



### Marble House SL Capital Mid Market Plus Fund

Die vorliegende AIF-Emission bietet einen exklusiven Zugang zu europäischen Mittelstandsunternehmen. Der Investitionsfokus liegt auf primären Zielfondsanteilen und Co-Investments. Das Zielportfeuille wird thematisch und geographisch (Europa und USA) breit diversifiziert. Das Chancen-Risiko-Profil überzeugt, da die eingebundenen Partner nachweislich etabliert sind und hochprofessionell arbeiten.



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

#### Die Anbieterin

Die eigentümergeführte MHC Marble House Capital AG, Hamburg, wurde 2005 gegründet und ist auf den Bereich Private-Equity-Investments spezialisiert. Seit Juni 2014 verfügt Marble House Capital über die Lizenz, als eigenständige KVG zu arbeiten. Marble House Capital ist damit einer der wenigen in Deutschland voll regulierten und auf Private Equity spezialisierten Fondsmanager („Alternative Investment Fund Manager“/AIFM) für Publikums- und Spezialfonds. Neben den emittierten Eigenfonds verwaltet die KVG 3 Fremdfonds auf Mandatsbasis.

Die beiden Entscheidungsträger Roderich Widenmann und Claus Kühn verfügen zusammen über eine mehr als 35-jährige Expertise im PE-Geschäft, im Portfeuille- und Risikomanagement und in der Konzeption und dem Vertrieb geschlossener PE-Fonds (rund 35 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. Neben dem Publikums-geschäft hat sich Marble House als Produktschmiede für Banken und Spezialvertriebe etabliert. Unter dem Namen Marble House Capital wurden seit 2007 zwischenzeitlich 12 Fonds emittiert,

alle im Bereich Private Equity. Insgesamt wurde ein Eigenkapitalvolumen von rund €278 Mio. von 2.805 Anlegern plazierte. 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 6 Privatplatzierungen (Mindestzeichnungssumme über €200.000) an der vergleichsweise hohen Mindestanlagesumme von €20.000 beim aktuellen Publikumsfonds. Der Vertrieb der Anteile erfolgt in erster Linie über Privatbanken und sorgfältig ausgewählte und geschulte Berater. Marble House Capital kommuniziert sehr zurückhaltend, gleichzeitig aber professionell und zuverlässig.

Mit dem Investment-Berater der KGV, SL Capital Partners, Edinburgh, wurde eine

umfassende Kooperation auf Mandatsbasis geschlossen, die beiderseits weitreichende Synergien schaffen soll: SL Capital, gegründet 1998, ist Teil von Aberdeen Standard Investments. Mit aktuell mehr als €19 Mrd. verwaltetem Vermögen zählt die Gruppe zu einem der weltweit größten Investoren im Unternehmensbeteiligungsmarkt. SL Capital, beaufsichtigt durch die britische FCA, ist auf europäische Mittelstandsinvestitionen spezialisiert. Das Unternehmen beschäftigt aktuell 59 Mitarbeiter. Das in US-PE-Fonds investierte Vermögen liegt bei rund USD 435 Mio., somit liegt auch eine für den Zielmarkt USA notwendige Expertise vor. Marble House Capital bietet einen Zugang zu einer 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 zeitnah mit allen relevanten Informationen.

**Stärken |** Etablierter und spezialisierter Nischenanbieter mit sehr gut vernetzten Entscheidungsträgern. Positive und umfangreiche Leistungshistorie.

#### Der Markt

„Europäische und nordamerikanische Mittelstandsunternehmen“ ist ein naturgemäß sehr weiter Begriff. Der Fonds engt thematisch nicht weiter ein, sondern definiert die möglichen Zielunternehmen (un-

„Der Vertrieb der Anteile erfolgt in erster Linie über Privatbanken und sorgfältig ausgewählte und geschulte Berater. Marble House Capital kommuniziert sehr zurückhaltend, gleichzeitig aber professionell und zuverlässig.“

wie mittelbar) alleine über die Umsatzgröße (zwischen €5 Mio. und €2 Mrd.).

Für einen institutionellen Investor mit einer gefüllten Kasse ergeben sich in der aktuellen wirtschaftlichen Situation in Europa (und den USA) exzellente Investitionschancen: Dank der jahrelangen Null-Prozent-Politik der Zentralbanken sind Unternehmen tendenziell eher überschuldet. Vor dem Hintergrund zwangsläufig wieder steigender Refinanzierungszinsen ergibt sich für jene Unternehmen die essentielle Notwendigkeit, sich auf dem privaten Sektor Eigenkapital zu beschaffen, ehe sie von den finanzierenden Banken ausgeblutet werden. Parallel dazu wurden EU-weit dank unterschiedlicher Regulierungspakete die Finanzierungsfiler bankenseits massiv verändert, so daß die Finanzierungspolitik deutlich restriktiver ist als noch vor wenigen Jahren. Neues Geld von einer Bank zu erhalten ist für mittelständische Unternehmen sehr zeit-, nerven- und kostenaufwendig. Laufende Kredite werden, dank der veränderten Finanzierungsrichtlinien, gerne nicht mehr verlängert. Dazu kommt noch ein politisch und wirtschaftlich sehr volatiles Umfeld, das restriktive Financiers, wie Banken es inzwischen sind, aus dem Rennen wirft. Bleibt für Unternehmen nur der private oder institutionelle Finanzierungsweg. Logischerweise boomt der Markt der Unternehmensanleihen, ebenso zieht die Anzahl an Börsenemissionen wieder massiv an (wie bereits vor rund 20 Jahren, vor

dem Zusammenbruch des sogenannten „Neuen Marktes“).

Beherrscht ein institutioneller (oder großer privater) Investor sein Metier und kann Unternehmen entsprechend prüfen, steht er vor der Wahl, sich die Rosinen herauspicken. Er steht nur im Wettbewerb mit einer Masse weiterer Investoren, die die gleichen Investitionsperlen suchen.

Für die USA gilt, daß der hierzulande auch so verrufene Präsident es geschafft hat, eine Vielzahl seiner Wahlversprechen umzusetzen. Die USA erleben derzeit ein massives Wirtschaftswachstum und eine historisch niedrige Arbeitslosenquote. Zahlreiche Industriezweige, die von den Vorgängerregierungen blockiert wurden, erleben einen neuen nachhaltigen Aufschwung. Als Beispiel sei hier die Erdölförderindustrie genannt. Gleichzeitig sehen sich die USA mit ausgeprägten Kreditblasen konfrontiert, die auf die Finanzierungsregularien der Banken abfärben.

Für Investoren gilt in diesem Umfeld, daß es sehr viele sehr spannende Investitionsmöglichkeiten gibt. Auch hier liegt die Herausforderung in der Auswahl der richtigen Zielinvestments.

Leistet 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-Profiles deutlich an. Vor dem

Hintergrund der massiven europaweiten Umbrüche und verschärfter internationaler bankaufsichtlicher Regularien ergeben sich zahlreiche attraktive Investitionsmöglichkeiten. Ziel für den vorliegenden Fonds 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.

**Stärken** | Sehr volatile Zielmärkte mit sehr attraktiven Investitionschancen. Breite thematische und geographische Streuung ermöglicht ein überzeugendes Risikoprofil. Co-Investments verstärken die mögliche Wertentwicklung.

### Die Investitionsparameter

Die Investitionsvorgaben sind sehr allgemein gehalten, dank des sehr weiten möglichen Zielmarktes „europäische (rund 70%) und nordamerikanische Mittelstandsunternehmen“. Dabei sollen Investments mittelbar über Zielfonds oder direkt über eine Co-Investorenstrategie erfolgen. 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 ausgewählt. Um Zugang zu möglichst hochklassigen Zielfonds zu haben, definiert der Partner SL Capital laufend gewünschte Zielfondsmanager, um bereits im Vorfeld einer möglichen Investition eine laufende Kommunikation zu etablieren. Entsprechend vereinfacht ist dann ein möglicher Zugang bei einer Auflage eines neuen Fondsprogramms, für das üblicherweise eine Vielzahl potentieller institutioneller Investoren sprichwörtlich Schlange steht.

Klassischerweise erfolgt im Bereich Co-Investment eine Auswahl unter anderem nach folgenden Parametern: Das mögliche Zielunternehmen muß eine starke Marktposition aufweisen mit überproportionalem Wachstumspotential, verbunden mit einer hohen Innovationskraft (meist werden mehrere Patente gehalten). Eine Investition muß ein massives Unternehmenswachstum ermöglichen, dient also als Wachstumsfinanzierung.

Der Auswahlprozeß von SL Capital Partners fußt auf einem exzellenten etablierten Netzwerk, einer Vielzahl von getätigten Investitionen in diesem Sektor sowie der Kompetenz der eigenen Mitarbeiter. Anleger müssen auf die Kompetenz von SL Capital und Marble House Capital vertrauen, mit ihren Prüfprozessen attraktive

**„Die USA erleben derzeit ein massives Wirtschaftswachstum und eine historisch niedrige Arbeitslosenquote. Zahlreiche Industriezweige, die von den Vorgängerregierungen blockiert wurden, erleben einen neuen nachhaltigen Aufschwung. Als Beispiel sei hier die Erdölförderindustrie genannt.“**

Zielfonds und Direktinvestments zu definieren und anbinden zu können. Dank der Historie der beiden Unternehmen sollte dies im aktuellen Marktumfeld problemlos möglich sein.

Das Fondskapital wird ausschließlich in Primäranteile von PE-Fonds und Co-Investments investiert. Unter dem Strich ergibt sich für das Gesamtportefeuille damit ein überzeugendes Risiko-Chancen-Profil: Primäranteile bieten, bei einer professionellen Auswahl und einer laufenden aktiven Betreuung, die Möglichkeit auf sehr hohe Renditen. 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. Co-Investments weisen in der Regel eine kürzere Laufzeit auf und können somit für schnellere Rückflüsse sorgen. Für das Gesamtportefeuille ergibt sich eine gute Mischung aus unterschiedlichen Währungsanteilen, einer breiten geographischen und thematischen Diversifikation sowie unterschiedlichen Laufzeiten.

**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

SL Capital Partners, der Anlageberater, wurde in seinen Ursprüngen 1998 gegründet und ging 2017 aus der Fusion von Standard Life Investments und Aberdeen Asset Management hervor.

SL Capital verwaltet, laut eigener Internetpräsenz, über €19 Mrd. und ist in mittelständischen Fonds und Unternehmen in Europa und Nordamerika investiert. SL Capital hat für sich vier Investitionsfelder entwickelt: klassische PE-Investitionen als Primärinvestments, als Zweitmarktanteile und als direkte Co-Investments; Infrastruktur als Direktinvestments und Zeitmarktanteile; strategische private Darlehensinvestments über Primärfonds und Mezzaninefinanzierungen für mittelständische Unternehmen. Als Co-Investor, der stets auch eigenes Kapital investiert, war SL Capital Ende 2016 mit über €1,3 Mrd. investiert, 58 Direktbeteiligungen an Zielunternehmen waren zu jenem Zeitpunkt komplett abgewickelt. Über die Rendite dieser Investments liegen keine Aussagen vor.

**„Co-Investments weisen in der Regel eine kürzere Laufzeit auf und können somit für schnellere Rückflüsse sorgen. Für das Gesamtportefeuille ergibt sich eine gute Mischung aus unterschiedlichen Währungsanteilen, einer breiten geographischen und thematischen Diversifikation sowie unterschiedlichen Laufzeiten.“**

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

## Das Konzept

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

Der Investment-Berater, die schottische SL Capital Partners, ist ein etablierter Spezialist mit Zugang zu hochkarätigen Zielinvestments. Er kann eine langjährige positive Historie vorweisen, ein exzellentes Netzwerk und bewährte Prüfmechanismen. Die geplante Fondslaufzeit liegt bei mindestens 10 Jahren, innerhalb dieser Zeitdauer sind mehrere Investitionszyklen möglich und 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 früheren Emissionen wird die Gewinnschwelle

nicht mehr nach der IRR-Methode auf das investierte Kapital, sondern eine durchschnittliche Verzinsung auf die Kapitaleinlage für die gesamte Laufzeit für den Anleger berechnet. Die Anbieterbeteiligung liegt bei akzeptablen 15%, andere Anbieter arbeiten hier mit höheren Beteiligungsquoten. Ich halte das aktuelle Fondskonzept für konservativ, die Anbieterbeteiligung fällt marktüblich aus.

Wie inzwischen üblich, 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 Steuerberatungsgebühren 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.

Die Gewinnvorgaben der Zielinvestments erscheinen aus heutiger Sicht konservativ; der Investment-Berater verfügt über einen sehr guten Zugang zu den Zielmärkten und eine umfangreiche Leistungshistorie. Die inzwischen über 10jährige Erfahrung von Marble House Capital auch in schwierigen Märkten rundet das Konzept gelungen ab.

„Der etablierte Investmentpartner verfügt nachweislich über einen guten Zugang zu attraktiven Zielinvestments, Marble House Capital verfügt über die Professionalität und die Expertise, aus den angebotenen Zielinvestments ein überzeugendes Portefeuille zusammenzustellen. Insgesamt ergibt sich so ein überzeugendes Chancen-Risiko-Verhältnis, das Angebot eignet sich damit gut zur Beimischung.“

Sollten einzelne Zielfonds wider Erwarten die prognostizierten Renditen nicht erwirtschaften, würde das Gesamtportefeuille nur über die Durchschnittsrendite infiziert werden. Die Weichkosten liegen bei bis zu 14% (incl. Agio). Die anfängliche Investitionsquote fällt mit rund 91% (incl. Agio) bereits hoch aus. Über die Laufzeit soll die Investitionsquote auf bis zu maximal 100% des Zeichnungskapitals ansteigen. Zum Vergleich: Bei den ersten beiden von Marble House Capital verwalteten Publikumsfonds liegt die Quote aktuell bei 97% bzw. 97,5%.

Durch den Fokus auf Primärfonds 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 Primärfonds

und Co-Investments sehr gutes Risiko-Chancen-Profil.

## Die Zielgruppe

Investitionen in Mittelstandsunternehmen in Europa und den USA sind thematisch nachvollziehbar und können sehr lukrativ sein. Mit einer überdurchschnittlich hohen Mindestzeichnungssumme von €20.000 spricht Marble House Capital eine erfahrene Anlegerschicht an. Der Fonds ist sauber konzipiert, die Kostenstruktur gut. Der etablierte Investmentpartner verfügt nachweislich über einen guten Zugang zu attraktiven Zielinvestments, Marble House Capital verfügt über die Professionalität und die Expertise, aus den angebotenen Zielinvestments ein überzeugendes Portefeuille zusammenzustellen. Insgesamt ergibt sich so ein überzeugendes Chancen-Risiko-Verhältnis, das Angebot eignet sich damit gut zur Beimischung.

## Summa summarum

*Halte ich das Angebot „SL Capital Mid Market Plus Fund“ der MHC Marble House Capital AG, Hamburg, für ausgezeichnet. Das Konzept steht in der Tradition der positiv verlaufenden Vorgängerfonds. Der Investment-Berater arbeitet professionell und verfügt über einen etablierten Zugang zu den Zielmärkten. Das Chancen-Risiko-Profil überzeugt. In meinen Augen verdient die Emission eine Bewertung mit „ausgezeichnet“ (1).* ■

## Zahlen und Fakten

<b>Investitionsobjekte</b>	10 bis 20 Zielfonds, 5 bis 10 Portefeuilleunternehmen (Co-Investments)
<b>Anlagefokus</b>	Unternehmen aus dem europäischen und nordamerikanischen Mittelstand
<b>Steuerliche Einordnung</b>	Einkünfte aus Gewerbebetrieb
<b>Mindestzeichnungssumme</b>	€ 20.000 zzgl. 5 % Agio, ab € 200.000 zzgl. 3 % Agio
<b>Fondslaufzeit</b>	bis zum 31. 12. 2029 zzgl. Verlängerungsoptionen 2mal 2 Jahre
<b>Emissionskapital</b>	€ 20 Mio. zzgl. 5 % Agio
<b>Mindestkapital</b>	nein
<b>Plazierungsfrist</b>	bis zum 30. 06. 2019, maximale Verlängerung um bis zu 6 Monate
<b>Fremdfinanzierung</b>	nein, nicht auf Fondsebene
<b>Ergebnisverteilung</b>	4 % p. a. Vorzugsausschüttung für Anleger, Rest wird 85:15 verteilt auf Anleger und KVG
<b>Weichkosten</b>	14 % incl. Agio, 1,75 % p. a.
<b>Investitionsquote</b>	91 % incl. Agio, steigend auf bis zu 100% (geplant)
<b>Investment Advisor</b>	SL Capital Partners, Edinburgh
<b>Plazierungsgarant</b>	nein, aber kein Rückabwicklungsrisiko
<b>Treuhandkommanditistin</b>	Proba Private Equity Services GmbH, Hamburg
<b>Kapitalverwaltungsgesellschaft</b>	MHC Marble House Capital AG, Hamburg
<b>Verwahrstelle</b>	The Bank of New York Mellon (BNY Mellon), Frankfurt a. M.
<b>Alleinstellungsmerkmale</b>	Fokus auf PE-Fonds und Co-Investments aus dem Zielmarkt europäischer und nordamerikanischer Mittelstandsunternehmen. Aktuell 3 KAGB-konforme Publikumsfonds mit Anlagefokus PE in der Plazierungsphase.