

Angemessene Konditionen von Infrastrukturfonds

Infrastruktur bietet ein enormes Investitionspotenzial. Was Investoren aber meist fehlt, ist die Fähigkeit, die Risiko-Rendite-Treiber der sehr heterogenen Investitionsobjekte zu erkennen. Damit fehlt die Basis zur Beurteilung, ob die Konditionen des jeweiligen Produkts angemessen sind.



Gastbeitrag von Dr. Barbara Weber

Gründerin von Bibs Capital und Autorin der Bücher „Infrastrukturinvestitionen“ und „Infrastructure as an Asset Class“.

Viele Darstellungen, die auf die Heterogenität der Risiko-Rendite-Profile von Infrastrukturanlagen hinweisen wollen, zielen primär auf den Industriesektor und gegebenenfalls das Entwicklungsstadium als Indikator für deren Risikoniveau. Insbesondere unerfahrene Investoren – aber leider auch viele Berater und Produkthanbieter – folgen gerne dieser Herangehensweise wegen ihrer Einfachheit. Eine solche

Sichtweise reduziert jedoch die Komplexität von Infrastrukturanlagen in fataler Weise. Denn streng genommen erlauben der Industriesektor und das Entwicklungsstadium für sich noch keine Aussage über das Risiko-Rendite-Profil einer Anlage. Immer ist eine individuelle Analyse notwendig. Es ist eine Kombination von Faktoren, allen voran die zugrundeliegenden vertraglichen Strukturen, die das Risiko-Ren-

Eine Anlage, viele Risiko- und Rendite-Profile

Entscheidend ist die Vertragsstruktur – nicht die Anlage		Nominale Brutto-Rendite nach Investitionskategorie in Prozent				
		5	10	15	20	
Reife PFI/PPP	- Anlagen in Regierungs-PPP-Programmen - Operative Anlagen mit laufenden Erträgen - Einnahmen basieren auf Verfügbarkeit - Minimales oder kein Markt-/Nachfragerisiko - Anerkannter öffentlicher Garantiegeber	Kategorie 1	6 – 10%			
Regulierte Versorger	- Wesentliche Dienstleistungen - Minimales Markt-/Nachfragerisiko - Monopole mit wenig/keinem Wettbewerb - Staatliche wirtschaftliche Regulierung - Stabile/transparente Regulierungsregime	Kategorie 2	7 – 11%			
Frühphase PFI/PPP	- Wie Kategorie 1, aber Entwicklungsprojekte - Im Bau, noch nicht operativ - Generieren keine (oder vernachlässigbare) Cashflows	Kategorie 3		9 – 13%		
Reife allgemeine Infrastruktur	- Monopolcharakter, aber mit etwas Markt-/Nachfragerisiko - Etwas Preisregulierung aufgrund essenzieller Dienstleistung/Monopolstatus	Kategorie 4		10 – 14%		
Frühphase allgemeine Infrastruktur	- Wie Kategorie 4, aber mit Entwicklungs- und Konstruktionsrisiko - Generieren keine (oder vernachlässigbare) Cashflows	Kategorie 5			11 – 16%	
Andere Infrastruktur nicht reguliert	- Anlagen mit infrastrukturähnlichen Charakteristika - Markt-/Nachfragerisiko und keine Preisregulierung	Kategorie 5				12 % plus

Stand: 30.09.2009 © Bibs Capital 2008, Quelle: in Anlehnung an ING Bank, Bibs Capital; © portfolio institutionell

dite-Profil einer Investition determinieren. Somit können äußerlich sehr ähnliche Anlagen bei näherer Betrachtung der jeweiligen Vertragssituation gänzlich unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile aufweisen. Die Graphik 1 veranschaulicht, dass gleichartige Anlagen, beispielsweise Autobahnen oder Kraftwerke, je nachdem, welche Risiken vom Privatinvestor übernommen wurden, sehr unterschiedliche Renditen erwirtschaften können. Dies schließt Fragen zum Entwicklungsstand oder dem Land, in dem sich eine Anlage befindet, mit ein. Die konservativste hier aufgeführte Anlage ist eine bereits operative Public Private Partnership mit Verfügbarkeitszahlungen. Das heißt, der private Investor übernimmt kein oder ein sehr geringes Nachfragerisiko. Aber auch eine bereits operative Anlage kann durchaus vergleichbar hohe Risiken in sich bergen, wenn sie Nachfrage- oder Marktrisiken ausgesetzt ist. Bei den meisten Projekten ist Letzteres das größte Risiko für einen privaten Konzessionsnehmer.

Präferenzen der Investoren beachten

Diese und weitere Unterschiede zwischen einzelnen Infrastrukturanlagen haben je nach Investitionsstrategie des jeweiligen Infrastrukturfonds Konsequenzen für die Eignung der vorgeschlagenen Konditionen. Beispielsweise eignen sich an Private Equity angelehnte

Konditionen für Investitionen in Frühphasenprojekte, die in der Regel nach kurzer Haltedauer wieder veräußert werden, während sie für operative Projekte mit langem Investitionshorizont unter Umständen nicht passen. Zudem spielen die Präferenzen der Investoren eine Rolle. Investoren, die primär nach einer hohen Internal Rate of Return (IRR) streben, sind bereit, dafür vergleichsweise hohe Risiken in Kauf zu nehmen. Kurzfristige Einkommensströme spielen eine untergeordnete Rolle. Die Mehrheit der institutionellen Investoren, allen voran Pensionskassen und Versicherungen, beabsichtigt mit Infrastrukturinvestitionen jedoch langfristige, stabile, laufende Erträge, die ihre langfristigen Verbindlichkeiten abdecken, relativ geringe Risiken in sich bergen und ein Einnahmenprofil vorweisen, das festverzinslichen Anleihen oder Immobilien ähnelt. Beide Strategien sind im Infrastrukturbereich möglich. Besteht eine klare Präferenz für langfristig laufende Erträge, erfordert dies zumeist eine eher defensive Investitionsstrategie, die sich primär an laufenden Erträgen statt hohen Renditen orientiert. Folglich müssen operative und zutiefst konservative Anlagen einen Schwerpunkt im Portfolio bilden.

Die Wahl der Investitionsstrategie hat wesentliche Implikationen für die Auswahl der infrage kommenden Infrastrukturfonds und die Angemessenheit ihrer Konditionen. Dies sei am Beispiel der Laufzeiten und Gebührenstrukturen aufgezeigt: Die von Private Equity



bekannten Strukturen mit einer zehn- oder zwölfjährigen Laufzeit plus zwei Jahre Verlängerung müssen gegen eine flexiblere Lösung ausgetauscht werden, ohne dabei auf den Exit über die Börse zurückzugreifen. Denn dies ändert die Natur des Investments und ist im Zweifelsfall nicht im Interesse des Investors, der sich im Vorfeld gezielt für ein nicht börsennotiertes Investment in Infrastruktur entschieden hat. Obwohl man Fonds grundsätzlich so gestalten kann, dass sie diesen Anforderungen genügen, sei es über Evergreen-Strukturen oder anderweitig flexibel verlängerbare Laufzeiten, existieren derartige Strukturen bisher sehr selten. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass es die Übereinstimmung einer kritischen Masse von Limited Partners erfordert, die aus unterschiedlichsten Interessens- und Verständnisgründen leider nicht so einfach zu erzielen ist. Idealerweise ist die Laufzeit des Fonds so flexibel strukturiert, dass sie die Lebensdauern aller Investitionen im Fonds berücksichtigen kann, damit die Anleger von den besagten langfristig laufenden Erträgen tatsächlich profitieren können und nicht nach vergleichsweise wenigen Jahren möglicherweise hoch rentierliche Anlagen verkaufen müssen, nur weil das Ende der Fondslaufzeit erreicht oder der Fondsmanager an einem schnellen, renditemaximierenden Exit interessiert ist. Ertragsorientierte Investoren sind selbst bei attraktiven Exit-Szenarien oft nicht an einem Verkauf interessiert, da sie das Reinvestitionsrisiko tragen. Je weniger attraktive Anlagen dieser Art im Markt sind, desto höher ist

zwar der Preis, den der Fondsmanager bei Veräußerung erzielen kann, aber gleichermaßen steigt das Reinvestitionsrisiko für den Investor. Hier besteht ein Interessenkonflikt zwischen beiden Parteien.

Bei Private Equity sind Zielrenditen von 15 bis 20 Prozent oder mehr üblich. Die jährlichen Managementgebühren liegen zwischen 1,5 bis zwei Prozent auf das gezeichnete Kapital und nach Ablauf der drei- bis fünfjährigen Investitionsperiode auf das investierte Kapital plus Erfolgsgebühren von zumeist 20 Prozent ab einer Erfolgsschwelle von sechs bis acht Prozent mit Catch-up. Solche Fee-Strukturen sind für eine konservative, auf laufende Erträge ausgerichtete Investitionsstrategie, von der hier ausgegangen wird, nicht geeignet. Abgesehen davon, dass die Zielrenditen der Anlagen eine jährliche Managementgebühr von zwei Prozent über eine so lange Laufzeit nicht tragen können, entspringt die Idee, die Managementgebühr nach Ablauf der Investitionsperiode nicht mehr auf gezeichnetes, sondern investiertes Kapital zu erheben, einer Investitionsstrategie, in der die Portfoliofirmen nach drei bis fünf Jahren Haltedauer wieder veräußert werden. Für die Investoren sinkt die Gebührenlast damit über die Zeit.

Diese Strukturen sind bei konservativen, auf Langfristigkeit angelegten Buy-and-hold-Strategien und entsprechenden Fondslaufzeiten von bis zu 25 Jahren oder Evergreen-Strukturen, während derer das in-

Bereit, durch über 75 Jahre Erfahrung in Vermögensanlagen. **Bereit**, da wir alle Marktsituationen so oder ähnlich schon erlebt und gemeistert haben. **Bereit**, in allen Assetklassen mit einem Team erstklassiger Fondsmanager. **Bereit**, unsere klaren und bewährten Anlagestrategien anzuwenden. **Bereit**, Chancen zu ergreifen – im Interesse unserer 350.000 Anleger weltweit.

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an
www.mandg.de

It's what we add that
makes the difference



vestierte Kapital kaum abnimmt, weil das komplette Portfolio bis zum Ende der Laufzeit gehalten wird, nicht zielführend, denn die Gebührenlast reduziert sich kaum. Somit sind Gebühren in dieser Art und Höhe nicht zu rechtfertigen, weder was den tatsächlichen Aufwand seitens der Manager noch was die Höhe der Renditen betrifft. Natürlich gibt es keinen Grund, das bewährte Private-Equity-Modell nicht auch im Infrastrukturbereich anzuwenden – allerdings nur auf solche Fonds, für die es aufgrund ihrer verfolgten Investitionsstrategie passt, wie Entwicklungs- oder Restrukturierungsprojekte, die wie Private Equity auf kurzfristige Haltedauern angelegt sind. Investoren wollen und sollen keine Private-Equity-artigen Gebühren für anleiheartige Renditen zahlen. Dennoch muss erwähnt werden, dass Infrastrukturanlagen auch nach getätigtem Investment durchaus sehr arbeitsaufwendig sein und ein hohes Maß an Erfahrung und Expertise seitens der Fondsmanager erfordern können. Dies gilt insbesondere für Anlagen, die sich noch im Entwicklungsstadium befinden oder bei denen operative Restrukturierungen vorzunehmen sind, um eine Wertschöpfung zu schaffen. Es ist somit seitens der Infrastrukturanlagenmanager völlig legitim, Gebühren zu erheben, die über denen von klassischen Aktienmanagern liegen. Nur sollten Höhe und Strukturierung im Verhältnis zur Gesamtertragsrendite stehen.

IRR als Referenzpunkt ungeeignet

Leistungsorientierte Gebühren müssen die zugrundeliegenden Anlagen sowie die Präferenzen der Investoren gleichermaßen reflektieren. Bei typischen Private-Equity-Fonds besteht die Erfolgsgebühr aus folgenden Komponenten: dem Anteil, der Erfolgsschwelle (hurdle rate) und gegebenenfalls einem Catch-up. Der am Ende der Laufzeit des Fonds oder der einzelnen Investitionen erzielte IRR dient hierbei als Referenzpunkt. Bei einer Zielrendite von sieben bis zehn Prozent im Fall von risikoaversen Infrastruktur-Investitionsstrategien mag ein 20-prozentiger Anteil am erzielten Erfolg über der zuvor spezifizierten Erfolgsschwelle je nach Strategie unter Umständen gerechtfertigt sein. Eine Erfolgsschwelle von acht Prozent scheint jedoch schwierig. Die wesentliche Frage in diesem Kontext ist jedoch nicht, ob die Schwelle bei sechs oder acht Prozent liegt und es einen Catch-up geben oder nicht geben sollte, sondern ob es vor dem Hintergrund der Interessensangleichung von Fondsmanager und Investoren überhaupt sinnvoll ist, bei einer an langfristig laufendem Ertrag orientierten Investitionsstrategie den IRR als Referenzpunkt für die erfolgsbasierte Zahlung zu wählen. Die Antwort ist ganz klar: Nein! Fondsmanager haben verschiedene Möglichkeiten einen hohen IRR zu erzielen. Kurze Halteperioden sind eine Komponente. Der Verkauf von attraktiven, hoch rentierlichen Anlagen geht aber gerade nicht konform mit den Interessen einer an laufendem Ertrag ausgerichteten Investitionsstrategie. Da hoch rentierliche Anlagen mit geringem Marktrisiko besonders gesucht sind, können derartige Anlagen mit vergleichsweise geringem Aufwand hohe Preise und somit hohe IRR erzielen. Dies ist der erwähnte Interessenkonflikt zwischen einem IRR-getriebenen Fondsmanager und einem nach laufender Rendite

strebenden Investor. Dieser Interessenkonflikt ist vorab zu erkennen und durch Umstrukturierung der Konditionen weitgehend lösbar. Eine Erfolgsgebühr, die an den jährlichen oder über zwei bis drei Jahre laufenden Ertrag gekoppelt wird, ist hier wesentlich passender. Entschieden man sich für diese Form der Strukturierung der Erfolgsgebühr, ist darauf zu achten, nicht gleich in den nächsten Interessenkonflikt hineinzulaufen. Denn um die festgelegte Erfolgsschwelle zu erreichen, könnte der Fondsmanager den Anreiz haben, frühzeitig allen Cash aus seinen Portfoliofirmen herauszuquetschen. Dieser potenzielle Konflikt kann auf zwei Arten gelöst werden. Zum einen tut die lange Laufzeit des Fonds das ihrige, indem der Manager es sich nicht leisten kann, seine Firmen auszuquetschen, da er die Erträge noch einige Jahre brauchen wird. Zum anderen kann ein Cap auf die Yield-Verteilung eingeführt werden, bei der der Fondsmanager jedes Jahr nur bis zu einer bestimmten Höhe einen Anteil an dem von ihm erzielten Ertrag erhält. Was darüber hinausgeht, fließt zu 100 Prozent an die Investoren. Damit hat der Fondsmanager den Anreiz, die laufenden Erträge gleichmäßig über die Laufzeit des Fonds zu verteilen.

Bei einem sehr lange oder auch fortlaufenden Fonds ist es nicht zumutbar beziehungsweise möglich, die Erfolgsprämie an den Manager erst bei Abwicklung des Fonds zu zahlen. Dieser Zeitpunkt liegt aus Motivationsgesichtspunkten zu weit in der Zukunft, oder es wird ihn, bei fortlaufenden Strukturen, niemals geben. Um die Manager des Fonds zu einer guten Leistung zu motivieren, empfiehlt es sich daher, ab einem gewissen Zeitpunkt unterjährige Erfolgsschwellen zu vereinbaren. Wenn man mit einer Erfolgsschwelle auf den laufenden Ertrag arbeitet, hat dies außerdem den Vorteil, dass dessen Berechnung am Ende einer jeden Periode einfach darzustellen ist, wenig Interpretationsspielraum lässt und relativ leicht zu strukturieren ist. Arbeitet man hingegen mit Erfolgsmaßen auf Basis von IRR, wirft dies die Frage der angemessenen Bewertung der zugrundeliegenden Investments zu jedem Bewertungsstichtag auf.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Bandbreite an Infrastrukturanlagen und Investitionsstrategien groß ist und keine Struktur für jede Art von Strategie passt. Trotzdem müssen die jeweilige Investitionsstrategie und die zugrundeliegenden Anlagen zusammenpassen und die Interessensangleichung zwischen Manager und Investor in der Struktur gewährleistet sein. Dabei ist zu beachten, dass auch bei nur veränderten Fondslaufzeiten die Gebührenstruktur und die leistungsorientierten Zahlungen neu abgestimmt werden müssen. Grundsätzlich kann die Angemessenheit der Konditionen eines Fonds erst sinnvoll diskutiert werden, wenn die Investitionsstrategie wirklich eindeutig ist. Allerdings legt sich der Großteil der Infrastrukturfondsmanager nicht auf eine so streng fokussierte Investitionsstrategie fest, als dass er eindeutig einer Kategorie zuzuordnen wäre. Es obliegt somit dem Investor, im Rahmen der weiteren Due Diligence die Gesamtsituation zu beurteilen und unter Einbeziehung seiner eigenen Präferenzen entweder den Fonds mangels ausreichender Übereinstimmung abzulehnen oder die Konditionen so zu verhandeln, dass eine Interessensangleichung weitgehend erreicht wird.