



Zurück in die Zukunft.

Secondary Private Equity. Wer in der Finanzkrise vor zehn Jahren in Secondary-Fonds investierte, konnte hohe zweistellige Renditen per annum erwirtschaften. „Eine solche Second(ary) Chance bietet sich heute wieder“, ist Florian Dillinger, Matador Partners Group AG, überzeugt.

„Erinnern Sie sich noch an den Kultfilm ‚Zurück in die Zukunft‘?“ fragt Florian Dillinger, Gründer und Hauptaktionär der Beteiligungsgesellschaft Matador, „die Protagonisten Marty McFly und Dr. Emmett L. Brown reisen mit einer Zeitmaschine mehrmals in die Vergangenheit, um Ereignisse zu korrigieren, die sich fatal auf ihre eigene Zukunft ausgewirkt hätten.“

Das ist Kino, klar. Im realen Leben gibt es diese Möglichkeit selten. Eine dieser Gelegenheiten ist heute.

„Ich kann mich noch sehr gut an das Jahr 2009 erinnern. Mitten in der Finanzkrise war auch der Private-Equity-Markt in Aufruhr. Viele Investoren

mussten verkaufen und hohe Abschläge auf den Wert ihrer Beteiligungen akzeptieren. Die Käufer – das waren vor allem Secondary-Fonds – erwirtschafteten dann in den folgenden fünf bis sechs Jahren 20 bis 30 Prozent per annum“, sagt Dillinger. Damals hätte kaum ein Anleger diese Chance ergriffen. „Nun kommt die Goldgräberzeit wieder.“

Um diese Investmentidee zu verstehen, müssen Anleger ein wenig in die spannende Welt der Private-Equity-Branche eintauchen. „Private-Equity-Fonds – die sogenannten Primärfonds – blicken auf sechs Jahre Hochkonjunktur zurück. In keiner Periode zuvor haben Private-Equity-Manager mehr Kapital von ihren

Investoren eingeworben“, erläutert Detlef Mackewicz, Berater bei Matador. Fasziniert von zweistelligen Renditen im vergangenen Aufwärtszyklus, investierten immer mehr Anleger immer höhere Beträge in dieses Segment. Verstärkt nutzten sie dabei auch den Hebel Fremdkapital und gingen hohe künftige Einzahlungsverpflichtungen bei den Fonds ein.

Dabei hatten sie eine Art Perpetuum mobile des Geldverdienens im Sinn. Ihre Fonds, so der Plan, würden regelmäßig durch sogenannte Exits Erträge generieren – Börsengänge der Portfoliofirmen oder deren Weiterverkauf an andere Private-Equity-Fonds. Diese Erträge wür-

den dem Investor zufließen. Und der könnte daraus nicht nur seine Einzahlungsverpflichtungen erfüllen. Sondern auch neue Fonds zeichnen. Würde. Könnte.

Jetzt stockt diese Maschine. „In den letzten Tagen wurden bereits viele Private-Equity-Transaktionen verschoben oder komplett abgesagt. Potenzielle Käufer stehen an der Seitenlinie und warten erst einmal ab, wie sich die Kaufpreise und die Finanzierungsbedingungen entwickeln“, erläutert Dillinger. Vor diesem Hintergrund sei davon auszugehen, dass nun bald einige private Investoren Schwierigkeiten haben dürften, die vereinbarten Kapitalzusagen zu leisten. „Sie müssen dann mit den Fondsmanagern über eine Reduzierung ihrer Kapitalzusagen verhandeln oder einen Teil ihrer Private-Equity-Anlagen veräußern.“

Gleichzeitig werden große institutionelle Investoren – Banken, Versicherungen oder Pensionskassen – mit einem fast schon in Vergessenheit geratenen Phänomen konfrontiert, dem Denominator-Effekt. „Sie haben in den letzten Jahren die zulässige Quote für Private Equity in ihren Depots voll ausgeschöpft. Durch den Kurseinbruch an den Börsen wächst dessen relativer Anteil im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Damit gerät die Zielallokation aus dem Gleichgewicht, und die institutionellen Investoren weisen plötzlich ein Übergewicht an Private Equity aus“, erklärt Mackewicz. „Sollten sich die Kurse an den Wertpapiermärkten nicht dramatisch erholen, müssen diese Investoren zwingend bis zum Jahresende Private-Equity-Fonds verkaufen, um die Quoten wieder in den von der Regulatorik erlaubten Rahmen zu bringen – egal, zu welchem Preis“, folgert Dillinger.

Wichtig ist: In solchen Stresssituationen finden sich kaum Abnehmer innerhalb

des Netzwerks der PE-Fonds. „Darum schlägt nun die Stunde der Zweitmarkt-Fonds. Sie sind die einzigen großen Käufer und werden hohe Abschläge auf den Wert der Beteiligungen im Primärfonds verhandeln können“, ist Dillinger überzeugt. Einen Vorgeschmack darauf gebe es jetzt schon. „Zum Jahreswechsel lagen die Discounts im einstelligen Bereich. Jetzt werden als Indikation schon 30 Prozent und mehr genannt, obwohl noch kaum Transaktionen stattfinden. Am Ende werden wir je nach Qualität der Primärfonds bei 20 bis 70 Prozent landen.“

Diese Spanne ist deshalb so groß, weil die wirtschaftliche Zukunft der Firmen in den Private-Equity-Fonds natürlich ungewiss ist. In einem konjunkturellen Abwärtstrend ist die Gefahr groß, dass

die Bewertungen in den Primärfonds zu optimistisch angesetzt sind. Sind darin eine Reihe von Firmen enthalten, die in Insolvenzgefahr geraten könnten, könnte sogar ein Abschlag von 80 Prozent immer noch zu wenig sein.

Das größte Risiko liegt dabei in der Verschuldung. Analysen des Investmenthauses Bain & Co. zufolge setzte die PE-Branche in den letzten Jahren bei ihren Transaktionen immer mehr Fremdkapital ein. Gängige Kennzahlen wie die Verschuldung in Relation zum Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen liegen heute auf Rekordniveau und damit deutlich über den Werten des Jahres 2007 – des Boomjahrs vor der Finanzkrise. Die Frage wird nun sein, wie die Firmen mit der hohen Schuldenlast durch die unausweichliche, tiefe

Matador – kaufen, wenn die Kanonen donnern.

„Wir sind sehr gut aufgestellt, um von den Gelegenheiten zu profitieren, die sich in den kommenden Monaten am Private-Equity-Markt bieten werden“, ist Florian Dillinger überzeugt. Aktuell seien 20 Millionen der Bilanzsumme von 50 Millionen Euro investiert. „Wir strukturierten dabei im letzten Jahr massiv in Bereiche um, die sich in der kommenden Wirtschaftskrise vergleichsweise gut halten werden – Infrastruktur, Medizintechnik, Life Science und IT. Außerdem haben wir unsere Liquidität sehr konservativ angelegt und riskantere Papiere rechtzeitig verkauft. So sind wir in diesem Bereich von den Markturbulenzen kaum betroffen“, erklärt Dillinger. Natürlich, räumt der Profi ein, würden Bewertungsänderungen bei existierenden Fondsanlagen das Portfolio künftig wohl etwas belasten. „Mittelfristig sollte dies aber durch die neuen, nun sehr, sehr vielversprechenden Investments der Fonds deutlich

überkompensiert werden. Dafür können die Fonds bei uns elf Millionen abrufen.“

Die restlichen 20 Millionen will Dillinger sukzessive in neu aufgelegte Secondary-Fonds oder die eine oder andere direkte Transaktion auf dem Sekundärmarkt investieren. „Für uns kommt diese Krise also insgesamt zu einem günstigen Moment“, folgert der Profi. Dies wird an den Kapitalmärkten offenbar ähnlich gesehen. Denn die börsennotierte Matador-Aktie blieb in den Turbulenzen der vergangenen Wochen sehr stabil. Zusätzliche Investitionsmittel möchte Dillinger in den kommenden Monaten durch kleinere Kapitalerhöhungen einwerben. „Das Marktumfeld ist derzeit einfach zu gut für uns – das dürfen wir nicht ungenutzt streichen lassen. Ein Investor hat Ende April schon drei Millionen gezeichnet. Wir werden in Zukunft vermehrt weitere Interessenten aus dem Netzwerk ansprechen.“



Detlef Mackewicz (links) und Florian Dillinger – die Köpfe hinter Matador.

Das Einmaleins der Private-Equity-Anlage.

Wer einen Private-Equity-Fonds zeichnet, macht zunächst nur eine Kapitalzusage. Finden die Fondsmanager ein interessantes Anlageziel, erfolgt ein Kapitalabruf, und die Investoren müssen einzahlen. „Deshalb ist es erstens wichtig, das eigene Commitment in der Höhe so zu begrenzen, dass die Kapitalabrufe auch sicher bezahlt werden können“, macht Detlef Mackewicz klar.

Zweitens sollten Investoren nicht nur über Branchen und Regionen breit diversifizieren, sondern auch über Anlagejahrgänge. „Es dauert in der Regel vier Jahre, bis ein PE-Fonds voll investiert ist. Deshalb macht Timing ja keinen Sinn. Niemand weiß, wie sich die Konjunktur in den kommenden vier Jahren entwickeln wird“, erläutert der Profi. Weil die Preise für Firmenkäufe in Krisenzeiten sinken, erzielen natürlich Private-Equity-Fonds, die in konjunkturell schwierigen Zeiten die Investitionstätigkeit aufnehmen, oft sehr zufriedenstellende Ergebnisse. „Deshalb ist es drittens wichtig, ein Private-Equity-Programm langfristig aufzubauen. Dann gleichen sich die Performance-Unterschiede der einzelnen Jahrgänge tendenziell aus.“

Das Investment in Secondary-Private-Equity-Fonds ist eine Art Abkürzung auf dem Weg zum Aufbau eines Private-Equity-Depots. Denn deren Manager sind darauf spezialisiert, schon bestehende Private-Equity-Fonds mit möglichst großem Abschlag zum Nettoinventarwert der Beteiligungen zu kaufen. „Anleger kommen so kostengünstig und sofort an ein diversifiziertes Portfolio von Fonds verschiedener Jahrgänge, Regionen und Stile“, erklärt Florian Dillinger.

Da dieser Markt angesichts der Mindestanlagensummen von mehreren Millionen Euro nur sehr vermögenden Privatanlegern offensteht, gründete Dillinger die Beteiligungsgesellschaft Matador. Die Aktie (ICH0042797206) ist an den Börsen in Bern und Frankfurt notiert. Über dieses Vehikel steht nun allen interessierten Investoren ein breit diversifiziertes Secondary-Private-Equity-Portfolio ohne Mindestanlagerestriktion zur Verfügung. „Aktuell sind wir an 15 Private-Equity-Fonds mit insgesamt 1100 Unternehmen beteiligt und werden unser Portfolio nun in der Wirtschaftskrise signifikant ausbauen“, schließt Florian Dillinger.

Rezession kommen. „Der Erfolg einer Anlage steht und fällt darum mit der Fähigkeit des Secondary-Managers“, verdeutlicht Dillinger. Dieser muss nicht nur extrem gute Kontakte in die Branche haben, um zum richtigen Zeitpunkt an die besten Deals zu kommen. Er muss vor allem den Wert der Beteiligungen im Primärfonds richtig einschätzen können. „Das erfordert ein hohes Maß an Expertise. Je nach Finanzierung, Branche, Herkunftsland oder Investitionszeitpunkt sind unterschiedliche Discounts angemessen“, sagt Dillinger.

„Bei der Auswahl der Fonds, denen Matador Kapital anvertraut, muss nun noch genauer als früher geprüft werden, ob die betreffenden Manager eine disziplinierte Preisstrategie verfolgen und ob bei der Auswahl neuer Fonds keine Kompromisse bei der Qualität der Firmen und bei den Kaufpreisen gemacht werden“, erläutert Mackewicz.

Ein weiteres wichtiges Kriterium bei der Auswahl neuer Secondary-Fonds ist neben der Managerqualifikation auch deren Investitionsstatus. „Die besten Chancen haben Fonds, die nun gerade erst zu investieren beginnen oder nur einen kleinen Teil des zugesagten Kapitals angelegt haben“, erklärt der Experte. „Diese jungen Fonds können die Chancen optimal nutzen und werden deshalb die großen Gewinner sein.“

Matador sei hervorragend positioniert, um davon zu profitieren. „Wir sind derzeit nur zu 40 Prozent unseres Kapitals investiert. 20 Prozent stehen für Fonds bereit, die schon gezeichnet wurden. Sie werden in den nächsten Wochen Kapital abrufen, um bei Abschlägen in Primärfonds zu investieren. Und mit den restlichen 40 Prozent zeichnen wir weitere Fonds und sehen uns vermehrt nach direkten Secondary-Transaktionen um. Unser Ziel ist es, Ende 2021 voll investiert zu sein“, erklärt Dillinger.

Einen dieser potenziellen Gewinner hat Matador mit dem Secondary-Fonds eQ PE SF III gerade ins Depot genommen. „Wir bevorzugen ja schon länger Private-Equity-Fonds, die in kleinere Firmen investieren. In diesem Segment ist der Wettbewerb unter Investoren deutlich geringer. Die einzelnen Transaktionen kommen auf moderater Preisbasis zustande und es wird weniger Fremdkapital eingesetzt“, erklärt Mackewicz. Hinzu kämen größere Potenziale für operative Verbesserungen. „Diese Firmen kommen in den meisten Fällen ja erstmals mit Private Equity in Berührung, während Unternehmen, die schon ein- oder mehrmals im Besitz von Private-Equity-Gesellschaften waren, ihre Optimierungspotenziale weitgehend ausgeschöpft haben.“

Weil Dillinger und Mackewicz um eine breite Diversifikation ihrer Anlagen bemüht sind, haben sie sich zuletzt außerhalb der amerikanischen und klassi-

schen europäischen Märkte umgesehen. „Wir sind dabei auf die Secondary-Spezialisten des finnischen Vermögensverwalters eQ Asset Management aufmerksam geworden und haben diesen dann intensiv unter die Lupe genommen.“ Die eQ Group ist ein an der finnischen Börse notiertes Unternehmen mit dem Fokus auf Vermögensverwaltung und die Finanzierung von Unternehmen. Im dritten Quartal 2019 belief sich das verwaltete Vermögen der Gruppe auf 7,2 Milliarden Euro. „Damit ist eQ Asset Management einer der größten unabhängigen Assetmanager in Finnland“, sagt Mackewicz.

Für ihren neuen Secondary-Fonds eQ PE SF III streben die Fondsmanager eine Netto-Zielrendite von 14 bis 17 Prozent an – berechnet auf das jeweils eingesetzte Kapital der Investoren. Das Fondsmanagement plant den Kauf von Anteilen an solchen Fonds, in denen eQ bereits investiert ist. Auf diese Weise

möchte es den Informationsvorsprung nutzen, den es aufgrund der historischen Zusammenarbeit mit den betreffenden Fondsmanagern besitzt.

„Für uns ist das sehr interessant, weil wir unser Portfolio so regional diversifizieren können“, erläutert Florian Dillinger und schließt: „Alle Manager von Secondary-Fonds werden für ein bis zwei Jahre ein extrem lukratives Zeitfenster haben, um Private-Equity-Fonds günstig zu kaufen. Wenn wir dann 2025 auf diese Zeit zurückschauen, werden wir feststellen, dass viele Private-Equity-Manager ihre Firmen trotz aller Gefahren gut durch diese Krise gebracht haben. Für uns Investoren gilt deshalb: Wenn wir nicht jetzt kaufen, wann dann?“ □

*Sonderveröffentlichung:
Matador Partners Group AG
Grundacher 5; CH-6060 Sarnen
+41 (41) 662 10 62
office@matador-partners-group.com*

Foto: istock/Ohoho

Alles, was für Sie jetzt wichtig ist!
Relevante, aktuelle Informationen –
objektiv recherchiert, kompetent kommentiert.

www.private-wealth.de