

Pascal Bazzazi/Guido Birkner (Hrsg.)

bAV 2015

Im Spannungsfeld zwischen Regulierung,
Kapitalmärkten und Demographie

Auszug aus dem Buch:

**Investitionen in Private Equity
und Infrastruktur**

Von Detlef Mackewicz

Investitionen in Private Equity und Infrastruktur

Im aktuellen Kapitalmarktumfeld stabile und kalkulierbare Cashflows zu erzielen stellt sich als ein immer komplizierteres Unterfangen heraus. Bieten die beiden Anlageklassen, die Renditestärke und Komplexität in der Anwendung vereinen, einen Lösungsweg?

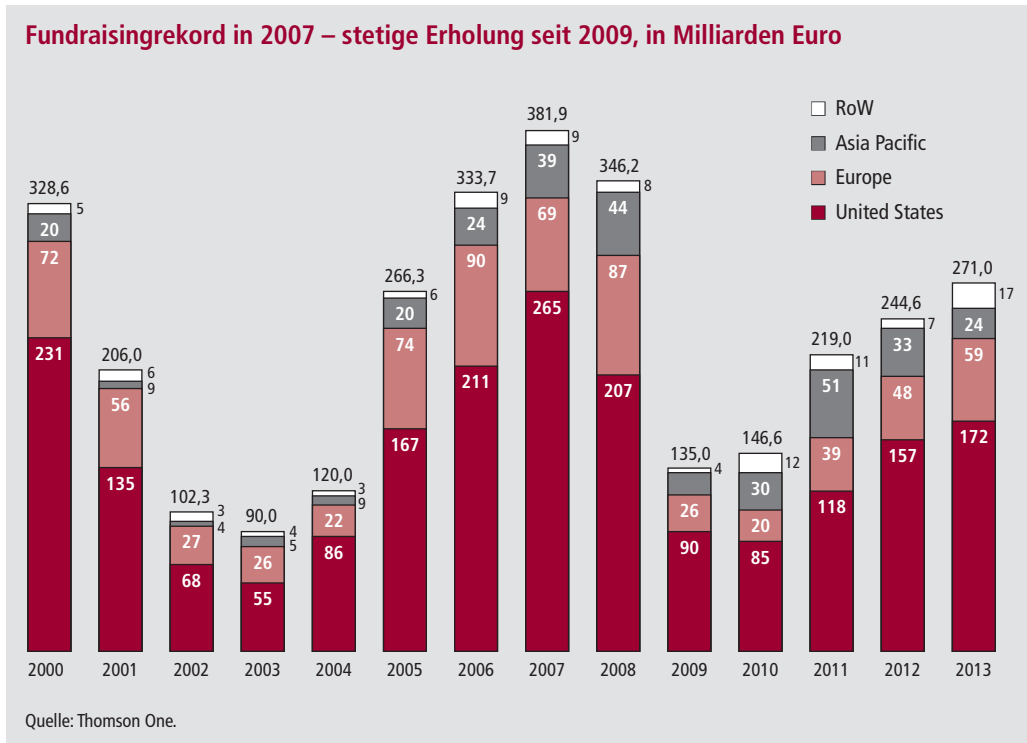
Von Detlef Mackewicz

Institutionelle Investoren beschäftigen sich zunehmend mit neuen, alternativen Anlageklassen, um neue Renditepotenziale zu erschließen und ihre Investitionen breiter zu diversifizieren. Die Anlageklasse Private Equity als Teilsegment der alternativen Investments weist eine gute Rendite-Risiko-Struktur auf, gilt jedoch als komplex und intransparent. Auch Infrastrukturinvestitionen passen aufgrund der zu erwartenden stetigen Ausschüttungen sehr gut in das Anforderungsprofil Institutioneller. Beide Anlageklassen erfordern jedoch ein hohes Maß an Know-how. Und auch aus regulatorischer, investment- und steuerrechtlicher Sicht ist die Umsetzung von diesen Investitionsprogrammen eine Herausforderung.

Private Equity immer noch ein Nischenmarkt

Bestandsaufnahme Wie der Name Private Equity bereits aussagt, wird mit dieser Finanzierungsform Unternehmen, die (meist noch) nicht an einer Börse notiert sind, Eigenkapital zur Verfügung gestellt. Das globale Private-Equity-Volumen weist einen Anteil von weniger als 5 Prozent der Marktkapitalisierung der globalen Börsen aus.¹ Im Jahr 2007 konnten Private-Equity-Fonds weltweit noch etwa 382 Milliarden Euro Kapital einwerben. Im Zuge der Finanzkrise hat sich dieses Volumen in den Folgejahren deutlich reduziert, um 2013 wieder etwa 270 Milliarden Euro zu erreichen. Private-Equity-Fonds aus den USA wird traditionell das meiste Kapital anvertraut. Mit den Banken befindet sich eine Investorengruppe, die in der Vergangenheit zu den bedeutendsten Investoren gehört hat, im Begriff, sich aus regulatorischen

¹ McKinsey & Company.



Gründen aus der Anlageklasse zurückzuziehen. Die Fundraisingbemühungen der Private-Equity-Fonds werden durch den Rückzug der Banken deutlich erschwert – die Performance der Private-Equity-Fonds dürfte davon allerdings profitieren.

Während ein Investor am privaten Kapitalmarkt als Miteigentümer des Unternehmens Zugang zu allen wichtigen Informationen hat und er seine Einflussrechte aktiv wahrnehmen kann, verfügt ein Investor in öffentlich gehandelte Aktien lediglich über die regulatorisch vorgeschriebenen Informationen.

Damit sind Auswirkungen auf das Verhalten der Investoren verbunden, erstrecken sich die Handlungsmöglichkeiten der Aktionäre von börsennotierten Unternehmen doch in den meisten Fällen auf die Kauf- und Verkaufsentscheidung der Aktie. Eigentümern privater Unternehmen ist es dagegen möglich, aktiv auf die Strategie des Unternehmens Einfluss zu nehmen und in Aufsichts- oder Verwaltungsräten mitzuwirken. Durch die bessere Informationseffizienz und die aktive Teilnahme am Unternehmensgeschehen existiert eine

**Vorteile von
Private-Equity-
Investitionen
gegenüber Public-
Equity-Investments**

Fundamentale Unterschiede im Wertschöpfungsprozess zwischen Private Equity und Aktien

Private Equity

- Unternehmensbeteiligungen, die ein aktives Management zulassen (häufig Mehrheitsübernahmen)
- Volle Informationstransparenz
- Interessenkongruenz („Alignment of interest“)
- Moderater Einfluss von Marktschwankungen

▶ Erhöhtes Renditepotenzial über verschiedene Marktzyklen hinweg

Quelle: Mackewicz & Partner.

Aktien

- Kauf- und Verkaufszeitpunkt der Aktien neben Research als einzige Einflussmöglichkeit
- Limitierter und regulierter Informationsfluss
- Principal-Agent-Problematik
- Den Marktschwankungen voll ausgesetzt

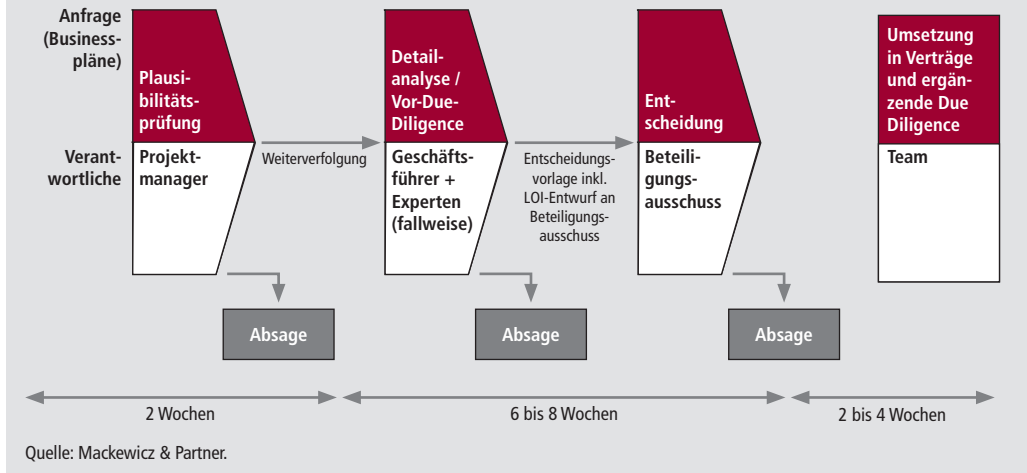
Interessenkongruenz zwischen Investoren und Unternehmen, wodurch der sogenannte Principal-Agent-Konflikt verringert und die Corporate Governance gestärkt werden. Diese Faktoren führen dazu, dass Private-Equity-Investitionen in aller Regel höhere Renditen als Public-Equity-Investitionen erwarten lassen.

Etablierte
Unternehmen
in existierenden
Märkten

Private-Equity-Investitionen finden in sehr unterschiedlichen Situationen und Unternehmensphasen statt. Während im Venture-Capital-Geschäft Innovationen und Märkte, die erst noch am Anfang ihrer Entwicklung stehen, beurteilt werden müssen, sind es im Geschäft mit Buy-outs etablierte Unternehmen in existierenden Märkten oder Spin-offs aus Großunternehmen, die meist ein bedeutendes Restrukturierungspotenzial bergen. Hinzu kommt, dass über Effizienzsteigerungsprogramme meist ein erhebliches Optimierungspotenzial existiert. Die Finanzierung der Unternehmen ermöglicht darüber hinaus oftmals eine Erweiterung der Geschäftstätigkeiten des Unternehmens und stärkt dessen Marktposition. Dadurch ist es den Portfoliounternehmen möglich, sich besser zu entwickeln als der Wettbewerb.

Die Fondsmanager müssen ihre Portfoliounternehmen aus einem Deal-Flow von oft mehreren Hundert Anfragen und Businessplänen, die den Beteiligungsgesellschaften jährlich vorgestellt werden, herausfiltern. Den Investitionsprozess charakterisiert ein sehr selektives,

Hohe Disziplin sowie klare Strukturen bei der Auswahl der Portfoliounternehmen erforderlichlich



systematisches Vorgehen. Von den zahlreichen Anfragen werden in aller Regel nicht mehr als zwei bis drei Beteiligungen pro Jahr abgeschlossen. Die Verantwortlichkeiten für die einzelnen Phasen der Due Diligence, die sich mit dem Unternehmen, den Finanzen, Markt und Wettbewerb beschäftigen, sind klar strukturiert und werden für alle Anfragen nachvollziehbar dokumentiert. Die Due-Diligence-Teams bestehen aus mehreren Investmentmanagern, meist von externen Experten unterstützt.

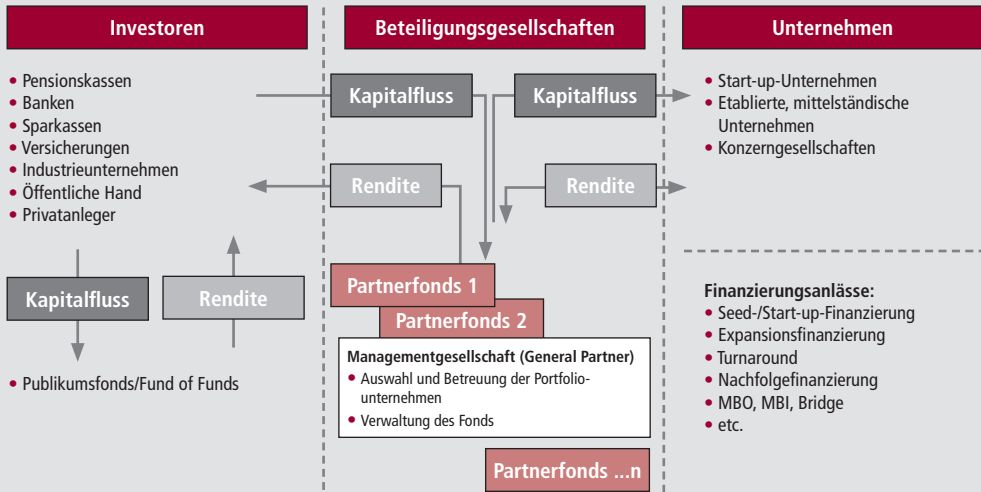
Die Qualifikation und die Zahl der Mitarbeiter in den einzelnen Beteiligungsgesellschaften – Venture bis Buy-out – weichen stark voneinander ab. Es werden jeweils unterschiedliche Kapitalvolumina ausgereicht, und die Leistungsanreize zwischen den einzelnen Typen der Beteiligungsgesellschaften können sehr verschieden sein. Im deutschen Mittelstand sind es überwiegend deutsche Private-Equity-Gesellschaften, die oft mit regionalem Fokus und Kombination aus offenen und stillen Beteiligungen ihre Transaktionen abschließen.

War der typische Investmentmanager angelsächsischer Prägung früher eher ein Investmentbanker mit ausgeprägten M&A-Fähigkeiten und kamen die Returns in der Buy-out-Welt früher hauptsächlich durch ausgeklügeltes Financial Engineering zustande, so muss ein erfolgreicher Private-Equity-Manager heute über ausgeprägte ope-

Operative Fähigkeiten, Netzwerk und Fachwissen gefordert

Managementgesellschaften für die Betreuung der Fonds verantwortlich

Die Managementgesellschaft übernimmt eine Intermediärfunktion.



Quelle: Mackewicz & Partner.

relative Fähigkeiten mit Fachwissen und Netzwerk in den entsprechenden Zielbranchen verfügen, um die Unternehmen im operativen Tagesgeschäft als Sparringspartner auf Erfolgskurs zu führen.

**Werttreiber
mit mittel-
bis langfristigem
Anlagehorizont**

Die Werttreiber bei Private-Equity-Investitionen sind auf einen mittel- bis langfristigen Horizont ausgerichtet, was sich auch in der typischen Laufzeit von meistens zehn Jahren mit einer Option auf Verlängerung um ein bis zwei Jahre eines Private-Equity-Fonds widerspiegelt. Wissenschaftliche Studien, die auf empirischen Daten basieren, zeigen, dass ein Investor nach durchschnittlich sieben Jahren sein eingezahltes Kapital zurückerhält.²

Diese langen Anlagezeiten sind darauf zurückzuführen, dass Private-Equity-Fonds nach ersten Fundraisingserfolgen damit beginnen, Unternehmen zu akquirieren und Entwicklungspotenziale auszuschöpfen. Die Portfoliounternehmen werden intensiv betreut und können sich in den folgenden Jahren weiterentwickeln, um einen höheren Unternehmenswert zu generieren. Die Zielsetzung der Fondsmanager besteht darin, die Portfoliogesellschaften nach vier bis sieben Jahren in der Regel entweder an andere Unternehmen

² T. Weidig, P. Mathonet, „The Risk Profile of Private Equity“.

(Trade Sale) oder andere, meist größere Private-Equity-Fonds (Secondary Buy-outs) zu verkaufen oder am öffentlichen Kapitalmarkt (Initial Public Offering, IPO) zu platzieren.

Die Managementgesellschaften beschäftigen sich mit der Auswahl und der Betreuung der Portfoliounternehmen und verwalten die Fonds. Die Beziehung zwischen dem Investor bei einem Private-Equity-Fonds und der den Fonds verwaltenden Managementgesellschaft ist eine Principal-Agent-Beziehung. Eine Implikation aus dieser Verbindung sind die im Partnership-Agreement geregelten anreizkompatiblen Verträge. Zu deren wichtigsten Bestandteilen gehören die klare Formulierung der Anlagegrundsätze und Bestimmungen zur Gewinnbeteiligung der Managementgesellschaft an der Wertsteigerung des Fonds. Aber auch die Frage, ob und wie die einzelnen Teammitglieder in den Fonds investieren (General-Partner-Contribution) oder die sogenannte Key-Man-Clause – Schlüsselpersonen an die Laufzeit des Fonds binden, zum Beispiel über Ausstiegsklauseln, Wettbewerbsverbote oder Rücktrittsrechte – werden in den Verträgen formuliert. Das erfolgreiche Wirken eines Fonds vorausgesetzt, werden üblicherweise Nachfolgefonds aufgelegt, so dass eine Managementgesellschaft oftmals mehrere Fonds verwaltet.

Anreizkompatible
Verträge

Die Managementgesellschaft erhält für ihre Leistungen eine jährliche Managementgebühr, die, abhängig von Art und Größe des Fonds, zwischen 1 und 2,5 Prozent des von den Investoren gezeichneten Fondskapitals (Committed Capital) beträgt. Die Management-Fee ist eine fixe Vergütung und wird unabhängig von der tatsächlich realisierten Performance des Fonds gezahlt. Sie reduziert sich häufig in der zweiten Hälfte der Fondslaufzeit, weil das Management in dieser Zeit mit der weniger zeitintensiven Abwicklung des Portfolios beschäftigt ist und sich in aller Regel bereits einem Nachfolgefonds widmet.

Nach Ablauf der Fondslaufzeit von mindestens zehn Jahren sollte sich der Fonds von allen Portfoliounternehmen getrennt haben. Der Gewinn wird meist nach der 80:20-Regel verteilt, wobei die Investoren 80 Prozent und die Managementgesellschaft 20 Prozent erhalten. Dieser Carried Interest wird oft unter allen Schlüsselmitarbeitern einer Beteiligungsgesellschaft aufgeteilt und stellt für die Manager des Fonds eine große Motivation dar. Der sogenannte Was-

Investitionen in mehrere Fonds mit sehr geringen Ausfallrisiken verbunden

	Direktbeteiligungen an einzelnen Unternehmen	Investition in einen Zielfonds	Investition in einen Pool von Zielfonds
Zahl der Unternehmen im Portfolio	1 bis 5	5 bis 15	ca. 300
Diversifikationsgrad	geringe Streuung klein	mittel	hoch
Renditepotential	sehr hoch	hoch	hoch
Erforderlicher Aufwand bzw. erf. Know-how für den Investor	sehr hoch	hoch	gering

Quelle: Mackewicz & Partner.

serfall der Ausschüttungen sieht im Allgemeinen vor, dass die Investoren zunächst ihr eingesetztes Kapital zurückerhalten. Danach hat sich mit der sogenannten Hurdle-Rate (Preferred Return) eine Vorabverzinsung von meist 8 Prozent p. a. auf das eingezahlte Kapital des Investors im Markt etabliert. Im vorher erwähnten Wasserfall der Ausschüttungen bekommt der Fondsmanager (GP) dann auf alle weiteren Kapitalgewinne (Capital-Gains) seinen Carried Interest ausgezahlt (Catch-up-Clause). Dabei wird angestrebt, die Erlösverteilung ex post so zu strukturieren, als seien die Gewinne mit Rückzahlung des investierten Kapitals bereits nach der 80:20-Regel aufgeteilt worden. Um zu vermeiden, dass eine Überausschüttung an das Management erfolgt, existiert zudem regelmäßig eine Claw-back-Clause, nach der das Management zu viel erhaltene Ausschüttungen an die Investoren zurückzahlen muss.

No-Divorce-Klausel

Weiterhin wird darauf geachtet, dass das Management über die gesamte Laufzeit des Fonds an diesen gebunden ist und beim vorzeitigen Ausscheiden nicht oder nur anteilmäßig am Carry beteiligt wird (Vesting Period). Zunehmend hat sich die No-Fault-Divorce-Klausel verbreitet. Investoren wird damit das Recht zugebilligt, die Geschäftsführung eines Fonds abberufen zu können. In der Praxis hat sich die Klausel als sehr wichtig erwiesen, nachdem eine Vielzahl von Distressed Funds auf Wunsch der Investoren auf andere Managementgesellschaften übertragen wurden. Einzelne Investoren versuchen in marktschwachen Jahren, attraktivere Konditionen

Das Stiftungsvermögen der Yale University erzielte im Jahr 2013 einen Ertrag von 12,5 Prozent

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ertrag in %	4,5	-24,6	8,9	21,9	4,7	12,5

Asset Allokation in %:

Absolute Return	25,1	24,3	21,0	17,5	14,5	17,8
US-Aktien	10,1	7,5	7,0	6,7	5,8	5,9
Fixed Income	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	4,9
Aktien (Ausland)	15,2	9,8	9,9	9,0	7,8	9,8
Natural Resources	10,4	11,5	8,8	8,7	8,3	7,9
Private Equity	20,2	24,3	30,3	35,1	35,3	32,0
Real Asset	18,9	20,6	18,7	20,2	21,7	20,2
Barbestand	-3,9	-1,9	0,4	-1,1	2,7	1,6

Stetige Steigerung des PE-Anteils von 18,7% in 2007 auf 32% in 2013

Quelle: Geschäftsbericht „The Yale Endowment 2013“.

(Terms & Conditions) durchzusetzen. Generell besteht bei sinkenden Renditeerwartungen der Trend zu einer geringeren fixen und höheren erfolgsorientierten Vergütung auf der Ebene des Fondsmanagements.

Die Ausgestaltung der Vertragsklauseln und Konditionen ist für den Investor in Private-Equity-Fonds zwar ein aufwendiger und komplexer Prozess, aber von elementarer Bedeutung vor dem Hintergrund der Absicherung seiner Fonds-Investments. Oft wird seitens der Investoren eine fehlende Standardisierung bemängelt. Die Komplexität und der Gebrauch spezifischer vertraglicher Vereinbarungen variieren je nach Investitionsvehikel. Im Prinzip kann der Investor für die Ausgestaltung seiner Anlagestrategie zwischen drei Alternativen auswählen.

Nur wenige institutionelle und private Investoren verfügen über die personellen Voraussetzungen für das professionelle Management von Private-Equity-Investments. Der Investor kann sich für die direkte Variante entscheiden, indem er einzelne Unternehmen identifiziert, in die er nach sorgfältiger Prüfung investiert. Alternativ kann er sich

**Vertragsklauseln
und Konditionen**

direkt bei einzelnen Beteiligungsgesellschaften (Fonds) engagieren, oder er investiert in einen Pool von Einzelfonds (Dachfonds). Jede dieser drei Varianten steht für ein unterschiedliches Risikoprofil, erfordert unterschiedliche Ressourcen und Expertise, besitzt aber auch unterschiedliche Renditepotenziale. Die vorher bereits einmal erwähnte Analyse von Weidig/Mathonet belegt übrigens auch, dass ein breitdiversifiziertes Portfolio mit guten Private-Equity-Fonds eine hohe Rendite verspricht und der Verlust auch nur eines Teils des eingesetzten Kapitals weitgehend ausgeschlossen werden kann.

Private Equity stellt in den USA seit 20 Jahren eine zentrale Anlageform für institutionelle Investoren dar.

In den USA, wo die Kapitalmärkte weltweit am weitesten entwickelt sind, ist die Beimischung von Private Equity seit über 20 Jahren ein wichtiger Bestandteil des Anlagespektrums institutioneller Investoren. Die Anlageklasse findet in den Vereinigten Staaten eine breite Akzeptanz in Wirtschaft und Gesellschaft und konnte sich auch deshalb so gut entwickeln, weil über die Jahre hinweg hohe Standards hinsichtlich der Vertragsgestaltung und der Investitionsstrategie in der praktischen Anwendung dieses Finanzierungsinstruments entwickelt wurden. Namhafte amerikanische institutionelle Investoren wie Yale oder der Pensionsfonds Calpers (California Public Employees' Retirement System) sind dafür bekannt, ihre Portfolioallokation auf der Basis ihrer Erkenntnisse aus der langjährigen wissenschaftlichen Kapitalmarktforschung zu entwickeln. So weist die Stiftung der Yale University eine Portfolioallokation auf, die im Vergleich zu der Kapitalanlagestruktur der deutschen Versicherungen einen fast diametral entgegengesetzten Charakter hat.

Die Stiftung, die aktuell knapp 21 Milliarden US-Dollar verwaltet, hatte bereits im Jahr 2008 etwa 19 Prozent ihres Vermögens im Segment Real Assets alloziert. Der Private-Equity-Anteil ist von 16,4 Prozent im Jahr 2006 auf 20,2 Prozent in 2008 bis auf 32 Prozent in 2013 gestiegen. Die Stiftung hat mit dieser Allokation jahrelang Renditen jenseits der 20 Prozent erzielt, im Zuge der Finanzkrise dann aber auch sehr stark gelitten und 2009 erstmals einen herben Verlust von knapp 25 Prozent verkraften müssen.

Neben dem kontinuierlichen Aufbau eines Portfolios und der bestmöglichen Planung der Zahlungsströme gilt aber die Auswahl der Manager und der von diesen verwalteten Zielfonds als ein wichtiger Schlüssel zu langfristig überzeugenden Renditen mit Private-Equity-

Hohe Performance-Unterschiede zwischen den einzelnen Fonds, in %

Pooled IRR 01.01.1990 bis 31.03.2014	US Buyout	EMEA Buyout	US VC	EMEA VC
Erstes Quartil	30,9	31,8	42,8	12,0
Zweites Quartil	14,8	16,0	13,0	6,1
Drittes Quartil	8,6	8,1	2,2	-1,7
Viertes Quartil	0,7	-2,7	-8,6	-9,7

► Es gibt kaum eine andere Anlageklasse, in der die Kluft zwischen den Besten und dem Rest so groß ist wie in der Anlageklasse Private Equity.

Quelle: Thomson One, Nettoerrenditen, kumulierte Returns über ganze Quartile (Berechnung aus 2.237 US-amerikanischen und 1.449 europäischen Buy-out- und Venture-Capital-Fonds).

Programmen. In keiner anderen Anlageklasse sind die Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Fonds so groß wie bei Private Equity. Deshalb sollte der Investor viel Zeit und Mühen für die Auswahl der qualitativ hochwertigsten und vielversprechendsten Fonds aufwenden oder mit Marktexperten zusammenarbeiten, die bei der Selektion der Zielfonds behilflich sein können.

Der Unterschied zwischen den sogenannten Top-Quartile-Fondsmanagern und schlechteren Fondsmanagern fällt über alle Investitionsstile und Regionen erheblich aus. Allerdings kann davon ausgegangen werden, dass die Renditeunterschiede noch wesentlich größer sind, da gerade Fonds mit schlechter Performance ihre Daten häufig nicht melden.

Renditeunterschiede zwischen Top-Quartile-Fondsmanagern und schlechteren Managern

Trotz gewisser Unzulänglichkeiten hat sich die IRR, die Internal Rate of Return als Performancemaß für Private-Equity-Investitionen als internationaler Standard etabliert.

Die IRR ermöglicht die Berechnung einer (theoretischen) mittleren jährlichen Rendite für eine Investition oder Kapitalanlage, bei der unregelmäßige und schwankende Erträge anfallen. In die unrealisierte IRR fließen realisierte Beteiligungsverkäufe sowie bestehende Bewertungen von Portfoliounternehmen der Private-Equity-Fonds mit ein. Problematisch ist dabei die Wertbestimmung der bestehenden Beteiligungen. Auch dass bei dieser Methode davon ausgegan-

gen wird, dass sämtliche Kapitalrückflüsse zum internen Zinssatz (Wiederanlageprämisse) und nicht zum Marktzinssatz (Kapitalwertmethode) wieder angelegt werden, stellt einen Nachteil dieser Berechnungsmethode dar. Dennoch bietet die verwendete pooled IRR die beste und anschaulichste Möglichkeit, die Performance darzustellen und mit anderen Anlageklassen zu vergleichen.

Eine weitverbreitete Art und Weise der Performanceangabe ist auch die Bestimmung von Multiples. Diese umschreiben die Wertentwicklung eines Investments über den gesamten Zeitraum. Aber gerade deswegen sind sie wenig aussagekräftig, weil der entscheidende Faktor Zeit unberücksichtigt bleibt.

DPI-Faktor Der DPI-Faktor (Distributed-to-Paid-in-Capital-Ratio) misst das Verhältnis von Kapitalausschüttungen und Abrufen bei den Investoren. Liegt der DPI-Wert über 1, sind die realisierten Erträge bereits größer als das eingezahlte Kapital. Der RVPI-Multiple (Residual-Value-to-Paid-in-Ratio) setzt den aktuellen Buchwert des Fonds ins Verhältnis zu der Summe der bisher eingezahlten Cashflows und drückt somit aus, welchen Restwert der Fonds im Verhältnis zu den bisherigen Einzahlungen besitzt. Das TVPI-Multiple (Total-Value-to-Paid-in-Capital) stellt die Summe der bereits vorgestellten Faktoren DPI und RVPI dar. Weist der TVPI-Wert eine Zahl über 1 aus, ist die Summe der Kapitalrückzahlungen zuzüglich der Werte der unrealisierten Portfolioinvestments größer als das vom Investor eingezahlte Kapital. Der TVPI ist eine Mischgröße aus realisierten und zu erwartenden Zahlungsströmen. Er kann bereits vor dem Ende der Laufzeit eine Indikation über das Ergebnis des Fonds geben, welches allerdings sehr sensibel gegenüber dem ermittelten Barwert ist, da dieser als fiktiver zu erwartender Zahlungsstrom behandelt wird.

Infrastruktur – Nachfrage größer als das Angebot

Über Investitionen im Segment der Infrastruktur wurde lange viel geredet und geschrieben – und ebenso lange passierte wenig. Doch dann rückte die Erkenntnis in den Mittelpunkt, dass Infrastrukturinvestitionen stabile, langfristig wiederkehrende und gut planbare Erträge bei eher niedrigen Risiken und einer geringen Korrelation

Klassifizierung von Infrastrukturinvestitionen

Finanzierungsart	Risiken/Lebenszyklus
<p>Gebührenfinanziert</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pacht- und Konzessionseinnahmen, die langfristig gesichert sind • Prognostizierbare Renditen <p>Soziale Projekte (öffentliche Hand)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Geringes Renditepotenzial • Kürzere Laufzeiten • Weniger Raum für Effizienzsteigerungen 	<p>Greenfield</p> <ul style="list-style-type: none"> • Projekte, die neu erschlossen werden • Unsichere Ertragswartungen • Potenzial für starkes Wachstum <p>Brownfield</p> <ul style="list-style-type: none"> • Etablierte Anlagen/stabile Erträge • Geringe Risiken
Ertragsentwicklung	Zugang
<p>Inflationsschutz</p> <ul style="list-style-type: none"> • Inflationsgebundene Preisadjustierungen • Relevant für Konsumenten (z. B. Wasserverbraucher/Straßennutzer) und die öffentliche Hand (z. B. Krankenhäuser) <p>Anpassung an die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts</p> <ul style="list-style-type: none"> • z. B. für Energie und Transport relevant 	<ul style="list-style-type: none"> • Private Infrastrukturfonds • Gelistete Infrastrukturfonds • Direktbeteiligungen • Gelistete Unternehmen
Quelle: Mackewicz & Partner.	

zu anderen Anlageklassen aufweisen. Immer häufiger werden Rufe nach einer eigenständigen Anlageklasse laut.

Im Zuge der internationalen Finanzkrise ist die öffentliche Verschuldung in vielen Volkswirtschaften rasant gestiegen. Viele Regierungen sehen sich daher zu schmerzhaften Einschnitten bei den Staatsausgaben im Zuge der Konsolidierung ihrer Haushalte gezwungen. Gleichzeitig besteht jedoch in Bezug auf die Infrastruktur ein hoher Bedarf an Reinvestitionen beziehungsweise Erweiterungsinvestitionen. So schätzt die OECD die jährlich erforderlichen Investitionen in den Bereichen Telekommunikation, Elektrizität und Verkehr in den OECD-Ländern bis zum Jahr 2030 auf 2,5 Prozent des Weltbruttoinlandsproduktes.

Für institutionelle Investoren wie Versorgungswerke, Pensionskassen und Versicherungen eröffnen sich dadurch Einstiegsmöglichkeiten im Infrastruktursektor. Denn diese Investoren befinden sich in einem Dilemma: In dem aktuellen Kapitalmarktumfeld stabile und kalkulierbare Cashflows zu erzielen stellt sich als ein immer komplizierteres Unterfangen heraus. Vor dem Hintergrund niedriger Renditen – für die Titel etwaa soliderer Länder – und hoher Risiken – für die Titel derjenigen Länder mit weniger guten

Einstiegsmöglichkeiten im Infrastruktursektor

Ratings – reduzieren institutionelle Investoren ihre Rentenquote. Anleihen werden zwar auch weiterhin die stärkste Anlageklasse bilden, doch ihr Anteil an den Portfolios institutioneller Investoren ist bereits deutlich gesunken.

Die Finanzierung von Infrastrukturprojekten ist für institutionelle Investoren ein interessantes Betätigungsfeld. Jährliche Renditen von 8 bis 10 Prozent, langfristige und prognostizierbare Cashflows sowie eine geringe Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen bilden gute Argumente. Darüber hinaus erweisen sich Infrastrukturanlagen als weniger anfällig für Konjunkturschwankungen, und aufgrund der meist hohen Baukosten, der langwierigen Genehmigungsverfahren und der staatlichen Kontrollen sind die Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber oft so hoch, dass bestehende Projekte eine langfristige Monopolstellung genießen. Infrastrukturinvestitionen können daher einen Schutz gegenüber Marktvolatilitäten, Inflation und Zinsrisiken bieten. Diese Merkmale machen sie für institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds, aber auch für die oft auf Werterhalt ausgerichteten Family-Offices, sehr attraktiv.

Hoher Spezialisierungsgrad im Markt für Infrastrukturinvestitionen

Der Markt für Infrastrukturinvestitionen weist einen hohen Spezialisierungsgrad auf. Vor dem Hintergrund des sehr heterogenen Charakters von Infrastrukturinvestitionen wird deutlich, dass Infrastruktur nicht als einheitliche Anlageklasse angesehen werden kann. Vielmehr bietet sie eine Vielzahl unterschiedlicher Risikoertragsmöglichkeiten. Investitionen in Infrastruktur weisen durchaus Gemeinsamkeiten mit den bereits existierenden Anlageklassen auf. Gleichzeitig unterscheiden sie sich aber in einigen Punkten deutlich von diesen Anlageklassen.

Infrastrukturprojekte lassen sich grob in vier Gruppen einteilen: Je nach Finanzierungsart, Risiken/Lebenszyklus oder Ertragsentwicklung der einzelnen Projekte sowie Zugang zu jedem einzelnen Investment ergibt sich eine andere Rendite-/Risikostruktur der Investments. Vorhaben, die durch Nutzerentgelt finanziert werden, stehen soziale Projekte gegenüber, die von der öffentlichen Hand getragen werden. Obwohl die soziale Infrastruktur in Europa viele Investoren anzieht, bietet sie nicht das gleiche Renditepotenzial wie gebührenfinanzierte Projekte. Dies liegt vor allem daran, dass Projekte mit sozialem Hintergrund vergleichsweise kürzere

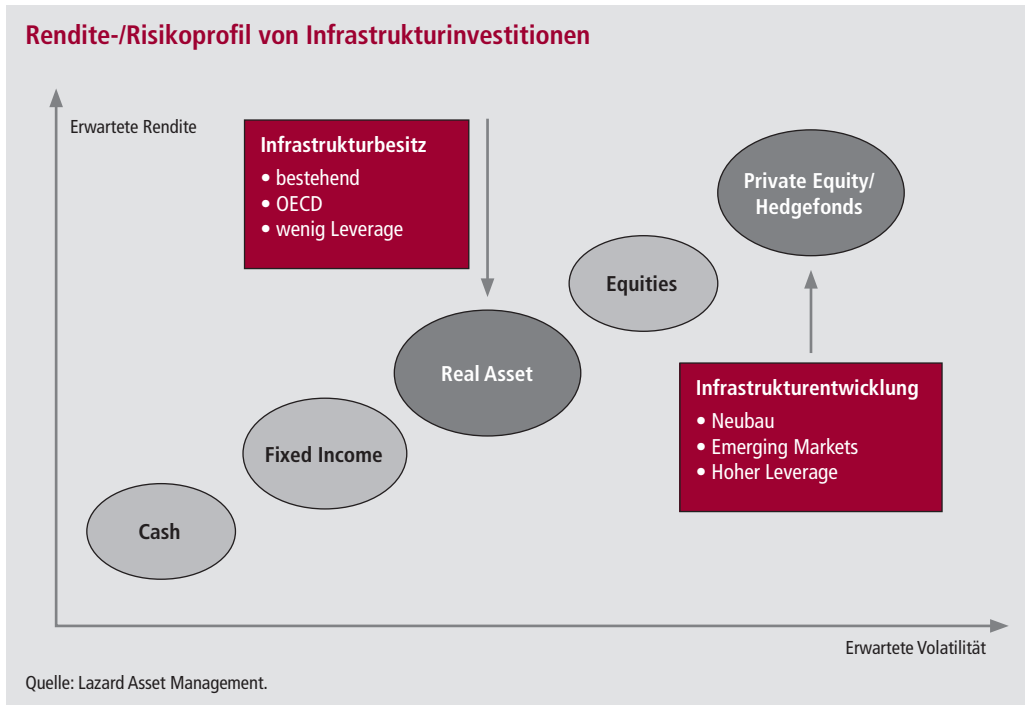
Laufzeiten aufweisen, verbunden mit weniger Raum für Effizienzgewinne, zusätzliche Erträge oder Inflationsschutz. Der Bereich der nutzerfinanzierten Infrastruktur bietet Investoren dagegen Anlagemöglichkeiten mit einer großen Bandbreite von Rendite-/Risiko-kombinationen.

Bei Infrastrukturinvestitionen wird oft auch zwischen „Greenfield“ und „Brownfield“ unterschieden. Bei Greenfield-Investments handelt es sich um Projekte, die erst noch realisiert werden müssen, zum Beispiel der Bau eines neuen Flughafens, einer neuen Mautstraße oder eines neuen Windparks. Zusätzlich zu den operativen Risiken kommen hier also noch die Planungs- und Erstellungsrisiken hinzu. Gleichzeitig versprechen Greenfield-Investments oft auch höhere Renditen, werden die kompletten Assets doch oft gleich weiterveräußert, beispielsweise die Veräußerung von Solarparks an Energieversorger. Auch das Sale-and-Lease-back-Verfahren ist durchaus weit verbreitet und typisch für Krankenhäuser oder Militärstützpunkte, die von Ministerien veräußert und anschließend zurückgeleast werden. Vor dem Hintergrund angespannter Staatsfinanzen kann von einer weiterhin starken Nachfrage nach Greenfield-Projekten ausgegangen werden.

Greenfield oder
Brownfield?

Bei Brownfield-Investments dagegen handelt es sich um existierende, meist sehr etablierte Anlagen, die bereits laufende Erträge erwirtschaften. Mautstraßen können beispielsweise oft den Brownfield-Investments zugeordnet werden. Sie korrespondieren mit geringen Risiken und sind attraktiv für solche Investoren, die anleihen-typische Returns erwarten.

Viele Infrastrukturinvestments bieten eine Art natürlichen Schutz vor hoher Inflation und/oder niedrigem BIP-Wachstum. Ein Inflationsschutz ergibt sich aus vertraglich vereinbarten Möglichkeiten, in regelmäßigen Zeitabständen Preisanpassungen im Einklang mit den Inflationsraten vorzunehmen. Infrastrukturinvestments weisen eine Verbindung zum BIP auf, wenn sich die Umsätze im Gleichlauf mit dem Wachstum der Wirtschaftsleistung entwickeln. So erhöht sich beispielsweise die Nachfrage nach Energielieferungen oder Transportleistungen mit dem Wachstum der Wirtschaftsleistung. Allerdings weisen nicht alle Infrastrukturanlagen eine Verbindung zum BIP auf wie zum Beispiel Wasser oder Krankenhäuser.



Risiken einkalkulieren

Auch bei Infrastrukturinvestments steigen die Risiken proportional zur erwarteten Rendite. Neben den generellen unternehmerischen Risiken des operativen Geschäfts der Projekte sind gerade in vielen Schwellenländern Naturkatastrophen, Währungsschwankungen und die Veränderung der politischen oder rechtlichen Rahmenbedingungen Risiken, die bedacht werden müssen. Darüber hinaus sind auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise Leverage-Risiken zu nennen. Aufgrund ihrer erheblichen Kosten sind Infrastrukturprojekte oft in hohem Maße zusätzlich über Kredite fremdfinanziert. Steigende Zinsen und Risikoprämien können den Kapitalbedarf für die Projekte erhöhen und somit die Rendite der Betreiber empfindlich schmälern. Diesen Risiken kann durch Diversifikation in verschiedene Beteiligungsfonds und Anlageklassen sowie über eine sehr langfristige Investitionsdauer entgegengewirkt werden.

Bisher existiert für die noch junge Anlageklasse Infrastruktur keine etablierte Benchmark. Theoretisch sind Ansätze wie Absolute-Return-Angaben, Inflation plus Aufschläge, Bond-Yields plus Aufschläge, Bond-Indizes, Mischungen aus Equity-, Real-Estate-, Bond-

und Private-Equity-Benchmarks, gelistete Infrastrukturindizes oder Peer-Group-Vergleiche von Infrastrukturfonds denkbar.

Australische Finanzinstitute gelten als die ersten Initiatoren von Infrastrukturfonds und haben gegen Mitte der neunziger Jahre damit begonnen, institutionelle Investoren für diese Fonds einzuwerben. Pensionsfonds aus den USA gelten als die ersten Investoren dieser Fonds. Auch große Pensionsfonds aus Kanada gehören zu den Pionieren. Seit 2005 haben sich dann auch meist größere europäische Pensionsfonds engagiert, wobei die Niederlande zu den Vorreitern gehören. Mittlerweile beschäftigen sich institutionelle Investoren weltweit intensiv mit Infrastrukturinvestitionen.

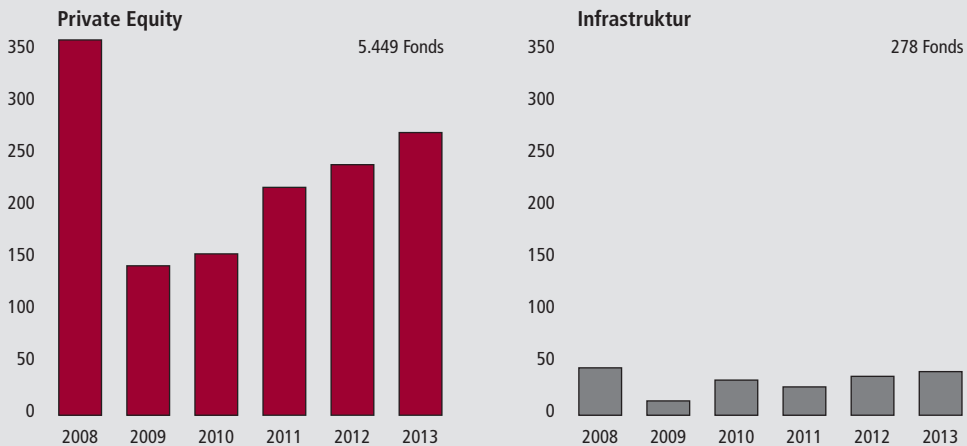
Das Interesse der Medien an Infrastruktur hat deutlich zugenommen, und auf breiter Front arbeiten Lehrstühle namhafter Universitäten sowie die Researchabteilungen von Banken und Wirtschaftsprüfern an Studien, die über das Thema informieren. Doch damit ist die Anlageklasse Infrastruktur nicht unbedingt transparenter geworden. Stattdessen ist die Unsicherheit gewachsen, welche Definition zutreffender ist, welche Investitionsgelegenheiten zu empfehlen sind, wie hoch die erwarteten und realisierten Renditen ausfallen, wie sehr sich der Diversifikationseffekt auswirkt oder wie groß die Risiken von Infrastrukturinvestitionen letztlich sind.

So werden Infrastrukturinvestitionen den verschiedensten Bereichen zugeordnet: Private Equity, Immobilien, Alternative Investments, Real Assets oder Aktien. Traditionell haben Investoren Aktien beziehungsweise Aktienfonds oder Anleihen von Unternehmen gekauft, die in den Bereichen Transport (Straßen, Flughäfen, Häfen et cetera), Versorgung (Wasser, Müll, Energieerzeugung/-verteilung et cetera), Kommunikation oder erneuerbare Energien operieren. Der renommierte, auf alternative Investments spezialisierte Marktforscher und Datenanbieter Preqin berichtet von einer Analyse, der zufolge 47 Prozent aller aktiven Investoren eine separate Allokation für Infrastrukturinvestitionen gebildet haben. Etwa 43 Prozent der Investoren mischen Infrastrukturinvestitionen ihrem Private-Equity-Portfolio bei. Die verbleibenden knapp 10 Prozent der Investoren haben eine Real-Asset-Allokation gebildet, aus der heraus auch Infrastruktur-Commitments abgegeben werden.

Zuordnung von
Infrastruktur-
investitionen

Private-Equity- und Infrastrukturfonds im Vergleich, in Milliarden US-Dollar

Über 5.000 Private-Equity-Fonds haben von 2008–2013 mehr als 1,36 Billionen US-Dollar eingeworben – gegenüber 278 Infrastrukturfonds mit 175 Milliarden US-Dollar im gleichen Zeitraum.



Quellen: Thomson Reuters (Private Equity); Preqin (Infrastruktur).

Unsere Analysen der verschiedenen Studien zu diesem Thema haben ergeben, dass der niederländische Pensionsfonds ABP (208 Milliarden Euro AuM, davon 55 Prozent Equities und alternative Investments, 39 Prozent Fixed Income und 6 Prozent sonstige Investments) seine Infrastrukturinvestments dem Real-Estate-Portfolio zugeordnet hat. Dort denkt man offensichtlich darüber nach, eine eigenständige Anlageklasse zu etablieren. Pensionsfonds in Großbritannien dagegen tendieren dazu, ihre Infrastrukturinvestments in ihrem Private-Equity-Portfolio zu halten. Große Pensionsfonds in Kanada (Ontario Teachers) und den USA (Maine Public Employees Retirement System oder Calpers) sind dazu übergegangen, eine neue, Inflation-linked-Anlageklasse zu bilden, in der Infrastruktur, Commodities, Inflation-linked Bonds und Wald gebündelt werden.

Zu wenige Infrastrukturfonds im Markt

Nicht börsengehandelte Infrastrukturfonds bei Institutionellen im Fokus

Aus unserer Erfahrung stehen daher Infrastrukturfonds, die nicht an einer Börse gehandelt werden und einen indirekten Zugang zu den Assets bedeuten, bei den institutionellen Investoren im Fokus. Die Zahl dieser Fonds ist aber noch überschaubar. In der Zeit von 2008 bis

2013 befanden sich weltweit jährlich zwischen 30 und 60 Infrastrukturfonds im Fundraising und konnten insgesamt zwischen 11 und 41 Milliarden US-Dollar pro Jahr einwerben. Über den vollen Zeitraum von 2008 bis 2013 haben institutionelle Investoren der Gesamtzahl von 278 Infrastrukturfonds insgesamt 175 Milliarden US-Dollar anvertraut.

Zum Vergleich: Im selben Zeitraum haben 5.449 Private-Equity-Fonds über 1,36 Billionen US-Dollar eingeworben. Somit haben im Vergleich zur Infrastruktur 20-mal mehr Private-Equity-Fonds achtmal so viel Kapital aufnehmen können. Berücksichtigen wir die Anforderungen vieler institutioneller Investoren, die zum Beispiel keine First-Time-Funds zeichnen oder sich ausschließlich im Euro-Raum bewegen wollen, reduziert sich das Universum an möglichen Infrastrukturfonds erheblich.

Innerhalb der alternativen Anlagen ist das Segment Private Equity damit deutlich breiter und tiefer als das Segment Infrastruktur. Die Möglichkeiten für die Entwicklung von Investitionsstrategien oder die Auswahl von Fonds innerhalb eines festgelegten Segments sind daher bei Private Equity deutlich größer als bei Infrastruktur.

Fazit

Viele Investoren würden sicher am liebsten deutsche Staatsanleihen kaufen. Weil damit aber bis auf weiteres nicht die erforderlichen Renditen erzielt werden können, wenden sich immer mehr institutionelle Investoren den alternativen Anlagenklassen Private Equity und Infrastruktur zu. Während ein ausreichend gutes und großes Angebot an Anlagemöglichkeiten im Private-Equity-Bereich existiert, übersteigt die Nachfrage an Investitionsmöglichkeiten im Infrastrukturbereich deutlich deren Angebot. Einige institutionelle Investoren sind schon lange in der Anlageklasse Private Equity investiert und erfreuen sich seither jährlichen Renditen von über 10 Prozent. Die Erwartungen an die Renditen im Infrastrukturbereich liegen eher bei 6 bis 8 Prozent. ●

Jährliche Renditen
von über
10 Prozent

bAV 2015 – ein Lesebuch für Entscheider

Eine lukrative betriebliche Altersversorgung zählt zu den zugkräftigsten Benefits, die ein Unternehmen seinen Beschäftigten anbieten kann. Doch die bAV ist hierzulande noch weit davon entfernt, eine relevante Säule der Altersvorsorge zu werden. Komplexität und Regulierung schrecken manchen Arbeitgeber ab. Dabei bieten sich für Unternehmen auch in den Jahren niedriger Zinsen Modelle und Wege an, um die Altersvorsorge ihrer Mitarbeiter betrieblich zu fördern, ohne unüberschaubare finanzielle Risiken einzugehen. Die Dynamik in der bAV greifen die Herausgeber dieses Buchs auf.

In den vergangenen Jahren ist in Deutschland wohl kein Buch erschienen, das das vielschichtige Themenfeld der bAV umfassend operativ und strategisch beleuchtet und fachjournalistisch aufbereitet. Die derzeit verfügbaren Titel sind Lehrbücher, Handbücher oder Gesetzessammlungen. Diese Marktlücke will das vorliegende Buch schließen. In 26 Beiträgen identifizieren, beschreiben und bewerten renommierte Fachautoren und Experten relevante Rahmenbedingungen, maßgebliche Trends und die mittelfristige Entwicklung in der betrieblichen Altersversorgung.

Weitere Informationen:

FRANKFURT BUSINESS MEDIA. Der F.A.Z.-Fachverlag

Dr. Guido Birkner, Verantwortlicher Redakteur Human Resources

Telefon: 0 69 75 91-32 51

E-Mail: guido.birkner@frankfurt-bm.com

www.frankfurt-bm.com

www.house-of-hr.de

ISBN: 978-3-89981-326-5



9 783899 813265