

Small is beautiful.

Private Equity. Viele PE-Fonds sitzen auf einem Berg von Kapital. Sie machen einander beim Kauf von Unternehmen Konkurrenz und treiben so die Preise nach oben. „Wir setzen deshalb verstärkt auf den Bereich kleinerer Firmen. Dort gibt es mehr Investitionsziele und viel weniger potenzielle Käufer – das verbessert die Renditeperspektive“, erklärt Florian Dillinger, Matador Partners Group AG.



„Manchmal“, schmunzelt Florian Dillinger, „müssen wir einfach die Extrameile gehen. Oder in diesem Fall fliegen. Denn sonst wären wir mit dem finnischen Secondary-Private-Equity-Fonds EQ nie ins Geschäft gekommen. Heute sind wir dort der einzige deutsche Investor. Und ich bin sicher, dass wir noch sehr viel Freude an dieser Beteiligung haben werden.“

Dillinger investiert schon seit 20 Jahren in verschiedene Facetten von Private Equity. „Das ist für langfristig denkende Investoren ganz einfach die attraktivste Anlageklasse“, erklärt er: „Weil Private-Equity-Manager nach dem Kauf eines Unternehmens eine positive Entwicklung anstoßen – auf der Kostenseite, durch Erweiterung und Ausbau des Geschäftsmodells oder durch Expansion oder Zukäufe –, erwirtschaften sie in der Regel zweistellige Renditen. Das ist unschlagbar.“

Mittlerweile scheint ein Teil der Branche allerdings ein bisschen Opfer des eigenen Erfolgs zu werden. „Private Equity blickt auf fünf Jahre Hochkonjunktur zurück. In keiner Periode zuvor haben die Manager mehr Kapital von ihren In-

vestoren eingeworben“, informiert Detlef Mackewicz, auf Private Equity spezialisierter Investmentberater aus München, der auch Matador bei der Analyse unterstützt. Die Folge: „Der Kapitalüberhang – in der Branche wird hierfür der Begriff ‚Dry Powder‘ verwendet – hat mit mehr als 1,2 Billionen US-Dollar ein Rekordniveau erreicht. Weil viel Kapital eine begrenzte Anzahl von Firmen jagt, bewegen sich die Kaufpreise sowohl in Europa als auch in den USA ebenfalls auf einem Rekordniveau. Und das schmälert die künftigen Renditechancen“. „Wir haben uns deshalb bei Matador schon früh überlegt, wie wir uns etwas anders positionieren können und haben den Bereich kleiner Firmen für uns entdeckt“, ergänzt Dillinger.

Im Sektor der kleineren Firmen sei die Angebots-Nachfrage-Situation einfach viel entspannter: „Die meisten Investoren setzen auf die großen Private-Equity-Fonds. Diese müssen hohe Summen am Markt unterbringen und sich fast schon zwingend auf große Übernahmeziele konzentrieren. Um diese entbrennt dann ein Bieterwettstreit. Wenn es um kleinere Firmen geht, ist dagegen deut-

lich weniger Kapital im Markt. Und es stehen mehr Unternehmen zum Verkauf. Die Wettbewerbsintensität ist darum erheblich geringer. Deshalb fallen die Kaufpreise in Relation zum Ertrag auch niedriger aus. Und weil der Gewinn oft im Einkauf liegt, ist auch die Renditeperspektive besser“, zählt Mackewicz auf.

Erfolgreiche Fonds zu finden, die diesem Ansatz konsequent folgen, ist allerdings schwierig. „Viele, die sich in Europa ursprünglich auf diesen Bereich spezialisiert hatten, sind nun schon zehn Jahre alt und aus dem Sektor herausgewachsen. Sie waren zu erfolgreich, haben zu viel Kapital bekommen und mussten deshalb ihre Strategie ändern“, erläutert Dillinger. „Für uns war deshalb die entscheidende Frage: Wie machen wir es, in diesen Sektor zu kommen?“

Die Antwort darauf illustriert beispielhaft den Analyse- und Investitionsprozess bei der Beteiligungsgesellschaft Matador. Phase eins des Prozesses ist die Analyse der historischen Ergebnisse. „Die Fonds müssen eine Rendite auf das eingesetzte Kapital von 20 Prozent erreicht haben, was in etwa einer Verdoppelung des Kapitals über die Laufzeit entspricht“, erklärt Dillinger. Ist das nicht der Fall, wird der Kandidat sofort aussortiert.

Wer diese Hürde überspringt, kommt in die zweite Runde. „Dort hinterfragen

wir die Investitionsstrategie und den Investitionsprozess. Dann besprechen wir im Detail mit dem Managementteam den Track Record und analysieren Ausreißer im Zeitablauf. Wir schauen uns an, wie viel Kapital sie eingeworben ha-

ben und prüfen die Investorenstruktur. Auch daraus lässt sich ableiten, wie zufrieden die Anleger waren. Und zu guter Letzt checken wir Interna sowie die Konditionen des Fonds – wie hoch sind Managementfee und Erfolgsbeteiligung,



wie oft verlassen Manager das Team und wie reagiert die Gesellschaft darauf?“

Der Charme von private equity.

// 01. Was sind Vorteile und Nachteile von Private Equity für Investoren?

Private Equity ist dank zweistelliger Renditen eine der erfolgreichsten Anlageklassen und profitiert besonders von der Niedrigzinsphase. Der Aufbau eines PE-Portfolios ist allerdings mit Aufwand, Fleiß und Know-how verbunden und erfordert auch viel Geduld, weil Private Equity zunächst eine illiquide Anlageklasse ist.

// 02. Wie hoch sollte der PE-Anteil in einem privaten Depot sein?

Die Investition in Private Equity macht nur Sinn, wenn der Investor in der Lage ist, mit der Zeit ein Portfolio aufzubauen, das über mindestens zehn Fonds aus unterschiedlichen Jahrgängen in den USA, Europa und Asien breit diversifiziert ist. Dafür ist ein Gesamtvolumen von mehreren Millionen Euro erforderlich. Von einer einmaligen Investition in einen einzelnen Fonds ist abzuraten. Wenn das flüssige Vermögen des privaten Investors groß genug ist, können gut 20 Prozent in Private Equity investiert werden.

// 03 Was können Privatanleger von institutionellen Investoren lernen?

Diese Anleger bauen langfristig ein breit diversifiziertes Portfolio auf und profitieren dann von den verschiedenen Wirtschaftszyklen. Für die sorgfältige Prüfung (Due Diligence) einer Investitionsgelegenheit nehmen sich die Profis mehrere Monate Zeit.

// 04 Welche Vorteile bieten Anlagen in Secondary Private Equity?

Der Teilmarkt Secondary Investments umfasst die Käufe und Verkäufe von bereits gezeichneten Private-Equity-Fondsanteilen. Für Investoren, so Florian Dillinger, bietet das fünf interessante Vorteile:

Erstens wird bei Secondary-Investitionen das Kapital schneller abgerufen als für Primärfonds. Damit erfolgt ein beschleunigter Aufbau von Vermögenswerten und der bei Primaries übliche J-Curve-Effekt wird erheblich abgeschwächt oder komplett vermieden. Dadurch können sie frühere Rückflüsse erwarten und verfügen sofort über ein diversifiziertes Portfolio von Private-Equity-Fonds verschiedener Jahrgänge, Regionen und Stile.

Zweitens kaufen die Secondary-Fondsmanager keine Black Box. Die Vermögenswerte können gut bewertet, die Risiken so reduziert werden. Drittens kann der Investor so Jahrgänge von Fonds beimischen, die auf dem Primärmarkt nicht mehr verfügbar sind. Viertens sind die Kosten niedriger, da der Fonds eine kürzere Restlaufzeit aufweist und die Managementgebühren der ersten Jahre bereits vom ursprünglichen Investor bezahlt wurden, der seine Anteile jetzt verkauft.

Fünftens kommt es bei der Transaktion oft zu deutlichen Abschlägen zum vermuteten Firmenwert. Die Initiative geht ja vom Verkäufer aus, der sich von seinem Anteil trennen möchte. Secondary Private Equity, sagt Florian Dillinger, sei deshalb das bessere Private Equity. „Angesichts der Mindestanlagesummen von mehreren Millionen Euro ist es jedoch in der Regel nur ein Investitionsfeld für institutionelle Investoren. Für mich war es nicht einzusehen, warum den meisten anderen Anlegern

dieses attraktive Segment verwehrt bleiben sollte. Darum haben wir Matador gegründet.“ Die Aktie des Beteiligungsunternehmens Matador ist in Bern und Frankfurt börsennotiert (ISIN: CH0042797206). So steht allen Investoren ein nach Branchen, Regionen und Wirtschaftszyklen breit diversifiziertes Secondary-Private-Equity-Portfolio ohne Mindestanlagerestriktion zur Verfügung. „Nun kann jeder seinem Depot eine Prise Private Equity hinzufügen. Wir sind derzeit in 16 verschiedenen Secondary-Private-Equity-Fonds und damit indirekt in mehr als 500 Firmen investiert.“

Dank der Börsennotiz ist das Investment sogar liquide. „Und auch die laufende Ausschüttung von rund vier Prozent unterscheidet uns von klassischen geschlossenen Fonds. Das ist uns wichtig. Jeder Anleger soll regelmäßig sehen, wie gut unsere Beteiligungen sind.“

Bei der Aufteilung der Investments hat Dillinger in der letzten Zeit umgesteuert. „Wir hatten uns zunächst eher an großen Fonds beteiligt, die auch große Unternehmen erwarben. Als sich dann andeutete, dass der Investitionsdruck in diesem Segment zunimmt und die Preise für Firmen stark stiegen, konzentrierten wir uns mehr und mehr auf den Small-Cap-Bereich.“ Heute ist rund die Hälfte der Investments von Matador dort angelegt. Dass der Analyseaufwand dadurch größer wird, stört Dillinger nicht. „Diversifikation und Risikominimierung stehen bei uns klar im Vordergrund. Außerdem arbeite ich ja schließlich vor allem für mich selbst. Denn ich bin ja zu knapp 40 Prozent an Matador beteiligt.“



Dieser Prozess ist zwar aufwändig, aber unerlässlich. „Bei kaum einer anderen Anlageklasse ist die Diskrepanz unter den Fonds derart groß. Seit 1990 brachten die Fonds im besten Viertel jährliche Renditen von mehr als 30 Prozent auf das eingesetzte Kapital. Die schlechtesten lagen bei minus fünf Prozent – pro Jahr“, informiert Detlef Mackewicz und fährt fort: „Der Schlüssel zum Erfolg liegt deshalb darin, dass es gelingt, die Guten von den Schlechten zu trennen.“ Im Durchschnitt, so die Profis, kommen zwischen 20 und 30 neue Secondary Fonds jährlich an den Markt. Diese gilt es genau zu analysieren. „Bei EQ hat uns vor allem die interdisziplinäre und internationale Teamzusammensetzung gefallen. Außerdem konzentriert sich der Fonds auf die Regionen Skandinavien, Benelux und Deutschland. Die Manager sind davon überzeugt, dass Fonds aus dem südeuropäischen Raum langfristig nicht so gut abschneiden werden. Das konnten wir nachvollziehen. Und – was etwas ganz Besonderes ist – sie sind in der Lage, in sehr gute zugangsbeschränkte Fonds zu investieren. In Anlagevehikel, in die sogar die Blue Chip-Investoren nicht reinkommen würden“, erzählt Mackewicz. „Wir waren dann zwei Mal in Finnland und haben die Firma besucht“, ergänzt Dillinger, „danach haben wir entschieden: Da machen wir etwas.“ Noch schwieriger sei es gewesen, Fonds zu finden, die in kleine US-Firmen investieren. „Private Equity mit diesem Fokus ist tatsächlich bei vielen europäischen Investoren ein weißer Fleck auf der Landkarte. Es gibt in den USA schließlich über 1000 Fonds im kleineren Buyout-Segment. Da ist es fast unmöglich, aus Deutschland heraus eine

Analyse mit unserem hohen Anspruch zu machen“, erklärt Dillinger. Sein Ausweg: „Wir haben uns deshalb einen Dachfondsmanager mit Secondary-Eyepertise gesucht und in RCP auch einen sehr guten gefunden.“

„RCP hat uns durch Analysestärke und Kontinuität überzeugt“, erläutert Mackewicz. Der Fonds sei ausschließlich auf den Bereich kleiner Firmen fokussiert und habe im Lauf der Jahre eine einzigartige Datenbasis über dieses Segment aufgebaut. Außerdem habe die Firma auf der Top-Manager-Ebene noch nie einen Wechsel gehabt. „All das zusammen hat dazu geführt, dass die Firma über 13 Fondsgenerationen hinweg großen Erfolg hatte. Es gibt keinen Grund, warum sich das ändern sollte“, illustriert Dillinger die Investitionsentscheidung.

Und auch in Deutschland sind Dillinger

und Mackewicz zuletzt fündig geworden. So konnte die Matador Partners Group AG jüngst einen Anteil an dem Wellington Life Science IV Fonds zu besonders günstigen Konditionen erwerben. Der bisherige Besitzer hat diesen Anteil aufgrund erhöhten Kapitalbedarfs mit einem Discount von 30 Prozent veräußert.

„Vor allem eines macht all diese Transaktionen so ideal für unser Portfolio bei Matador“, schließt Florian Dillinger: „Das Gesamtpaket, die Kombination aus gutem Preis und einer vielversprechenden Positionierung stimmt.“ ®

*Sonderveröffentlichung:
Matador Partners Group AG
Grundacher 5; CH-6060 Sarnen
Tel.: +41 (41) 662 1062
office@matador-partners-group.com*

Keine Angst vor der Rezession.

Angeichts der aktuell schwächeren Wirtschaftsdaten geht die Angst vor einer Rezession um. Wie würde sich diese auf den Private-Equity-Sektor auswirken?

„Ich habe den Eindruck, dass die Branche eine Rezession oder einen konjunkturellen Einbruch förmlich herbeisehnt. Die Fonds haben unglaublich viel Kapital und wollen zu aussichtsreichen Konditionen investieren. Das funktioniert natürlich leichter, wenn die Preise für Unternehmen nach unten korrigiert haben“, erklärt Dillinger.

Der Verkauf von Firmen aus dem Bestand würde dann natürlich schwieriger. „Die meisten PE-Fondsmanager haben aber in den letzten Jahren schon veräußert, was sie verkaufen konnten. Deshalb sind deren aktuelle Portfolios oft sehr jung und noch gar nicht marktreif. Der negative Einfluss hielt sich deshalb wohl in Grenzen“, meint der Profi.

Für den Bereich Secondary Private Equity wäre eine konjunkturelle Abschwächung langfristig wohl ebenfalls positiv. „In guten Zeiten haben Verkäufer von Primärfonds Marktmacht. Da gibt es an den Zweitmärkten kaum Discounts, manchmal müssen sogar Aufschläge bezahlt werden. In den schlechten Zeiten kann der Secondary Manager jedoch oft deutliche Abschläge auf den Nettoinventarwert verhandeln. Dies wirkt sich langfristig wie ein Rendite-Booster aus“, erklärt der Profi.

Den Einstieg in ein Private-Equity-Investment mit Blick auf die Konjunktur timen zu wollen, hält Dillinger allerdings nicht für sinnvoll. „Wir haben ja alle keine Glaskugel. Bei Matador investieren wir deshalb kontinuierlich und suchen die besten Manager. Diesen überlassen wir dann die Entscheidung, wann sie mehr oder weniger investieren.“