

Invest it like Yale.

Secondary Private Equity. Viele große Anleger sind deshalb so erfolgreich, weil sie langfristig eine hohe Quote Private Equity in ihren Depots halten. „Selbst für vermögende Privatanleger und kleinere Family Offices ist dies allerdings nicht so leicht umsetzbar“, erklärt Florian Dillinger, Matador Partners Group AG. „Um für sie einen leichten Zugang zu dieser Anlageklasse zu schaffen, haben wir Matador gegründet.“



Als David Swensen 1985 die Verantwortung für die Kapitalanlagen der Yale-Stiftung übernahm, war der Fonds der Elite-Universität nur einer von vielen kleinen institutionellen Investoren in den USA. Heute – nach 35 Jahren außergewöhnlicher Performance – spielt die Yale-Stiftung mit rund 30 Milliarden US-Dollar Vermögen in der Champions League. Und Swensen gilt als Prototyp des erfolgreichen langfristigen Investors. „Ich habe mich schon zu Beginn meiner Karriere gefragt, wie er das macht“, erzählt Florian Dillinger, Matador Partners Group, „und die Antwort war sehr einfach: Der Schlüssel zum Erfolg war, dass Yale immer rund ein Drittel des Vermögens in nicht börsennotierte

Unternehmensbeteiligungen investierte – Private Equity, Wagniskapital. Die Börse spiegelt ja nur einen ganz kleinen Teil der Wirtschaft wider. Die spannenderen Sachen finden sich oft außerhalb des Kapitalmarkts.“

Florian Dillinger beschäftigt sich schon seit dem Studium mit diesem Themenfeld, schreibt 1998 sogar seine Diplomarbeit darüber. Und kommt bis heute davon nicht mehr los. „All meine Untersuchungen brachten ein ganz klares Ergebnis. Private Equity ist die überlegene Anlageklasse, sie bringt langfristig den höchsten Ertrag bei vergleichsweise geringen Schwankungen.“

„Die Zahlen des Datenanbieters Pevara stützen das“, nickt Detlef Mackewicz,

langjähriger Berater der Matador Group: „Seit 1991 erzielten Private-Equity-Fonds in den USA und Europa eine durchschnittliche Performance von 10,5 Prozent pro Jahr. Und das Risiko, über die Laufzeit von sieben bis zehn Jahren einen Verlust zu machen, war äußerst gering.“ Besonders fasziniert die beiden, dass diese Art, Geld anzulegen, auch die Nerven schont. „Aufgrund der Unabhängigkeit vom Kapitalmarkt fühlen Investoren ja die Schwankungen nicht so stark, die ganze Psychologie, die an der Börse oft so belastend wirkt, ist draußen“, erläutert Dillinger. „Das liegt einfach an den unterschiedlichen Bewertungsmethoden“, ergänzt Mackewicz. „Während für Aktien und Anleihen sekundlich Marktpreise festgestellt werden und es deshalb immer zu massiven Über- und Untertreibungen kommt, wird der Wert von Private-Equity-Anlagen nur auf vierteljährlicher Basis bestimmt und zudem den Investoren typischerweise erst 45 Tage nach Quartalsende übermittelt. Das nimmt viel Druck raus.“

Die Schlussfolgerung ist glasklar: „Von den Erfolgreichen zu lernen, bedeutet, 15 bis 20 Prozent Private Equity ins Depot aufzunehmen“, verdeutlicht Dillinger. Das ist die Theorie. Die Schwierigkeit liegt allerdings in der praktischen Umsetzung. „99 Prozent der Investoren haben keinen vernünftigen Zugang zu dieser Anlageklasse. Um in diesem Segment erfolgreich zu sein, brauchen sie schließ-



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

Fünf Joker für Secondaries.

Für Investoren bieten Anlagen in Secondary-Private-Equity-Fonds im Vergleich zu den Primärfonds fünf interessante Vorteile:

Erstens wird bei Secondary-Investitionen das Kapital schneller abgerufen. Damit erfolgt ein beschleunigter Aufbau von Vermögenswerten. Der bei Primaries übliche J-Curve-Effekt wird dadurch abgeschwächt oder komplett vermieden. Anleger können so nicht nur frühere Rückflüsse erwarten. Sie verfügen auch sofort über ein diversifiziertes Portfolio an Fonds verschiedener Jahrgänge, Regionen und Stile.

Zweitens kaufen die Secondary-Fondsmanager keine Blackbox. Die Vermögenswerte sind schon im Fonds und können gut bewertet werden. Das reduziert die Risiken.

Drittens kann der Investor auf diese Weise 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.

Und fünftens kommt es bei der Transaktion oft zu Abschlägen zum vermuteten Firmen-

wert, weil sich ein Verkäufer von seinem Anteil trennen möchte und deshalb zu Zugeständnissen beim Preis bereit ist.

Für Florian Dillinger und Detlef Mackewicz bedeutet diese Art zu investieren allerdings hohen Analyseaufwand. Sie bewerten erstens die jeweiligen Zielunternehmen. Zweitens die Manager der Private-Equity-Fonds. Und drittens die Zweitmarktfonds selbst. „Wichtig ist, dass diese in Phasen wie heute genügend Liquidität haben, um günstig einkaufen zu können, und dass sie bei der Auswahl ihrer Investments keine Kompromisse bei der Qualität der Firmen und den Kaufpreisen machen“, erklärt Florian Dillinger.

Das börsennotierte Beteiligungsunternehmen Matador ist derzeit an 17 Private-Equity-Fonds mit insgesamt rund 1400 Unternehmen beteiligt und plant, das Portfolio in den kommenden Monaten weiter signifikant auszubauen. Die Aktie wird an der Berner Börse und in Deutschland gehandelt (ISIN: CH0042797206). Über dieses Vehikel steht nun allen interessierten Investoren ein breit diversifiziertes Secondary-Private-Equity-Portfolio ohne Mindestanlagerestriktion zur Verfügung.

lich sehr viel Kapital und noch mehr Know-how“, macht Dillinger klar.

Schon die nötigen finanziellen Mittel sind für die meisten eine zu hohe Hürde. „Die erstklassigen Fonds fordern in der Regel mindestens Kapitalzusagen in Höhe von fünf Millionen US-Dollar. Wenn ich dann noch in Fonds verschiedener Startjahre und über Branchen diversifiziert investieren möchte – und das ist nun einmal eine wichtige Voraussetzung für den langfristigen Erfolg –, muss ich über die Zeit 20 bis 25 Fonds zeichnen. Das bedeutet, 40 bis 50 Millionen in Private Equity anzulegen. Soll dieser Teil dann 20 Prozent des Portfolios ausmachen, muss dieses schon eine Viertelmilliarde schwer sein“, rechnet der Profi vor. Auch die günstigere Variante der Dachfonds überzeugen ihn nicht. „Die doppelte Kostenstruktur schmälert die Rendite dann viel zu stark.“

Neben dem erforderlichen Kapital ist auch die Fähigkeit, gute Fonds auszuwählen, ein Hindernis. „Die Qualität des Managers ist schließlich eine Schlüsselgröße. Es geht ja bei Private Equity nicht nur darum, Unternehmen Kapital zur Verfügung zu stellen. Es muss nach dem Kauf aktiv eine positive Entwicklung angestoßen werden – zum Beispiel durch Hilfestellung bei Erweiterung und Ausbau des Geschäftsmodells, bei Expansionsstrategien, Zukäufen oder auch bei Effizienzsteigerungsmaßnahmen. Da ist viel unternehmerisches Geschick nötig“, macht Dillinger klar.

Das haben offenbar nicht alle Private-Equity-Manager in gleichem Maß. „In keiner anderen Anlageklasse sind die Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Fonds so groß wie im Private-Equity-Markt“, informiert Detlef Mackewicz und ergänzt: „Die besten 25 Prozent aller Fonds erzielten in den USA eine jährliche Performance von 18,3 Pro-

zent und in Europa von 17,5 Prozent. Bemerkenswert sind auch die Ergebnisse der besten fünf Prozent mit einer jährlichen Performance von über 30 Prozent. Die schlechtesten fünf Prozent erzielten dagegen eine negative Rendite.“

Auch bei der Auswahl, so die Experten, könnten Anleger von David Swensens Erfolg lernen. „Er konzentriert sich auf die Fonds mit den besten Ergebnissen in der Vergangenheit und macht keine Experimente. Wer über einen langen Zeitraum erfolgreich war, kann ganz offensichtlich etwas und bietet so die besten Voraussetzungen, um auch in Zukunft überdurchschnittliche Ergebnisse abzuliefern.“

Derartige quantitative Analysen sind allerdings nur der erste Schritt. Außerdem gilt es, intensiv mit dem Management zu sprechen, Renditen nachzurechnen, Strategien zu hinterfragen und sich mit anderen Investoren auszutauschen. „Wir wollen genau wissen, ob und warum Anleger mit dem Fonds zufrieden waren. Das ist viel Arbeit. Aber wenn wir dann zehn Jahre lang mit einem Manager im selben Boot sitzen, müssen wir diesen vorher ausgiebig geprüft haben“, erklärt Mackewicz.

Weil beide Herausforderungen – Mindestanlage und Selektionsfähigkeit – sehr viele Privatanleger davon abhalten, in Private Equity zu investieren, hat Florian Dillinger im Jahr 2005 die Beteiligungsgesellschaft Matador gegründet. „Ich wollte ein sinnvolles, börsennotiertes depotfähiges Vehikel schaffen, über das jeder Investor in seinem Depot die gewünschte Private-Equity-Quote beimischen kann.“ Mittlerweile ist ein nach Branchen, Regionen und Wirtschaftszyklen breit diversifiziertes Private-Equity-Portfolio daraus geworden. „Und weil ich davon überzeugt bin, dass es immer noch ein bisschen besser geht als bei reinen Private-Equity-Investments, haben wir uns dort auf den Bereich der Zweit-

marktfonds spezialisiert.“ Der Zweitmarkt – sogenanntes Secondary Private Equity – umfasst die Käufe und Verkäufe von Anteilen an bereits bestehenden Private-Equity-Fonds. „Unter Risiko-Rendite-Gesichtspunkten ist das mit Abstand die beste Strategie.“ (lesen Sie dazu den Kasten links)

Zwei Aspekte sind dabei in der aktuell unsicheren Wirtschafts- und Finanzsituation besonders wichtig. „Über den Zweitmarkt können wir nun Anteile an erstklassigen Fonds mit hohen Abschlägen im Vergleich zu den vermuteten Firmenwerten kaufen. Die Initiative geht ja in der Regel vom Verkäufer aus, der sich von seinen Anteilen trennen möchte – oder auch muss“, erklärt Dillinger, „das erhöht natürlich langfristig das Renditepotenzial.“

„Noch wichtiger ist heute aber, dass wir genau wissen, was wir kaufen“, ergänzt Mackewicz. Ein Private-Equity-Fonds ist ja immer eine Art Blackbox. Anleger überweisen Kapital und wissen nicht, wo der Fondsmanager dieses investieren wird. Bei Secondary Investments sieht das ganz anders aus. „Die Vermögenswerte sind ja schon in den Primärfonds enthalten, die Problemfälle genauso bekannt wie die Überflieger. Das Portfolio kann nun sehr gut bewertet werden.“

Besonders jetzt, da die Wirtschaft im Winterhalbjahr mit der zweiten Coronawelle zu kämpfen hat, sieht sich Florian Dillinger deshalb in einer extrem guten Position. „Die Berichte aus dem zweiten und dritten Quartal 2020 liegen auf dem Tisch. Wir wissen, wie sich die Firmen in der ersten Welle geschlagen haben. Die Abschläge haben sich bei 20 bis 30 Prozent eingependelt, und wir können nun in aller Ruhe nach besonders attraktiven Investitionsmöglichkeiten suchen.“

Ein paar haben die beiden offenbar schon gefunden. „Wir konnten bei zwei

der Fonds, in die wir schon investiert hatten, zu einem Abschlag von 30 Prozent aufstocken, weil sich ein Investor aus Liquiditätsgründen von seiner Beteiligung trennen musste. Zudem nahmen wir einen neuen Fonds zu 25 Prozent Discount ins Depot, der alle unsere Qualitätskriterien erfüllt. Von beiden Transaktionen erwarten wir uns Nettorenditen zwischen zwölf und 16 Prozent per annum“, informiert Mackewicz. Und das, hofft Dillinger, dürfte erst der Anfang sein. „Die kommenden zwölf Monate werden extrem spannend für uns. Krisenjahre wie 2002, 2009 oder eben jetzt waren immer schon die attraktivsten Investmentjahre im Bereich Private Equity. Bei Secondary-Investments gilt das noch mehr, da wir dort ja zusätzlich zu interessanten Discounts kaufen können. Und weil sich die Wirtschaft wohl nicht so schnell erholt, wie viele gehofft haben, bleibt diese Ideal constellation wohl noch eine Zeit lang bestehen. Wir werden sie nutzen und wollen Ende 2021 voll investiert sein.“ Und dann? „Dann warten wir. Der Zins bleibt ja nun wohl sehr lange sehr niedrig. Das wirkt wie Doping für die Private-Equity-Manager. Sie haben so die Möglichkeit, ihre Unternehmen zu extrem günstigen Konditionen umzubauen oder unternehmerisch weiterzubringen. Davon wollen wir profitieren“, fasst Florian Dillinger zusammen und schmunzelt: „Ich bin gespannt, wie in sieben Jahren der Vergleich zwischen uns und der Yale-Stiftung ausfallen wird. Weil wir mit Abschlag einkaufen, sollten wir eigentlich sogar noch mehr Rendite gemacht haben.“ □

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