

Beteiligungen

HIDDEN CHAMPIONS AUF DEM ZWEITMARKT FÜR SACHWERTINVESTMENTS

Von Jörg Neidhart, Secundus Advisory GmbH

Der Zweitmarkt für Sachwertinvestments ist mit rund 5.500 handelbaren geschlossenen Fonds und einem investierten Volumen von mehr als EUR 250 Mrd. kein kleiner Markt. Und dennoch steht er heute abseits des Rampenlichts. Das ist zum einen dem besonderen Charakter der Sachwertbeteiligungen mit ihrer langfristigen Ausrichtung und nicht auf den Handel ausgelegten Gestaltung zuzuschreiben. Zum anderen den Folgen der Finanz- und der Schifffahrtskrise, die nicht wenige Fonds medienwirksam scheitern ließen.

Doch wer die einzelnen Beteiligungen der verschiedenen Assetklassen Immobilien, Schiffe, Flugzeuge, Erneuerbare Energien und Private Equity/Infrastruktur genauer betrachtet und einer eingehenden Analyse wesentlicher Parameter unterzieht, der wird feststellen, dass es hier wahre „Hidden Champions“ gibt.

Nehmen wir zum Beispiel Schiffsbeteiligungen, die viele Berater heute nur noch mit der Kneifzange anfassen wollen, nachdem sie viele Jahre die Verkaufsschlager auf dem deutschen KG-Markt waren. Die Aussichten waren über viele Jahre gut, die Ergebnisse konnten zunächst die Erwartungen auch bestätigen. Was dann kam, ist hinlänglich bekannt: Überkapazitäten, volle Orderbücher, zu optimistisch kalkulierte Projekte und die große Krise. Erfahrene Investoren beobachteten jedoch seit Monaten steigende Notierungen am Zweitmarkt und identifizieren immer wieder Investitionsgelegenheiten.

Für Investoren ist es extrem wichtig zu verstehen, dass hier nicht ganze Schiffe gekauft, sondern Anteile am Eigenkapital erworben werden. Ein Schiff, das mit 40 % Eigenkapital und 60 % Fremdkapital finanziert wurde, darf nach seiner Entschuldung ruhig 50 % an Wert verlieren. Denn die 50 % Restwert entsprechen nach Entschuldung noch immer 125 % des seinerzeit investierten Eigenkapitals. Eine Halbierung des Schiffswertes würde entsprechend kein überragendes, aber doch in Zeiten von Negativzinsen zumindest solides Investment bedeuten. Besonders spannend wird es, wenn man einen Anteil am Eigenkapital zwei Jahre vor Verkauf des Schiffes mit einem Abschlag am Zweitmarkt kauft. Hier sind gut kalkulierbare zweistellige Renditen möglich – in nur zwei Jahren!



Jörg Neidhart ist Geschäftsführer der Secundus Advisory GmbH

Das Beispiel zeigt: Die Relationen von Schiffswert, Entschuldungsgrad, dem seinerzeit eingesetzten Eigenkapital und dem Kaufpreis bestimmen den Erfolg des Investors.

Schrottpreis als untere Absicherung

Die Kalkulation ist meist ähnlich: Neben dem Eigenkapital der Gesellschafter wurde Fremdkapital aufgenommen, welches über 12 bis 15 Jahre zurückgeführt werden sollte. Das hängt in erster Linie von der Höhe und vor allem der Laufzeit der vereinbarten Charter ab. Die Nutzungsdauer eines Schiffes kann mit etwa 20 Jahren kalkuliert werden. Der Schiffswert wird am Ende nicht mehr als den Schrottwert bringen. Der Marktwert sinkt also tendenziell im Alter, auch durch die Konkurrenz immer besserer und sparsamerer Neubauten. Der Schrottpreis kann demnach als untere Absicherung des Schiffswertes angesehen werden.

Im Wesentlichen gibt es drei Szenarien: Im ersten Szenario kann eine sehr langfristige Charterdauer zur vollständigen Entschuldung des Schiffes während der Erstcharter führen. Die Bonität des Charterers vorausgesetzt, kann ein im Jahr 2008 für 15 Jahre geschlossener Chartervertrag bis 2023 Überschüsse von 6 - 8 % p.a. des Nominals erwirtschaften – bei zeitgleicher Entschuldung. Solange die Schiffe nicht entschuldet sind, kann eine erneute Krise allerdings zu Problemen

führen. Ebenso liegt die 2008 vereinbarte Charrate oftmais (weit) über dem aktuellen Marktniveau. Fällt der Charterer aus, lässt sich unter Umständen keine adäquate Marktbeschäftigung finden. Ein weiteres Risiko: Die Schiffswerte liegen weit unter den ursprünglichen Kaufpreisen bei Fondsaufgabe. Und dennoch überwiegen oftmais die Chancen. Zweitmarktkäufer können hier teilweise zu Kursen von 65 - 70 % der Nominalwerte Anteile ankaufen und erhalten damit etwa 10 % Auszahlung zum Nominal pro Jahr. Für den Zweitmarktinvestor sind das etwa 15 % bezogen auf das investierte Kapital. Das ist sehr viel im Vergleich zu anderen Investitionen. Anteile dieser Fonds sind aktuell äußerst gefragt am Markt. Das Spannungsfeld aus Schiffswert, Ist-Charter, Markt-Charter, Bonität des Charterers, Schrottwert und Verschuldungsgrad sollte man Profis überlassen, denn ansonsten drohen böse Überraschungen.

Schnelle Entschuldung entscheidend

Im zweiten Szenario konnten gute Management-Teams selbst Schiffe mit einer kürzeren Charterlaufzeit entschulden, allerdings wurden dafür oftmais Auszahlungen an Eigenkapitalgeber ausgesetzt. Den Zweitmarktkäufer berührt das nicht. Ein Vorteil gegenüber dem ersten Szenario: Es ist keine Bank mehr im Boot. Allerdings ist die Einnahmesituation oft nicht gesichert, sodass viele dieser Schiffe nur die Schiffsbetriebskosten einfahren können. Bei einem entschuldeten Post-Panamax-Schiff genügen unter Umständen bereits USD 8.000 pro Tag, um die Kosten zu decken. Bei USD 10.000 pro Tag könnten somit Gewinne von etwa USD 720.000 bei 360 Einsatztagen eingefahren werden. Bei einem Eigenkapital von USD 20 Mio. wären das etwa 3,6 % des Nominals. Ein Kaufpreis von 30 % bescherte also dem Investor am Zweitmarkt eine Auszahlung von 12 % pro Jahr. Eine gute Rendite – solange die Raten konstant bleiben. Schon leicht sinkende Raten lassen keine Überschüsse mehr zu. Hier ist das Downside durch die Entschuldung allerdings begrenzt und im Fall des Falles bleibt der Schrottwert des Schiffes.

Einige Schiffe werden so atemberaubende Auszahlungen von 25 - 30 % des Zweitmarkt-Kaufkurses pro Jahr leisten können – weil die Kaufkurse nur bei 20 % des Eigenkapitals lagen, die Schiffe aber 4 - 5 % des Nominals auszahlen. Doch für die weitere Entwicklung ist insbesondere die Anschlusscharter wichtig.

Ebenfalls attraktiv ist das dritte Szenario mit Schiffen, die kurz vor der 20 Jahres-Dockung stehen. Eine kostenintensive Generalüberholung der Schiffe dürfte sich nur noch in den seltensten Fällen lohnen – egal, ob Bulk-, Tank- oder Containerschiff. Käufer am Zweitmarkt kaufen hier in der Regel relativ

kurze Restlaufzeiten bis zur Verschrottung. Der Kaufpreis wird oftmais nicht mehr am Markt oder einer möglichen Anschlusscharter, sondern ausschließlich am Schrottwert ausgelegt. Hier fanden in den letzten Monaten einige Transaktionen statt, die dem Käufer eine zweistellige Rendite bescheren können, solange es zu keinen größeren Abweichungen beim Stahlpreis und/oder dem Wechselkurs EUR/USD kommt.

Beteiligung an laufenden Fonds mit günstigen Kaufpreiskriterien

Bei Immobilienfonds bieten Zweitmarkt-Investitionen die Chance, voll vermietete Immobilien in Top-Lagen und an guten Standorten mit einem nachweislich stabilen Cash-Flow zu erwerben, die so auf dem aktuellen Beteiligungsmarkt und auch als Direktinvestment derzeit nicht zur Verfügung stehen. Wer hier zu günstigen Kaufpreisen auf dem Zweitmarkt einsteigt, beteiligt sich an Fonds, die zu Kaufpreisen von vor zehn oder 15 Jahren investiert haben: Wahre Hidden Champions – nicht zuletzt vor dem aktuellen hohen Preisniveau der Immobilienmärkte. Die Tilgung der vergangenen Jahre verbessert die Situation noch weiter. Und die Herangehensweise ist vergleichbar mit den Schiffen: Es wird das Eigenkapital der Vergangenheit gekauft. Daher sind im Immobilienbereich auch Kaufkurse jenseits der 100 % oftmais noch Schnäppchen, da durch die Entschuldung, den seinerzeit günstigen Kaufpreis bei Emission des Fonds und die gestiegenen Mieten der Innere Wert der Beteiligung deutlich über 100 % liegen kann.

Ähnliche Konstellationen bieten sich auch in den weiteren Anlageklassen Flugzeuge, Private Equity/Infrastruktur und Erneuerbare Energie. Doch der Teufel liegt im Detail: Wer kein Experte ist, sollte bei Zweitmarktinvestitionen professionellen Rat einholen. Zu heterogen sind die Märkte, zu groß auch etwaige Risiken durch Haftungsübernahmen (§ 172.4 HGB etc.) oder in der Analyse der Bilanzen. Wer oder wessen Berater sich jedoch auskennt, Risiken einschätzen kann und über einen guten Marktzugang verfügt, kann im derzeitigen Umfeld und unter Berücksichtigung aller Risiken Renditen von 8 - 12 % p.a. erzielen.

KONTAKT

Secundus Advisory GmbH
Neuer Wall 71
20354 Hamburg
Fon: +49 40 537982880
management@secundus.de
www.secundus-advisory.com