



M. M. WARBURG & CO

1798



BETEILIGUNGSREPORT

Erste Ausgabe 2014

Inhalt

Seite

Vorwort <i>Uwe Boehmer</i>	3
Ein Blick auf die Einzelhandelsmärkte Zentraleuropas <i>Nikolas Jorzick</i>	4–5
Parkhausinvestments als lukrative Nischen für Kapitalanleger <i>Wolfgang Conrad</i>	5–6
Agrarflächen – edel, lieblich, werterhaltend und rar <i>Uwe Boehmer</i>	7–8
Infrastrukturinvestitionen als Anker in volatilen Märkten <i>Falko Schulz</i>	8–9
Mühsamer Aufstieg des Marktes für Beteiligungen an Technologie-Start-ups <i>Dr. Nicholas Ziegert</i>	9–10
Übernehmen Finanzinvestoren die Finanzierung der Schifffahrt? <i>Ken Kinscher</i>	10–11

Impressum

Unsere Prognosen und Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir für zuverlässig halten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen. Vollständigkeit und Genauigkeit können wir nicht garantieren. Diese Veröffentlichung stellt weder

ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Wir behalten uns vor, unsere dargestellte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. /Januar 2014

Vorwort

Die Makroökonomie hält die Märkte und die Anleger in Atem. Es ist nicht leicht, entspannt zu bleiben und sich der Rekordzuwächse an den Aktienmärkten zu erfreuen, wenn zugleich die Staatsschulden in den USA ungebremsst steigen. Haupteinflussfaktor ist die von der US-amerikanischen Zentralbank Federal Reserve, kurz Fed, bestimmte Politik der niedrigen Zinsen durch das Anwerfen der Gelddruckmaschine, Quantitative Easing genannt, die zu einer Vervierfachung der Bilanzsumme der Fed auf fast vier Billionen US-Dollar seit 2009 geführt hat. Das Ziel, das Wirtschaftswachstum in den USA zu stabilisieren, wurde erreicht, belief sich aber nur auf durchschnittlich zehn Prozent p. a. Investitionen und Wachstum des Umlaufvermögens absorbieren nur den kleineren Teil der zusätzlichen Geldschwemme. Gewaltige, aber unrentable Liquiditätsreserven sammeln sich bei den Banken, Anlegern und Unternehmen an. Folgerichtig verteuern sich die Preise für Vermögenswerte.

In diesem Umfeld den Blick auf Beteiligungsmöglichkeiten zu richten, ist anspruchsvoll, und jedes Agieren muss extrem selektiv erfolgen. Letztlich wirkt die Erkenntnis beruhigend, dass eine Diversifikation über viele Assetklassen, die untereinander wenig korreliert sein sollten, ein bewährter Weg ist, um das erworbene Vermögen real zu erhalten. Schon dieses Ziel, die Rendite aller Anlagen zumindest über der zurzeit (noch) sehr niedrigen Inflationsrate zu halten, ist mit vielen Anlageformen derzeit kaum erreichbar.

Der vorliegende Beteiligungsreport fokussiert ohne Anspruch auf Vollständigkeit auf eine Auswahl diskutabler Beteiligungsthemen.

Er beginnt mit Immobilien, an denen der Anleger in dieser Marktsituation kaum vorbeikommt. Unser Experte stellt eine aussichtsreiche Nische vor, Einzelhandelsmärkte in Polen und Tschechien, die stabile Auszahlungsprofile prognostizieren.

Von möglicherweise zweifelhaftem Substanzwert, aber unstrittig stabilem Ertragswert sind Parkhausinvestments. Ihre Rarität macht sie so besonders. Aber auf welche Faktoren ist speziell in diesem Geschäftsmodell zu achten? Der Artikel gibt Hilfestellung.

Agrarflächen, zudem in Zentraleuropa, sind ebenfalls sehr begehrt. Die Preise sind bereits sehr weit angestiegen, aber für Großinvestoren, wie Family-Office-Kunden, stehen gut arrondierte Flächen, bewirtschaftet von nachweislich guten Betriebsführern, unverändert im Fokus. Gute Flächen sind nun einmal nicht erweiterbar, und zusätzliche Erträge aus der Erzeugung erneuerbarer Energien und deren Infrastruktur sind zu berücksichtigen.

Wofür interessieren sich professionelle Anleger, Versicherungen und andere Kapitalsammelstellen, neben Immobilien? Häufig werden wir zu Infrastrukturinvestments befragt.

Einen ersten Einstieg gibt unser Beitrag, der sich primär mit der Wirkung dieser Assetklasse auf das Gesamtportfolio beschäftigt.

Eine starke Börsenkonjunktur müsste doch auch Rückenwind für Firmengründungen bringen, so glaubten wir. In den USA sind bereits nennenswerte Beträge an Risikokapital in neue Technologieunternehmen geflossen, die Entwicklung in Deutschland allerdings ist sowohl hinsichtlich der Bereitstellung von Risikokapital als auch bezogen auf die Anzahl der Gründungen von Technologieunternehmen rückläufig. Der Beitrag erklärt, warum das so ist und welche Chancen bestehen, den Trend umzukehren.

Zu guter Letzt setzen wir unsere in den vorherigen Beteiligungsreports begonnenen Betrachtungen der Schifffahrtskrise fort. Von besonderer Bedeutung ist eine gesicherte Finanzierung und Liquiditätsversorgung, deren Fehlen insbesondere die bereits investierten Anleger bedroht. Können Finanzinvestoren, also Private-Equity-Geber aus den USA oder aus Asien, in die Lücke stoßen, die traditionelle Kapitalgeber wie Reedereien, geschlossene Fonds und Banken nicht mehr füllen? Die Antwort ist: von Fall zu Fall. Bei Transaktionen in Höhe von mindestens 10,7 Mrd. US-Dollar sahen wir von 2011 bis heute Private-Equity-Gesellschaften auf der Käuferseite, was ca. vier Mrd. US-Dollar Eigenkapitalinput entsprach. Dagegen erscheint der erste Verkauf eines notleidenden Schiffskreditportfolios der Commerzbank an eine Private Equity Gesellschaft im Volumen von 280 Mio. Euro noch verhältnismäßig unbedeutend.

Das Team der Produktauswahl und -kontrolle der Warburg Bank dankt den Gastautoren für ihre Beiträge und wünscht eine erbauliche Lektüre.

Uwe Boehmer

Der Autor leitet die Abteilung Produktauswahl und -kontrolle der M.M.Warburg & CO und koordiniert den Neue-Produkte-Prozess im Hause.

Ein Blick auf die Einzelhandelsmärkte Zentraleuropas

In Zeiten niedriger Verzinsungen sind ausschüttungsstarke Anlageprodukte gefragt. Investitionen in die Einzelhandelsmärkte von Polen und Tschechien bieten hierzu einen interessanten Ansatzpunkt. Wer sich dabei näher mit diesem Thema beschäftigt, hat drei Kernfragen positiv zu beantworten:

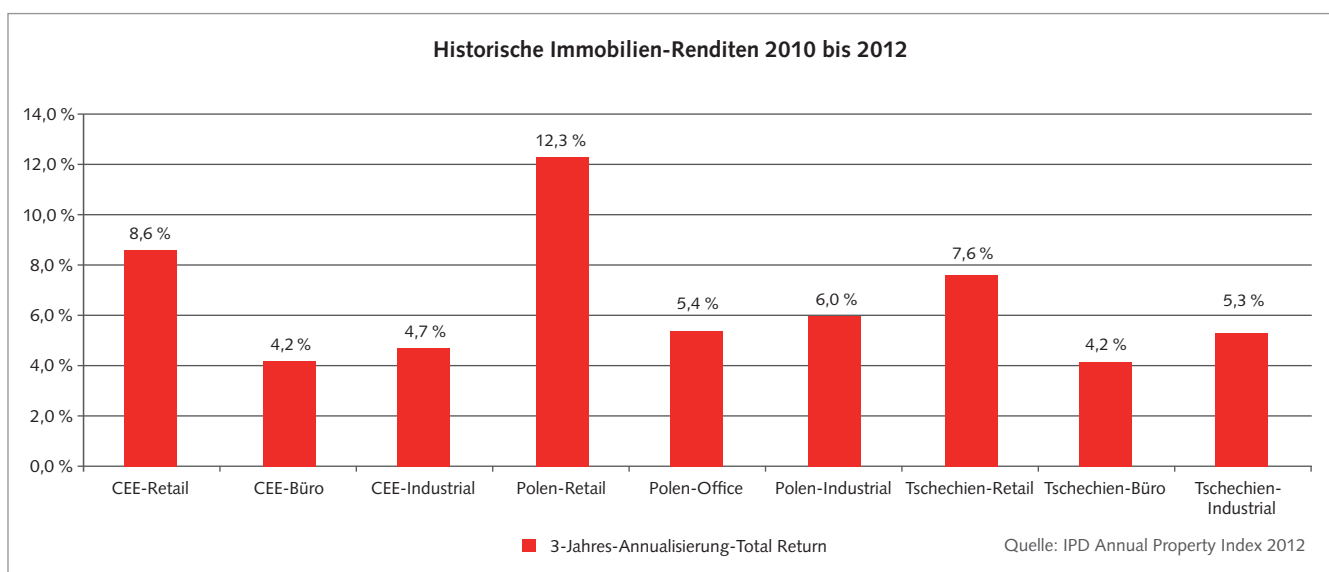
- 1) Warum sollte man in diese Länder und nicht in die etablierten Märkte Westeuropas investieren?
- 2) Warum sollte man in das Einzelhandelsegment investieren?
- 3) Warum ist ausgerechnet jetzt ein guter Zeitpunkt dafür?

Die erste Frage lässt sich durch eine Betrachtung der makroökonomischen Fundamentaldaten und der Charakteristika der Immobilienmärkte beantworten. Beide Länder sind im Vergleich zu Westeuropa sehr wirtschaftswachstumsstark und verfügen über eine hohe Wettbewerbsfähigkeit. Insbesondere Polen wird mit einem erwarteten durchschnittlichen Wirtschaftswachstum bis 2020 von 3,0 bis 3,5 Prozent p.a. eine positive Aussicht bescheinigt.¹ Die Immobilienmärkte gelten als transparent. Polen und Tschechien belegen mit den Rängen 19 und 24 gute Platzierungen (Deutschland Platz 12 und Portugal Platz 28)² in dem dafür relevanten Index. Die Kauf- und Mietverträge sind in Euro denominiert. Ein indirektes Währungsrisiko besteht allerdings dadurch, dass Mieter im Falle einer wesentlichen Abwertung der lokalen Währung gegenüber dem Euro unter wirtschaftlichen Druck geraten können. Die Bonität der typischen Mieter ist überwiegend gut und es befinden sich vermehrt auch internationale Einzelhändler auf diesen Märkten. Objektfinanzierungen können regelmäßig zu guten Konditionen auch über deutsche Banken erfolgen.

Polen und Tschechien schneiden bei Betrachtung der makroökonomischen Rahmenparameter und Charakteristika der Immobilienmärkte daher insgesamt gut ab. Die Immobilienmärkte sind weniger entwickelt als in Westeuropa und bei einem frühen Einstieg kann ein Investor an höheren Renditen als in den etablierten Immobilienmärkten Westeuropas partizipieren. Sollten sich die Erwartungen jedoch nicht bestätigen, besteht ein erhöhtes Preis- und Liquiditätsrisiko.

Allgemein gesprochen existiert eine Vielzahl von Kriterien, anhand derer sich länderübergreifende Investitionen im Einzelhandelsegment als vorteilhaft erweisen. Die Korrelation der Einzelhandelssektoren weisen geringere – also bessere – Werte zwischen den Ländermärkten auf. Dies ist dadurch zu begründen, dass die Entwicklung wesentlich stärker durch lokale Faktoren bestimmt wird und weniger stark gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen folgt. Es lassen sich höhere Diversifikationseffekte als zum Beispiel im Bürosegment erzielen. Nachteilig ist die größere Abhängigkeit vom lokalen Einzugsgebiet und der Konkurrenzsituation, die sich durch einzelne Projekte schneller verändert, als dies in etablierten und größeren Büromärkten der Fall ist. Ohne lokale Marktkennntnis und einen guten Marktzugang besteht somit das Risiko, nicht die richtigen Standorte und Objekte identifizieren zu können. Im Hinblick auf die historischen Immobilienrenditen zeigt sich sowohl für Zentral- und Osteuropa (CEE) im Allgemeinen als auch für die Teilmärkte Polen und Tschechien im Speziellen eine durchschnittlich bessere Performance von Einzelhandels- gegenüber Büroimmobilien.

Auch die erwarteten zukünftigen Immobilienrenditen zeigen einen optimistischen Ausblick für die Einzelhandelsmärkte von



1: Oxford Economics, Juni 2013

2: Jones Lang Lasalle: <http://www.jll.com/news/195/improvements-in-european-real-estate-transparency-help-investors-and-occupiers>, [Abruf: 17.12.2013]

Polen und Tschechien. Über die nächsten vier Jahre wird eine Immobilienrendite im Einzelhandelsbereich von elf Prozent p.a. für Polen und von neun Prozent p. a. für Tschechien erwartet.³ Wer einen Einstieg plant, sollte diesen zeitnah umsetzen. Der Fokus im Einzelhandelssegment liegt aktuell fast ausschließlich auf größeren Shopping-Centern.⁴ Der Markt für Fachmarktzentren ist dagegen bislang noch weniger stark von lokalen und internationalen Investoren umkämpft. Die Ankaufsrenditen für vergleichbare Fachmärkte in Deutschland liegen zwischen einem und zwei Prozent unter denen in Polen und Tschechien. Sollten sich die positiven Einschätzungen zur Entwicklung dieses Marktsegments bewahrheiten, ergeben sich laufende Zusatzrenditen gegenüber Investitionen in vergleichbare Fachmarktzentren Westeuropas. Über einen

längeren Anlagehorizont bieten sich zudem Chancen, bei einem späteren Verkauf an der Gesamtentwicklung dieses Marktsegmentes zu partizipieren. Das Risiko ist aufgrund der erwarteten makroökonomischen Entwicklung und der Charakteristika der lokalen Immobilienmärkte als moderat einzustufen. Eine Investition sollte dabei immer im Kontext des Gesamtportfolios kritisch betrachtet werden. Zusammenfassend ergibt sich aus Sicht des Autors ein derzeit interessantes Rendite-/Risikoverhältnis, wodurch eine nähere Prüfung dieser Märkte als sinnvoll erscheint.

Nikolas Jorzick

Der Autor ist Leiter der Abteilung Investment Analytics & Product Development (IAPD) bei der Warburg - Henderson Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien mbH.

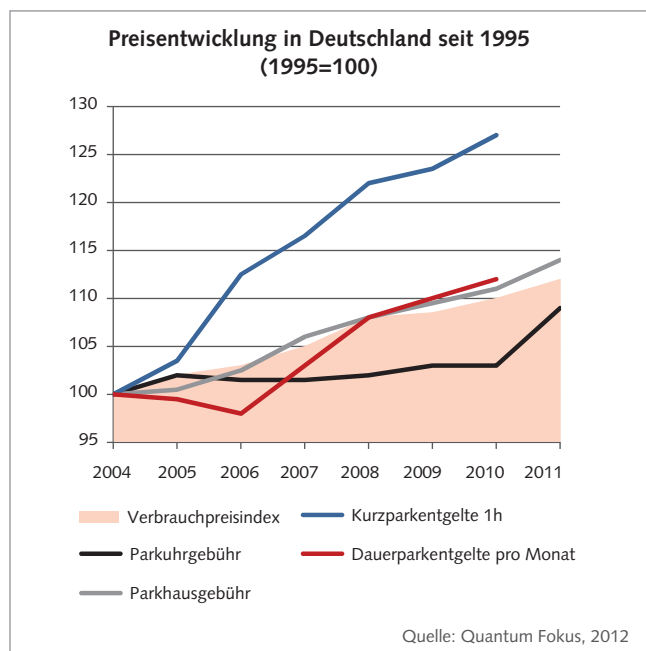
Parkhausinvestments als lukrative Nische für Kapitalanleger

Beim Brettspielklassiker Monopoly gibt es 22 Straßen, vier Bahnhöfe und je ein Wasser- und Elektrizitätswerk, aber nur ein einziges Feld, das freies Parken erlaubt. Nicht viel anders sieht es in deutschen und europäischen Innenstädten aus. Deswegen ist es für viele Autofahrer Routine, bei Erledigungen aller Art im Stadtzentrum zunächst ein Parkhaus anzusteuern, um die zeit-, nerven- und kostenzehrende Parkplatzsuche zu vermeiden. Während Parkhäuser und Tiefgaragen ganz selbstverständlich zum Mobiliar europäischer Innenstädte gehören,

bilden sie als Investitionsobjekt selbst für Insider der Immobilienbranche eine wenig beachtete Marktnische. Dabei können Parkhausfonds unter bestimmten Voraussetzungen eine ideale Verbindung des langfristigen Wachstumstrends im Bereich Mobilität mit der Sicherheit einer Immobilie darstellen.

Während die Anzahl der Pkw auf deutschen Straßen trotz der stagnierenden Gesamtbevölkerung bis 2020 von derzeit rund 42 Mio. auf 43,7 Mio. steigen soll, wird sich die Anzahl kostenloser Parkplätze in den Innenstadtlagen deutscher Groß- und Mittelstädte schon aufgrund der angespannten Kommunalfinzen voraussichtlich weiter verringern.⁵ Zudem zielt die strategische Verkehrsplanung in vielen Städten darauf ab, u. a. durch die Einrichtung von Parkleitsystemen den innerstädtischen Auto- und Parksuchverkehr und damit die Lärm- und Umweltbelastungen zu reduzieren. Gleichzeitig ziehen sich die Kommunen, die in Deutschland derzeit etwa die Hälfte der 2,6 Mio. kostenpflichtigen Parkplätze bewirtschaften, aufgrund des hohen Verwaltungsaufwandes immer mehr aus dem Betrieb von Parkhäusern und Tiefgaragen zurück. Im Zusammenspiel mit dem in nebenstehender Graphik abgebildeten Trend zur Verteuerung der Parkgebühren, und zwar für privat und kommunal betriebene Stellplätze gleichermaßen, eröffnen sich für die private Parkraumwirtschaft in den nächsten Jahren ausgezeichnete Entwicklungschancen.

Im Zuge der derzeit beobachtbaren Professionalisierung des Parkraummarktes haben sich spezialisierte Parkhausbetreiber wie Apcoa, Q-Park oder Vinci Park am Markt etabliert, denen es gelungen ist, die Rentabilität der von ihnen betriebenen Parkhäuser unter Nutzung von Skaleneffekten sowie flexiblen



3: Henderson Global Investors, 2013

4: CBRE: Central & Eastern Europe Retail Market View, H1 2013

5: vgl. Quantum Fokus, Parken 2020 – Szenarien für die Entwicklung des Parkraummarktes in Deutschland, 2012

Tarifsystemen und einer ausgeprägten Serviceorientierung deutlich zu heben. Jenseits kommunaler Ausschreibungen wird das notwendige Kapital zum Bau neuer Parkhäuser oder zur Umrüstung von Bestandsobjekten immer öfter von Privatinvestoren zur Verfügung gestellt. Aus Investorensicht sollten bei der Auswahl geschlossener Parkhausfonds jedoch einige Schlüsselfaktoren berücksichtigt werden:

Eine übergeordnete Bedeutung kommt selbstverständlich dem Parkhausbetreiber zu, der über nachweislich tragfähige Betreiberkonzepte verfügen sollte, die den gestiegenen Anforderungen der Parkhausnutzer nach Sauberkeit, Sicherheit und praktischen Flächenzuschnitten genügen. Eine im November 2013 erschienene Studie des ADAC zeigt auf, wie lang die Mängelliste bei vielen Bestandsobjekten noch immer ist, aber auch, welch gravierenden Unterschiede es in diesen Bereichen zwischen einzelnen Parkhäusern gibt. Trotz allem sind Parkhäuser immer nur Mittel zum Zweck; die Ausstattung eines Parkhauses oder das Markenimage des Betreibers werden die Parkplatzsuchenden nur in den seltensten Fällen dazu verleiten, fernab vom eigentlichen Ziel zu parken. Deshalb entscheidet letztlich fast immer die Wahl der Lage über Erfolg oder Misserfolg eines Parkhauses. Besonders interessant sind hierbei innerstädtische Standorte, bei denen unterschiedliche Frequenzbringer, wie z. B. Einkaufszentren, gastronomische Angebote und kulturelle Einrichtungen für eine mehrfache Auslastung im Tagesverlauf und eine Diversifizierung der Einnahmen sorgen. Im Vergleich hierzu generieren Parkhäuser an Krankenhäusern oder Bahnhöfen eine große Kalkulationsicherheit, zugleich aber weniger Spielraum bei der Preisgestaltung. Die Betreiber von Parkflächen an Flughäfen wiederum können zwar sehr attraktive Parkgebühren durchsetzen, leiden in konjunkturschwachen Zeiten jedoch unter einer deutlich sinkenden Auslastung.

Ein weiterer wichtiger Einflussfaktor ist natürlich die Konkurrenzsituation vor Ort, also die Verfügbarkeit kommunaler und privater Parkmöglichkeiten in der Umgebung sowie deren Gebührenstruktur. In diesem Zusammenhang müssen insbesondere auch die Alternativen zum Pkw an sich und allen voran die Attraktivität des öffentlichen Personennahverkehrs berücksichtigt werden. Zu guter Letzt sollte auch ein kritischer Blick in die Bebauungs- und Rahmenstrategiepläne der Stadtentwicklungsbehörden nicht ausbleiben. So könnte beispielsweise bereits eine geringfügige Änderung der Straßenverkehrsführung die Erreichbarkeit eines Parkhauses erheblich beeinträchtigen.

In näherer Zukunft wird schließlich von den Parkhausbetreibern auch eine Antwort auf die sich abzeichnenden Änderungen im Mobilitätsverhalten eines Teils der Bevölkerung erwartet: Wenn es z. B. gelingt, Parkhäuser als zentrale Anlaufstellen für Car-Sharing-Anbieter zu positionieren, wie dies vereinzelt schon geschehen ist, dann könnte der in Groß-

städten beobachtbare Trend zum Abschied vom eigenen Auto durchaus zur Chance für die Parkhausbetreiber werden. Zudem könnten Parkhäuser unter dem Slogan „Tankstelle der Zukunft“ in absehbarer Zeit auch von dem politisch geförderten Trend zur Elektromobilität profitieren.

Alles in allem stehen die Zeichen gut, dass Parkhausfonds in Zukunft eine bessere Wahrnehmbarkeit im Immobilien-sektor erlangen und sich damit als eine interessante Anlagealternative am Beteiligungsmarkt etablieren. Privatanleger können bei einem Investment in Parkhausfonds, die moderne, ausgezeichnet gelegene Parkhäuser ankaufen und auf einen hervorragenden Betreiber setzten, mit einer überdurchschnittlichen Einnahmestabilität und einer Rendite von über fünf Prozent rechnen.

Wolfgang Conrad

Der Autor ist Analyst in der Produktauswahl und -kontrolle der M.M.Warburg & CO.

Agrarflächen – edel, lieblich, werterhaltend und rar

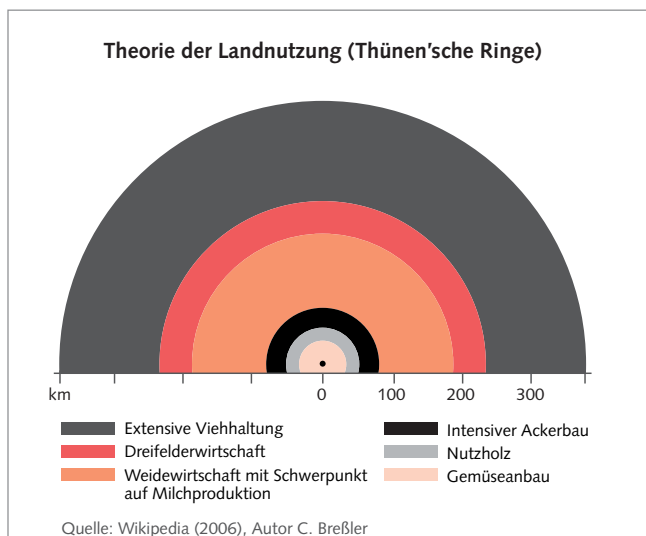
„Unter den Erwerbsquellen ist keine so edel, so ergiebig, so lieblich und so ehrenvoll für den freien Mann als die Landwirtschaft“, wird schon Marcus Tullius Cicero (106–43 v. Chr.), römischer Redner und Staatsmann, zitiert. Das Eigentum an landwirtschaftlich nutzbarer Fläche sicherte, abhängig von der jeweiligen Größe im dicht besiedelten Europa, zudem politischen Einfluss und Macht. Ein Klassiker zum Thema Landwirtschaft ist das Hauptwerk „Der isolierte Staat in Beziehung auf Landwirtschaft und Nationalökonomie“ mit den Thünenschen Kreisen des norddeutschen Agrar- und Wirtschaftswissenschaftlers Johann Heinrich von Thünen. Dauer der Lagerhaltung und Höhe der Transportkosten waren 1826, als das Werk erschien, die wesentlichen Einflussfaktoren zur Rentabilitätssteuerung, so dass „in der Nähe der Stadt solche Produkte gebaut werden müssen, die im Verhältnis zu ihrem Werth ein großes Gewicht haben, oder einen großen Raum einnehmen ... deren Transportkosten nach der Stadt so bedeutend sind ... so wie auch solche Produkte, die dem Verderben leicht unterworfen sind ... Aus diesem Grunde allein werden sich um die Stadt ziemlich scharf geschiedene konzentrische Kreise bilden, in welchen diese oder jene Gewächse das Haupterzeugnis ausmachen.“ Im Ergebnis waren die sog. Thünenschen Kreise definiert. Diese Theorie ist eingängig und optisch klar darstellbar, aber leider in Teilen widerlegt. Landbesitz war nur bis zur Entwicklung der Verkehrsinfrastruktur mit Straßen, Kanälen und vor allem der Eisenbahn ein vorrangig lokales Geschäft. Geblieben ist die Erkenntnis, dass auskömmliche Renditen im Ackerbau – und wir sprechen über zwei bis drei Prozent p. a. – durch zu kleine, verstreut liegende, ungenügend arrundierte Flächen und den daraus resultierenden hohen Transport- und ökologischen Folgekosten zunichtegemacht werden. So muss ein Anlageinteressent zunächst die Frage der Region klären. Agrarflächen in Deutschland und seinen Anrainerstaaten werden wegen der mit

zunehmender Entfernung empfundenen Unsicherheit präferiert gegenüber solchen in den USA, in Brasilien oder Australien.

Der deutsche Markt für Agrarflächen umfasst ca. 16,7 Mio. Hektar landwirtschaftlich genutzter Fläche, rund 50 Prozent der Fläche Deutschlands. 60 Prozent der Flächen sind verpachtet. Dabei wurden und werden viele Flächen, die nach der Wende in Ostdeutschland durch die Bodenverwertungs- und -verwaltungs GmbH (BVVG) des Bundes verpachtet wurden, an private Hände veräußert. Der Markt ist sehr intransparent – bedingt durch unterschiedliche Bodenqualitäten, wenig aussagefähige Preisinformationen und das kleinräumige Marktgebiet. Die Spanne der Pachten variiert entsprechend von 15 Euro bis zu 650 Euro pro Hektar.

Der durchschnittliche Pachtzins beträgt, bezogen auf den Kaufwert, rund 1,9 Prozent mit steigender Tendenz. Dies sichert eine reale Vermögensmehrung. Hinzu kommt, dass Rentabilitätszuwächse im Wesentlichen nur durch die Vergrößerung der landwirtschaftlichen Betriebe und die Nutzung von Skalenerträgen möglich sind. Neue Eigen- oder Pachtflächen hinzuzugewinnen ist somit eine Pflicht für Betreiber. Das hat die Preise stetig steigen lassen: im Jahr 2011 um 13,8 Prozent. Die Entwicklung ist abhängig von der Qualität (gemessen in Bodenpunkten) und der Region. Lokal kommen weitere Faktoren hinzu, wie Flächengrößen, Arrondierung, Wettbewerb und Knappheit, z. B. wegen der Umnutzung für Baumaßnahmen. Der Kaufpreis je Hektar (Zahlen 2011) betrug 11.854 Euro, mit starken Unterschieden zwischen West (20.503 €) und Ost (8.838 €). Da Ackerboden auch weiterhin ein knapper und damit begehrter Sachwert ist, zudem weltweit angesichts des hohen Bevölkerungswachstums eine Knappheit an Nahrungsmitteln besteht und die Landwirtschaft durch den Anbau und die Nachfrage nach nachwachsenden Rohstoffen zunehmend zum Zulieferer der Energiewirtschaft wird, ist eine kontinuierliche Wertsteigerung der Agrarflächen zu unterstellen.

Dies macht eine Investition in Agrarflächen als Portfolio-beimischung mit Inflationsschutz interessant. Nach welchen Kriterien sollte bei einer Anlage vorgegangen werden? Von Fondskonstruktionen ohne vorhandene und damit beurteilbare Flächen, sogenannten Blindpools, ist abzuraten. Damit scheiden nahezu alle Publikumsfonds aus. Es verbleiben Club-Deals, die zumeist auf einer Sale-and-Lease-Back-Strategie des verkaufenden Landwirts beruhen. Dabei sollten die Flächen Losgrößen von zehn Hektar und mehr haben mit Einzelschlägen nicht kleiner als 0,5 Hektar. Der Landwirt stünde weiterhin als erfahrener Betriebsführer und tunlichst auch als Mitinvestor zur Verfügung. Diese Konstruktion erscheint vorteilhaft für den Anleger, der nicht die Katze im Sack kauft, gleiche Interessen mit dem Verkäufer erreicht und die Option erwirbt, Teilflächen nach einer festgelegten Zeit direkt zu



erwerben. Der verkaufende Landwirt kann die Verkaufserlöse in neue Flächen und damit in die Betriebsgrößenexpansion investieren. Stimmt der Kaufpreis, ist eine Win-win-Situation möglich. Zugleich bleibt das Schreckgespenst der „industri-

mäßigen Tier- und Pflanzenproduktion“ (DDR-Doktrin) oder der modernen „Tieflader-Landwirtschaft“ außen vor.

Uwe Boehmer

Infrastrukturinvestitionen als Anker in volatilen Märkten

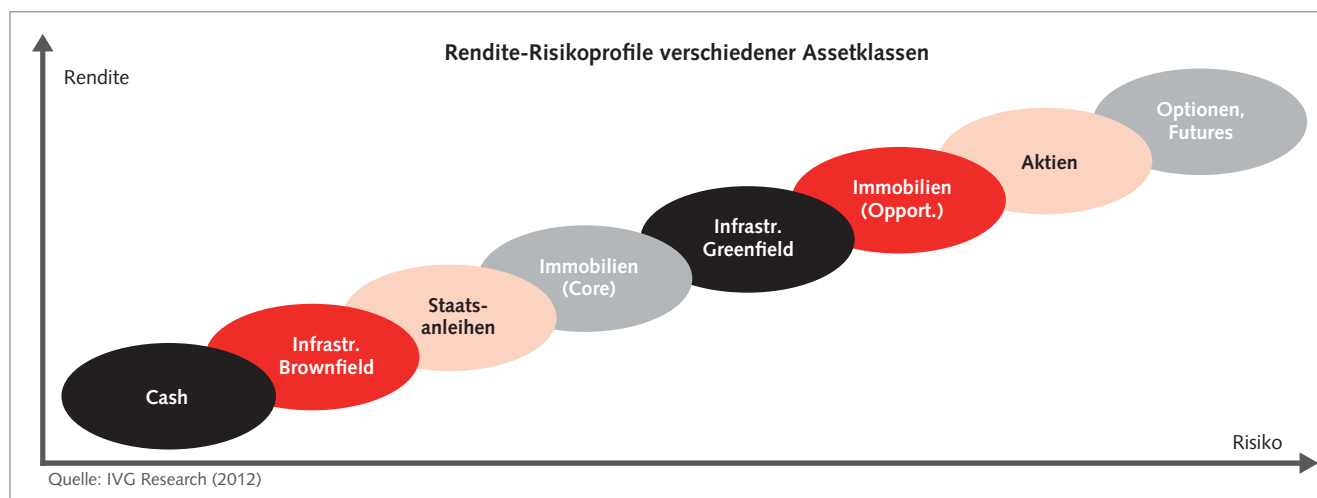
Durch die fortschreitende Deregulierung und Privatisierung gewinnen private Anbieter im Bereich Infrastruktur zunehmend an Bedeutung. Aufgrund von Rettungsmaßnahmen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die öffentliche Verschuldung deutlich angestiegen. Diese Situation baut Druck auf die Regierungen auf, ihre Haushalte nachhaltig zu sanieren. Wegen des nahezu ununterbrochenen Investitionsstaus seitens der Regierungen (vor allem entwickelter Länder) besteht ein hoher Bedarf an Reinvestitionen zum Substanzerhalt sowie an Neuinvestitionen. Laut einer Schätzung der OECD belaufen sich die erforderlichen Investitionen in den Bereichen Verkehr, Elektrizität und Telekommunikation auf 2,5 Prozent des Weltbruttosozialprodukts. Da diese Investitionen angesichts der oben geschilderten Situation von staatlicher Seite nur schwer getätigt werden können und zugleich die Entschuldung vorangetrieben werden muss, bieten sich Investoren zahlreiche Möglichkeiten für ein Engagement im Infrastruktursektor. Dabei versprechen Infrastrukturinvestments Eigenschaften, die Investoren nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre vermehrt suchen: sichere, konstante und langfristig planbare Cashflows, die von makroökonomischen Zyklen weitgehend entkoppelt sind und nur im geringen Maße mit den Renditen anderer Anlageklassen korrelieren. Diese Eigenschaften sind dabei durch folgende Aspekte zu erklären: Klassische Infrastrukturanlagen weisen häufig monopolistische oder oligopolistische Strukturen auf

und sind von elementarer Bedeutung für das Funktionieren einer Volkswirtschaft. Die Nachfrage nach diesen Gütern bzw. Dienstleistungen ist daher weitgehend stabil und unelastisch, da sie zumeist Grundbedürfnisse der Konsumenten bedienen. Durch den eingeschränkten Wettbewerb und die geringe Elastizität der Nachfrage sind diese Investments nur mäßigen konjunkturellen Schwankungen ausgesetzt und somit geeignet für den Einsatz von Fremdkapital. Da die Höhe der einzelnen Investitionen im Infrastrukturbereich zum Teil erheblich ist, ist die Verwendung von Fremdkapital sogar

Performancedaten 1994 bis 2012 (p. a.)
Europäische Anlageklassen

	Rendite (Real)	Risiko (Standardabweichung)	Risikoadjustierte Rendite
Infrastruktur	4,06 %	2,64 %	0,44
Immobilien	4,24 %	4,21 %	0,29
Large Caps	5,85 %	16,51 %	0,1
Small Caps	5,10 %	18,91 %	0,08
Staatsanleihen (kurzfristig)	2,61 %	2,36 %	0,32
Staatsanleihen (mittelfristig)	3,90 %	3,56 %	0,32
Staatsanleihen (langfristig)	6,17 %	7,19 %	0,25

Quelle: IVG Research (2013)



1: IVG Immobilien AG (2013). Infrastruktur III: Vom Storytelling zur empirischen Evidenz

meist essentiell. Ferner ermöglicht ein verringerter Eigenkapitalanteil ein höheres Maß an Diversifikation im Portfoliokontext. Die oftmals durch staatliche Regulierung geprägte Stabilität der Investments birgt jedoch auch ein erhöhtes politisches Risiko in sich, wie die Kürzung der Solarförderung in Spanien oder der deutsche Atomausstieg verdeutlichen. Da es sich bei wirtschaftlichen Infrastrukturanlagen um Sachwerte handelt, wird vielfach auch ein möglicher Inflationsschutz für das eingesetzte Kapital unterstellt. Wie schnell und in welchem Umfang steigende Kosten weitergegeben werden können, hängt jedoch von der vertraglichen Ausgestaltung sowie erneut von einer möglichen staatlichen Regulierung ab.

Argumentativ ist das Thema Infrastruktur in Investorenkreisen also positiv besetzt, wobei es jedoch vielfach noch an empirischer Evidenz mangelt. Anhand von über 650 Infrastrukturtransaktionen aus dem europäischen Raum über den Zeitraum von 1994 bis 2012 wurden in einer quantitativen Analyse¹ erstmals die Rendite- und Risikocharakteristika der Assetklasse sowie die Eignung zur Diversifikation eines Portfolios untersucht. Die realisierten Renditen lagen – ohne den Einsatz von Fremdkapital – bei knapp über vier Prozent p. a. Die Volatilität und damit auch die Verlustrisiken waren hierbei im Vergleich zu den anderen betrachteten Assetklassen (Aktien, Anleihen und Immobilien) vergleichsweise gering. Ein Blick auf die risikoadjustierte Rendite (zu erwartende Rendite im Verhältnis zum Risiko), also die Höhe der Rendite pro eingegangener Einheit Risiko zeigt, dass Infrastruktur die höchste risikoadjustierte Rendite aller analysierten Assets aufweist. Dabei stabilisiert die Hinzunahme von Infrastrukturinvestments insbesondere in Abschwungphasen die Portfolioperformance. Herausgestellt werden sollte in diesem Zusam-

menhang auch, dass in Phasen, in denen Immobilien an Wert verlieren, das Kapital mit Infrastrukturanlagen real erhalten bleibt. Somit sollte Infrastruktur auch nicht als Substitut für Immobilien, sondern als sinnvolle Ergänzung des Portfolios betrachtet werden. Das Hauptergebnis der Studie kann wie folgt zusammengefasst werden: Die Aufnahme von Infrastruktur in ein Portfolio führte zu geringen Einbußen der Portfoliorendite (je nach Infrastrukturallokation um bis zu 11 Basispunkte jährlich) bei einer signifikanten Reduktion des Risikos (bis zu 17 %).

Abschließend stellt sich für Anleger die Frage, in welchen Formen in Infrastruktur investiert werden kann. Investitionen in börsennotierte Infrastrukturaktien oder -anleihen lassen sich mit geringem Kapitaleinsatz realisieren, bieten jedoch aufgrund des starken Kapitalmarkteinflusses kaum Diversifikationspotential. Direktinvestitionen in einzelne Infrastrukturanlagen sind meist mit einem hohen Kapitalbedarf verbunden und können somit Klumpenrisiken innerhalb eines Portfolios darstellen. Ferner sind die Investmenteigenschaften der verschiedenen Typen von Infrastrukturanlagen enorm heterogen, nicht zuletzt wegen der Auswirkungen staatlicher Regulierung. In Bezug auf die Diversifikation von Infrastrukturanlagen im Portfolio sollte daher sowohl eine sektorale als auch eine geographische und damit auch politische Komponente berücksichtigt werden. Infrastrukturfonds bieten aufgrund der Streuung der Investition über mehrere Infrastrukturanlagen ein Potential zur Risikodiversifikation und stellen somit eine sinnvolle Ergänzung des Portfolios dar.

Falko Schulz

Der Autor ist Analyst in der Produktauswahl und -kontrolle der M.M. Warburg & CO.

Mühsamer Aufstieg des Marktes für Beteiligungen an Technologie-Start-ups

Die hohe Bedeutung von Investitionen in junge technologieorientierte Unternehmen ist mittlerweile anerkannt. Jedoch besteht zum tatsächlichen Verhalten der Investoren in Deutschland auch 2013 noch eine große Diskrepanz. Insgesamt engagieren sich noch viel zu wenige Investoren – ob als Venture-Capital-Fonds, strategische Käufer aus dem Mittelstand oder Business Angels.

Nach einem Rückgang um ca. 200 Mio. Euro auf 520 Mio. Euro im Jahr 2012, verglichen mit dem Vorjahr, stieg das Investitionsvolumen von Venture-Capital in ganz Deutschland im ersten Halbjahr 2013 wieder leicht an auf 354 Mio. Euro, so dass für das Gesamtjahr mit einem gestiegenen Volumen zu rechnen ist. Insgesamt jedoch sind die Volumina noch auf einem geringen Niveau. Zum Vergleich: In den USA wurden allein 2012

26,5 Mrd. US-Dollar an Risikokapital in neue Technologieunternehmen eingebracht. In Deutschland gingen nicht nur die Investitionen, sondern auch die Gründungen von Technologieunternehmen zurück – seit dem Jahr 2000 um fast 40 Prozent. So wundert es nicht, dass in Deutschland seit der Gründung von SAP noch kein neuer Global Player entstanden ist. Im 19. Jahrhundert sah die Situation mit Siemens, Daimler und Bosch noch viel produktiver aus. Ein Grund für die mangelnde Gründungsneigung sind erstaunlicherweise die glänzenden Aussichten junger, qualifizierter Arbeitnehmer in Deutschland, gut bezahlte Jobs zu bekommen. Wir sehen bei allem Risiko immer noch zahlreiche qualitativ hochwertige Start-ups, die ein Fundraising durch Risikokapital rechtfertigen. Insofern schätzen wir den aktuellen Markt für Beteiligungen an Start-

ups als sogenannten Käufermarkt ein, also einen Beteiligungsmarkt mit guter Auswahlmöglichkeit für Investoren. Die Qualität der Gründerteams ist in den letzten Jahren gestiegen, weil viele Teammitglieder bereits in anderen Start-ups Erfahrungen sammeln konnten und zumindest Anfängerfehler vermeiden.

Die Politik hat das Potential der Gründerszene ebenfalls erkannt. 2013 wurde der Investitionszuschuss Wagniskapital eingeführt, der in Höhe von 20 Prozent eines privaten Investments in ein Start-up gewährt wird. Über die Förderbedingungen informiert das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA). Auf Ebene der Europäischen Union wurde mit der Europäischen Risikokapitalverordnung ein neues schlankes Vehikel für Venture-Capital-Fonds in Kraft gesetzt. Der Koalitionsvertrag zwischen CDU und SPD sieht vor, die Rahmenbedingungen für Start-up-Investoren künftig zu verbessern, möglicherweise in einem Venture-Capital-Gesetz.

Eine Grundentscheidung der Politik bleibt jedoch vorerst bestehen: Privatanlegern wird der Zugang zu Venture-Capital-Fonds deutlich erschwert, weil nur noch ab gewissen Schwellenwerten (200.000 € gemäß KAGB, 100.000 € gemäß EuVECA) und dem Nachweis von entsprechenden Kennt-

nissen investiert werden kann. So bleibt Privatanlegern oft nur der risikoreichere Weg über Direktinvestments als Business Angel. Den Löwenanteil der Risikokapitalinvestitionen werden also professionelle und semiprofessionelle Investoren tragen müssen.

Hohe Bedeutung kommt zukünftig dem deutschen Mittelstand zu, wenn es um die Bereitstellung von Innovationskapital geht. Circa die Hälfte aller der Warburg Bank vorgelegten Geschäftsmodelle verbessern Produkte und Dienstleistungen, die bereits von etablierten Unternehmen angeboten werden. Hier ergeben sich für beide Seiten – Mittelstand und Start-ups – erhebliche Potentiale der Zusammenarbeit, sei es bei E-Commerce, Logistik, E-Publishing, Healthcare oder im Smartphone-Bereich. Auch wenn das nächste Facebook nicht aus Deutschland kommt, so haben deutsche Start-ups das Potential, unseren Mittelstand mit ihren neuen Techniken und einem modernem Kundenzugang zukunftsfähiger zu machen.

Dr. Nicholas Ziegert

Der Autor leitet das Relationship-Management Junge Unternehmer und Venture-Capital-Fonds der M.M. Warburg & CO.

Übernehmen Finanzinvestoren die Finanzierung der Schifffahrt?

Für deutsche Reeder war die Finanzierung ihres Geschäftsmodells lange Zeit mehr oder weniger ein Selbstläufer. Auf der Suche nach Alternativen zu rückläufigen Renditen in festverzinslichen Anlagemöglichkeiten und angesichts der Aussicht auf nahezu steuerfreie Ausschüttungen stellten deutsche Privatinvestoren über Jahre hinweg bereitwillig das notwendige Eigenkapital zur Verfügung. Unterstützt von den schiffsfinanzierenden Banken, konnte nahezu jedes Projekt realisiert werden. Seit 2008 haben sich die Rahmenbedingungen jedoch deutlich geändert: Die Schifffahrtskrise führte vielen Anlegern in oft drastischer Weise die Volatilität ihrer Anlage vor Augen, und auch die schiffsfinanzierenden Banken realisierten, dass Projekte mit zu viel Fremdkapital finanziert wurden. Seitdem stellt sich für nahezu alle Reeder eine existentielle Frage: Wie finanzieren wir künftig unser Geschäftsmodell?

„Warum soll mir ein Investor Kapital zur Verfügung stellen?“ Diese Frage ist essentiell für jedes Unternehmen, insbesondere wenn es ein äußerst kapitalintensives Geschäftsmodell verfolgt, wie es beispielsweise Reedereien haben. Die Antwort auf diese Frage zielt im Kern auf eine plausible und nachvollziehbare Equity-Story. Im maritimen Bereich bestand die Equity-Story über Jahre hinweg aus einem Dreiklang von Weltwirtschaftswachstum, überproportionalen Steigerungs-

raten im Welthandel sowie einer Effizienzsteigerung durch immer größere Schiffe. Sie war einfach nachzuvollziehen und überzeugte selbst eher konservative Privatanleger. Für sie waren Renditen im oberen einstelligen Bereich, kombiniert mit der Aussicht auf nahezu steuerfreie Ausschüttungen, ausreichend. Fragen nach den individuellen Stärken einer Reederei oder die Frage, ob eine Trennung zwischen Betrieb und Eigentum sinnvoll ist, wurden hintangestellt.

Die Krise der letzten Jahre hat jedoch gezeigt, dass die Geschäftsmodelle einzelner Reedereien wesentlich differenzierter zu betrachten sind. Genau diese Differenzierung macht den Markt für Finanzinvestoren interessant. Finanzinvestoren suchen nach professionell aufgestellten Unternehmen mit Alleinstellungsmerkmalen in attraktiven Märkten und somit der Aussicht auf attraktive Renditen. Es gibt also vier Fragen, die positiv beantwortet werden müssen, damit sich Finanzinvestoren grundsätzlich als Partner für Reedereien eignen: Hat die Reederei die aus Sicht der Finanzinvestoren attraktiven Marktsegmente besetzt? Gehört die Reederei aufgrund ihrer Größe und ihrer operativen Performance zu den Qualitäts- bzw. Kostenführern in ihrem Segment? Kann die Reederei die Anforderungen der Finanzinvestoren hinsichtlich Corporate Governance und Reporting erfüllen? Verspricht die Partnerschaft eine attraktive Rendite?

Warum wurde nun bisher nicht über die Frage von Preisen bzw. Schiffswerten diskutiert? Finanzinvestoren sind auf der Suche nach funktionierenden Geschäftsmodellen mit einer attraktiven Equity-Story. Ist diese Voraussetzung nicht erfüllt, kommt eine Investition grundsätzlich nicht in Frage. Das bedeutet allerdings nicht, dass die Bewertung keine Rolle spielt. Ganz im Gegenteil: Finanzinvestoren müssen sicherstellen, dass sie zu Marktpreisen investieren; sie sind allerdings bereit, ihre Partner auch signifikant am künftigen Erfolg zu beteiligen. Grundsätzlich versuchen Finanzinvestoren, ihre Transaktionen so zu strukturieren, dass es einen möglichst hohen Gleichlauf der Interessen beider Parteien und somit der Chancen und Risiken gibt. Ansonsten gibt es im aktuellen Marktumfeld kaum Handlungsalternativen, um Investoren für strategisch wichtiges Wachstumskapital zu gewinnen. Insbesondere haben die letzten Jahre gezeigt, dass ein Warten auf die Markterholung nicht immer die beste Alternative ist. Die Möglichkeit, jetzt handlungsfähig zu sein und auf Basis aktueller Marktwerte die Flotte zu erweitern – sei es durch den Erwerb bestehender Tonnage oder durch Neubauten – stellt einen immensen strategischen Vorteil dar.

Wie kann dann eine Zusammenarbeit konkret aussehen? Die Bandbreite reicht von einer Beteiligung an der Reederei über Joint-Venture-Strukturen bis hin zur Beteiligung an einzelnen Schiffen. In jedem Fall bedeutet die Beteiligung eines Finanzinvestors, dass der Reeder deutlich mehr Entscheidungsspielraum abgeben und eine wesentlich höhere Transparenz schaffen muss, als er dies von Privatinvestoren gewohnt ist. Oberste Handlungsmaxime von Finanzinvestoren in der Strukturierung ist es, wie bereits erwähnt, eine Gleichrichtung der Interessen zu erreichen. Dies bedeutet im Regelfall eine signifikante Beteiligung des Investors an der Reederei oder eine signifikante Beteiligung der Reeder an den Schiffen.

Was bedeutet dies nun für die deutschen Reeder und die künftige Finanzierung ihres Geschäftsmodells? Um Finanzinvestoren als Partner zu gewinnen, müssen Reedereien die oben genannten Kriterien weitgehend erfüllen. Finanzinvestoren als „Ersatz“ für die Finanzierung durch Privatinvestoren im Rahmen des sogenannten KG-Modells zu betrachten, ist deutlich zu kurz gedacht. Finanzinvestoren werden lediglich einen Teil dieser Finanzierungslücke schließen. Dennoch wird ihre Bedeutung weiter steigen. Eine Übersicht der bisherigen Transaktionen der Jahre 2011 bis 2013¹ weist ein Gesamtvolumen von 10,7 Mrd. US-Dollar aus. Die Top Five der Finanzinvestoren mit Oaktree Capital Management an der Spitze haben davon allein 60 Prozent finanziert. Zentrale Aufgabe der deutschen Reeder ist es, ihre Investorenbasis zu verbreitern. Dies bedeutet, einen gesunden Mix aus Privatinvestoren, Finanzinvestoren und auch Kapitalmarktinvestoren zu kreieren.

	Zielunternehmen	Beschreibung	Segment
	Container Acquisition from Buss Capital	275,000 Containers	Container
	Technomar Shipping	2x6,900 TEU Container Ships	Container
	JV with Louis Dreyfus Armateurs	4xHandysize drybulk	Bulk
und	SPC	5 MR Tankers	Product Tank
	SeaCube Container Leasing Ltd.	507,000 Containers (795,000 TEU)	Container
	Capital Product Partners	-	-
	Ridgebury Tankers	Product Tankers (Primary focus on Suezmax)	Product Tank
it LP	OceanbulkShipping LLC	6x9,000 TEU Containerships (Newbuilds)	Container
	Unifeeder A/S	Logistics - feeder and shorsea network in N Euro	Logistics
s	Excel Maritime Bank Debt	Circa \$150m in bank debt for (60-70 cent range)	Debt
	HBC Bulk Carriers GmbH & Co KG	5 43.000dwt Handy Bulker	Bulk
nent LP	Newco	5 MRs from Torm	Produ
		Containerships, 100m raised	Cont

Ken Kinscher

Der Autor ist Abteilungsleiter im Bereich Corporate Finance der Warburg Bank und verantwortet den Bereich Logistik.

¹: Berechnungen von Norton Rose



M. M. WARBURG & CO

1798

M. M. WARBURG & CO KGAA

Private Banking Hamburg
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 3282-2400 · Fax +49 40 3618-1000
privatebanking@mmwarburg.com

Private Banking Köln
Brückenstraße 17 · 50667 Köln
Telefon +49 221 27294-12 · Fax +49 221 2571882

Private Banking Frankfurt
Liebigstraße 6 · 60323 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 505071-70 · Fax +49 69 724298

Private Banking München
Maximilianstraße 2 · 80539 München
Tel. +49 89 255596-0 · Fax +49 89 255596-199