekundärmarktinvestments notwendig ist. Zudem sorgen die Investitionen im Primärmarkt für die notwendige Aufmerksamkeit, um als Ersatzgesellschaft im Zweitmarkt zum Zuge kommen zu können.

Stärken | Der Investment-Berater der KVG kann einen positiven Leistungsnachweis über mehrere Jahre für die verschiedenen Arbeitsbereiche im Zielmarkt nachweisen. Unternehmen ist eigentümergeführt und ergänzt sich im Investitionsansatz sehr gut mit Marble House Capital.

Das AIF-Konzept

Das Anlagekapital soll über bis zu 20 Zielfonds aus dem institutionellen Zweitmarkt mittelbar und über bis zu 10 Co-Investments unmittelbar in europäische Mittelstandsunternehmen fließen.

Marble House Capital kooperiert mit einem ausgewiesenen Spezialisten für diesen Zielmarkt, der französischen Idinvest. Diese kann eine langjährige positive Historie vorweisen, sowie ein exzellentes Netzwerk und bewährte Prüfmechanismen. Die geplante Fondslaufzeit liegt bei mindestens 10 Jahren, ist damit konservativer veranschlagt als bei den Vorgängerfonds. Innerhalb dieser Zeitdauer sind mehrere Investitionszyklen geplant.

Die Gewinnschwelle, ab welcher die KVG und der Investment-Berater am Mehrgewinn partizipieren, liegt bei konservativen 4 % p.a. Bei früheren Angeboten lag diese Beteiligungsschwelle höher, allerdings hat sich die Berechnungsgrundlage nach den neuen Vorschriften der BaFin zur Ausgestaltung der Anlagebedingungen zu Gunsten der Anleger verändert. Im Unterschied zu den Vorgängerfonds wird nicht mehr nach der IRR-Methode auf das investierte Kapital kalkuliert, sondern eine durchschnittliche Verzinsung auf Kapitaleinlage für die gesamte Laufzeit für den Anleger berechnet. Auch die Anbieterbeteiligung fiel niedriger (10 %) aus als beim aktuellen Konzept (15 %). Tatsächlich aber halte ich dies nicht für einen Malus; das aktuelle Fondsangebot ist meines Erachtens konservativer strukturiert, die Anbieterbeteiligung fällt mit 15 % marktüblich aus.

Ebenfalls neu sind nach den Richtlinien der BaFin alle mehrwertsteuerpflichtigen Vergütungen brutto ausgewiesen. Darüber hinaus sind gemäß den aktuellen Vorgaben „Transaktionskosten“ für die An- und Verkäufe von Co-Investments definiert. Die im Rahmen von Investitionen generell anfallenden Rechts- und Steuerberatungs-

Roderich Widenmann, Vorstandsvorsitzender

Claus Kühn, Vorstand

gebühren dürfen nicht mehr als Honorar direkt dem Fonds in Rechnung gestellt, sondern müssen von der KVG getragen werden. Die BaFin gestattet der KVG allerdings, diese Kosten künftig im Rahmen einer begrenzten prozentualen Transaktionsvergütung abzurechnen. Dies beträgt bis zu 3 % des Kauf- und bis zu 2 % des Verkaufspreises. Unter dem Strich ändert sich die Kostenstruktur für den Anleger damit im Vergleich zu den vorherigen Anlageprogrammen von Marble House Capital nicht.

Die Gewinnvorgaben der Zielinvestments erscheinen aus heutiger Sicht konservativ; der Investment-Berater verfügt über einen ausgezeichneten europaweiten Marktzugang und eine überzeugende Leistungshistorie. Die inzwischen fast 10jährige Erfahrung von Marble House Capital auch in schwierigen Märkten rundet das Konzept gelungen ab.

Sollten einzelne Zielfonds wider Erwarten die prognostizierten Renditen nicht erwirtschaften, würde das Gesamtportefeuille nur über die Durchschnittsrendite infiziert werden. Die Weichkosten liegen je nach Zeichnungssumme bei guten 10,5 % bis 12,5 % (incl. Agio). Die anfängliche Investitionsquote fällt mit rund 92,5 % (incl. Agio) bereits hoch aus. Über die Laufzeit soll die Investitionsquote auf bis zu maximal 100 % des Zeichnungskapitals ansteigen. Im Vergleich: Bei den ersten beiden von Marble House Capital verwalteten Publikumsfonds liegt die Quote aktuell bei 97 % bzw. 97,5 %.

Durch den Fokus auf Zweitmarktanteile und Co-Investments fällt das Gesamtrisiko überschaubar aus. Das volatile Marktumfeld bietet überdurchschnittliche Ertragschancen.

Dank der KAGB-Vorgaben wird der Anleger laufend über den Wert seiner Beteiligung informiert: Neben einem Jahresbericht wird die KVG auch Quartalsberichte erstellen, die den Nettoinventarwert (NIW) der Anteile ausweisen. Naturgemäß wird der laufende Nettoinventarwert eines Dachfonds, der in eine Vielzahl von Zielinvestments investiert ist, während der Laufzeit nur bedingt aussagekräftig sein. Die in den Bilanzen der mittelständischen Zielunternehmen versteckten stillen Reserven werden, ähnlich einem Buchgewinn bei einer Börsenspekulation, erst beim Verkauf aufgedeckt. Die Jahresberichte können damit vor allem als Gradmesser dienen. Zusätzlich zur laufenden Bewertung ist ein testierter Jahresabschluß zu erstellen.

Stärken | Sehr spannendes Marktumfeld. Der eigentümergeführte Investment-Berater ist exzellent vernetzt und kann eine überzeugende Leistungsbilanz vorlegen. Gute Kostenstruktur auf Fondsebene. Durch Konzentration auf Zweitmarkt und Co-Investments sehr gutes Risiko-Chancen-Profil.

Die Zielgruppe

Beteiligungen an Mittelstandsunternehmen sind thematisch nachvollziehbar und können sehr lukrativ sein. Mit der hohen Mindestzeichnungssumme von € 25.000/€ 200.000 zielt Marble House Capital auf eine gehobene Anlegerschicht ab, die in der Regel als erfahren gelten können wird. Dies halte ich für richtig. Der Fonds ist sauber konzipiert, die Kostenstruktur gut. Der etablierte Investmentpartner hat nachweislich einen guten Zugang zu interessanten Zielinvestments, Marble House Capital verfügt über die Professionalität und die Expertise, aus den angebotenen Zielinvestments ein überzeugendes Portefeuille zusammenzustellen. Insgesamt ergibt sich so ein positives Chancen-Risiko-Verhältnis.

Summa summarum

*halte ich das Angebot „European Mid Market Fund“ der MHC Marble House Capital AG, Hamburg, für ausgezeichnet. Das Konzept steht in der Tradition der positiv verlaufenden Vorgängerfonds. Der Investment-Berater ist sehr etabliert, die Synergie aus der gemeinsamen Zusammenarbeit mit Marble House Capital sollte für den Anleger in ein sehr positives Ergebnis seiner Investition münden. Meiner Meinung nach hat der Fonds eine Bewertung mit **„ausgezeichnet“ (1)** verdient.* ■

[1] Diese und alle weiteren Quellenangaben finden Sie auf www.werteanalysen.de. Geben Sie dazu im Suchfeld #493 ein.

Zahlen und Fakten

Investitionsobjekte	10 bis 20 Zielfonds, 5 bis 10 Portefeuilleunternehmen
Anlagefokus	Unternehmen aus dem europäischen Mittelstand
Steuerliche Einordnung	Einkünfte aus Gewerbebetrieb
Mindestzeichnungssumme	€ 25.000 zzgl. 5 % Agio, ab € 200.000 zzgl. 3 % Agio
Fondslaufzeit	bis zum 31. 12. 2024 zzgl. Verlängerungsoption bis 31. 12. 2026
Emissionskapital	€ 25 Mio. zzgl. 3 bis 5 % Agio
Mindestkapital	nein
Plazierungsfrist	bis zum 31. 12. 2015, maximale Verlängerung um bis zu 12 Monate
Fremdfinanzierung	nein, nicht auf Fonds- und Zielfondsebene
Ergebnisverteilung	4 % p. a. Vorzugsausschüttung für Anleger, Rest wird 85:15 verteilt auf Anleger und KVG
Weichkosten	10,5 % bis 12,5 % jeweils incl. Agio, 2,05 % p. a.
Investitionsquote	92,5 % incl. Agio, steigend auf bis zu 100 % (geplant)
Investment Advisor	Idinvest Partners S.A., Paris
Plazierungsgarant	nein, aber kein Rückabwicklungsrisiko
Treuhandkommanditistin	Proba Private Equity Services GmbH, Hamburg
Kapitalverwaltungsgesellschaft	MHC Marble House Capital AG, Hamburg
Verwahrstelle	The Bank of New York Mellon (BNY Mellon), Frankfurt a. M.
Alleinstellungsmerkmale	Fokus auf Zweitmarktanteile von PE-Fonds und Co-Investments aus dem Zielmarkt europäischer Mittelstandsunternehmen. Aktuell einer der wenigen KAGB-konformen Publikumsfonds mit Anlagefokus PE in der Plazierungsphase.