

Fremdkapital in Infrastrukturanlagen – Teil 2

Der Verwendungszweck des Fremdkapitals ist entscheidend

Im ersten Teil unseres Artikels wurde festgehalten, dass Infrastrukturanlagen, die einen Hebel aufweisen, weiterhin als alternative Anlagen gelten.¹ Daher ist die Frage relevant, wann genau bei einer Fremdkapitalaufnahme von einem Hebel auszugehen ist.

Die in ein Infrastrukturprojekt eingebundenen Gesellschaften sind oftmals im Rahmen einer Holdingstruktur organisiert. Die Frage ist entscheidend, wann bei einer Fremdkapitalaufnahme von den Gesellschaften, die zwischen der operativen Gesellschaft und dem Fonds stehen, von einem Hebel auszugehen ist. Nachfolgend versuchen wir, hierauf eine Antwort zu geben.

In den vorliegenden Überlegungen nicht behandelt werden können die weiteren Voraussetzungen für eine zulässige Anlage (Diversifikation, Verbot Nachschusspflicht etc.) sowie weitere Einschränkungen, die sich beispielsweise aus der ASV ergeben. Ebenfalls ausgeblendet wird die kurzfristige Fremdkapitalaufnahme auf der obersten Fund-Stufe zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen (z. B. bei Rücknahmen).

Was gilt als Hebel?

Wie im ersten Teil unseres Artikels bereits erwähnt, wird der Begriff Hebel in der BVV 2 nicht definiert. Die Alltagsprache hält ebenfalls keine verwertbare Definition bereit. Fachsprachlich gibt es sodann verschiedene Definitionen des Begriffs Hebel.² Diese Definitionen sind

¹ Artikel «Hebel oder nicht Hebel, das ist hier die Frage» derselben Autoren, «Schweizer Personalvorsorge» 06/21, Seite 111.

² Vgl. z. B. die Definition von Hebelwirkung in Art. 23 lit. I KKV-FINMA sowie jene von Hebelfinanzierung in Art. 4 Ziff. 1 lit. v der europäischen AIFM-Richtlinie; vgl. im Übrigen zudem die Definition von Leverage auf Investopedia.com und im Finanzlexikon der Handelszeitung (abrufbar unter www.handelszeitung.ch/finanzlexikon/leveraging). Fachsprachlich wird der Begriff Hebel oft ausschliesslich mit Bezug auf den Optionshandel verwendet und beschreibt das Verhältnis zwischen Optionsschein und Kurs des diesbezüglichen Basiswerts (vgl. Finanzlexikon von PPCmetrics, abrufbar unter ppcmetrics.ch/de/publikationen/finanzlexikon/hebel/, sowie das Finanzlexikon der Handelszeitung zum Begriff Hebel). Diese enge Begriffsumschreibung macht im vorliegenden Kontext jedoch wenig Sinn.

IN KÜRZE

Das Hebelverbot wird nicht verletzt, wenn Fremdkapital aufgenommen wird, um damit die operative Tätigkeit einer Infrastrukturgesellschaft zu finanzieren.

jedoch im Kontext der vorliegenden Frage nicht eindeutig und führen daher nicht zu einer klaren Lösung. Aus diesem Grund sind die Überlegungen des Ordnungsgebers einzubeziehen.

Wie ein Blick in die Mitteilungen über die berufliche Vorsorge zeigt, wird im Rahmen der BVV 2 dann von einem Hebel gesprochen, wenn eine Kreditaufnahme bzw. ein Einsatz von Fremdkapital erfolgt.³

In den Erläuterungen des Bundesamts für Sozialversicherungen (BSV) zu Art. 53 Abs. 1 lit. d^{bis} BVV 2 (siehe hierzu den ersten Teil unseres Artikels) wird der Fremdkapitaleinsatz innerhalb eines Infrastrukturprojekts jedoch nicht grundsätzlich mit einem Hebel gleichgesetzt. Es wird zwar festgehalten, dass eine Fremdkapitalaufnahme auf Fund- oder Fund-of-Fund-Stufe als Hebel anzusehen ist, eine Fremdkapitalaufnahme innerhalb der den Sachwert haltenden Gesellschaft stellt jedoch kein Hebel dar.

In den Ausführungen des Ordnungsgebers sind somit zwei Aspekte erkennbar: Einerseits die Frage, wofür das Fremdkapital verwendet wird (Beteiligung am Projekt «hebeln») und andererseits die Stufe, auf der Fremdkapital aufgenommen wird (Fremdkapital auf

³ Vgl. Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 108, 17 ff.; vgl. Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 123, 93; vgl. Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 138, 18.

Laurence Uttinger

lic. iur., Rechtsanwältin,
AVS Rechtsanwältin AG,
Zug



Raphael Zellweger

M.A. HSG, Rechtsanwalt,
AVS Rechtsanwältin AG,
Zug



Ebene einer Infrastruktur-Firma gilt nicht als Hebel/Fremdkapital, auf Fund- oder Fund-of-Fund-Stufe hingegen schon). Diese zwei vom Ordnungsgeber genannten Aspekte sind zur Beantwortung der eingangs gestellten Frage heranzuziehen und vor dem Hintergrund des Regelungsziels – Förderung von Infrastrukturanlagen – einzuordnen.

Bestimmt der Zweck der Fremdkapitalaufnahme die Einordnung als Hebel?

In Bezug auf den Zweck der Fremdkapitalaufnahme können – sehr vereinfacht gesagt – zwei Szenarien unterschieden werden: Entweder wird die Beteiligung selbst mit Fremdkapital erworben oder die Fremdkapitalaufnahme dient der Sicherstellung des operativen Betriebs.

Wird mittels Fremdkapital eine operative Investition getätigt (z. B. in einem Industrieunternehmen eine neue Maschine gekauft), soll das Unternehmen vom Gebrauchswert profitieren, d. h. die Investition dient dem operativen Betrieb. Wird jedoch eine Finanzinvestition getätigt, erwartet der Investor, dass diese dem Unternehmen durch ihre Wertentwicklung dient.

Der Unterschied zeigt sich auch darin, dass bei einer operativen Investition die erworbenen Vermögen nach ihrer Beschaffung allein schon aufgrund buchhalterischer Grundsätze an Wert verlieren, da sie der Abschreibung unterliegen. Demgegenüber verlässt sich der Investor bei einer Finanzinvestition darauf, dass die Vermögenswerte zumindest werthaltig sind und einen stetigen Ertrag generieren oder ihren Wert sogar steigern.

Werden diese Investitionen nun mit Fremdkapital finanziert, ergibt sich in Bezug auf den Sicherheitsaspekt, der für die BVV 2 wesentlich ist, ein entscheidender Unterschied: Bei einer Finanzinvestition kann der Wertverfall des fremdfinanzierten Vermögenswerts bzw. die damit einhergehenden Sicherstellungspflichten den Fremdkapitalnehmer in eine finanzielle Schieflage bringen, da die Investition in der Erwartung getätigt wurde, dass es gerade nicht zu einem solchen Wertverfall kommt. Bei operativen Investitionen dienen die fremdfinanzierten Vermögenswerte jedoch dem Betrieb und Unterhalt der für die operative Ge-

schaftstätigkeit notwendigen Anlagen, deshalb dürfte sich ein allfälliger Wertverlust nicht zwingend auf die finanzielle Stabilität des Fremdkapitalnehmers auswirken.

Es ist uns selbstverständlich bewusst, dass sich ein Fremdkapitaleinsatz in der Realität oftmals nicht einem einzigen dieser beiden Extreme zuordnen lässt und die Motivation für den Fremdkapitaleinsatz in der Regel vielschichtig ist. Eine Auslegung von Art. 53 Abs. 1 lit. d^{bis} BVV 2 bzw. der diesbezüglichen Erläuterungen des Ordnungsgebers erfordert jedoch, dass dem Ordnungsgeber eine gewisse inhaltliche Kohärenz unterstellt wird.

Die Unterscheidung zwischen Fremdkapital für operative Investitionen einerseits und für Finanzinvestitionen andererseits macht mit Blick auf den Zweck der neu eingeführten Anlagekategorie auch Sinn: Denn anders als bei den Beteiligungen nach lit. d wird bei der Anlagekategorie nach lit. d^{bis} nicht eine Anlageform umschrieben, sondern es erfolgt eine inhaltliche Definition der Anlagekategorie (nicht jegliche Beteiligungen, sondern nur jene zum Zweck der Infrastrukturanlagen). Damit eine Gesellschaft als Infrastrukturanlage qualifiziert, muss diese folglich zwingend dem Zweck der Bereitstellung einer Infrastruktur oder dem Betrieb einer solchen dienen.⁴ Das Tätigen von Finanzinvestitionen ist davon nicht umfasst.

Wir sind deshalb der Auffassung, dass beim Einsatz von Fremdkapital nur dann ein Hebel anzunehmen ist, wenn dieses dazu dient, Beteiligungen an Infrastrukturfirmen oder Projekten zu erwerben bzw. zu finanzieren (Finanzinvestition). Vor diesem Hintergrund scheinen die Ausführungen des Ordnungsgebers zudem kohärent: Auf der untersten Ebene eines Infrastrukturprojekts, der eigentlichen «Infrastrukturfirma», die ja den operativen Betrieb des Infrastruktursachwerts bezweckt, dürfte eine Fremdkapitalaufnahme in der Regel diesem operativen Betrieb dienen. Da diese Gesellschaften keine Beteiligungen halten,

⁴ Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass der Begriff Infrastruktur ebenfalls nicht definiert ist, dass also auch diesbezüglich Interpretationsspielraum besteht (siehe dazu auch Artikel Ebeling, Seite XY).

liegt auch keine Gefahr von Finanzinvestitionen vor.

Deshalb erscheint es nachvollziehbar, wenn der Ordnungsgeber die Fremdkapitalaufnahme auf Stufe einer Infrastrukturfirma als mit dem Hebelverbot vereinbar qualifiziert.

Zusammengefasst liegt ein Hebel im Sinne der BVV 2 also vor beim Einsatz von Fremdkapital zur Erzeugung einer Hebelwirkung (Leverage), was das BSV schon länger als mit dem Hebelverbot nicht vereinbar ansieht.⁵ Diese Unterscheidung nach dem Zweck der Fremdkapitalaufnahme muss unseres Erachtens auch für die anderen Gesellschaften innerhalb der im ersten Teil dieses Artikels dargestellten Struktur gelten.

Bestimmt die Stufe der Fremdkapitalaufnahme die Einordnung als Hebel?

Die Ausführungen des BSV könnten auch so verstanden werden, dass die Hebeldefinition mit der Ebene der Fremdkapitalaufnahme in Zusammenhang steht. Dafür gibt es unseres Erachtens jedoch keinen Grund: Denn weder unter dem Aspekt der Sicherheit noch mit dem Argument, dass eine Infrastrukturanlage möglichst ausschliesslich Infrastrukturrisiken (und nicht Finanzrisiken) beinhalten sollte, spielt die Stufe der Fremdkapitalaufnahme eine Rolle.

Demgegenüber kann es gute Gründe für eine Fremdkapitalaufnahme ausserhalb der operativen Gesellschaften geben: Beispielsweise kann die Bündelung mehrerer Vermögenswerte bzw. Gesellschaften unter einer Holdinggesellschaft zu günstigeren Kreditkonditionen führen. Einerseits sind dabei Steuervorteile denkbar und andererseits führt die Diversifizierung (und dadurch Stabilisierung) der erwarteten Cashflows der verschiedenen operativen Gesellschaften innerhalb einer Holdinggesellschaft zu einer Reduktion des Ausfallrisikos.

Diese Risikoreduktion ermöglicht es, bessere Fremdkapitalkonditionen zu erhalten, was wiederum den operativen Gesellschaften und letztlich den Anlegern des Fonds zugutekommt. Aus dem Umstand, dass die Kreditaufnahme auf Stufe einer Holdinggesellschaft geschieht, lässt sich daher nichts in Bezug

⁵ Vgl. die Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 108, 19.

auf den Verwendungszweck des aufgenommenen Fremdkapitals ableiten.

Zwar ist nicht zu übersehen, dass eine operative Fremdkapitalaufnahme je unwahrscheinlicher wird, je «weiter weg» von der operativen Gesellschaft das Fremdkapital aufgenommen wird. Die Ebene der Fremdkapitalaufnahme kann daher als Indiz für den Verwendungszweck des Fremdkapitals dienen. Konsequenterweise kann es aber nicht alleine darauf ankommen, auf welcher Stufe der Struktur die Fremdkapitalaufnahme erfolgt.

Stufe der Kapitalanlage ist ein Indiz, der Zweck entscheidend

Zusammengefasst sind wir der Ansicht, dass in Bezug auf die BVV 2 dann von einem Hebel auszugehen ist, wenn Fremdkapital aufgenommen und dieses für eine Finanzinvestition verwendet

wird, d. h. dem (strategischen) Ziel dient, das Exposure in Bezug auf die fremdkapitalfinanzierten Anlagen und die erwartete Eigenkapitalrendite zu erhöhen.

Der Verordnungsgeber hat in den Erläuterungen diesbezüglich festgehalten, dass im Sinne eines Rahmens die Fremdkapitalaufnahme auf Fund- oder Fund-of-Fund-Stufe immer einen Hebel darstellt, die Fremdkapitalaufnahme auf Stufe der operativen Infrastrukturgesellschaft hingegen nicht. Erfolgt die Fremdkapitalaufnahme auf einer Zwischenstufe des Infrastrukturprojekts, also einer Holdinggesellschaft, liegt aus unserer Sicht kein Hebel im Sinne von Art. 53 Abs. 5 BVV 2 vor, wenn die Fremdkapitalaufnahme operativen Zwecken dient. Insofern ist die Stufe der Fremdkapitalaufnahme ein Indiz für deren Zweck – je weiter oben in der Holdingsstruktur die Fremdkapitalaufnahme erfolgt, desto

eher ist diesbezüglich von einem Hebel auszugehen.

In der Praxis führt diese Schlussfolgerung leider nicht zu weniger Komplexität – im Gegenteil: Es liegt letztlich in der Verantwortung der Vorsorgeeinrichtung, mittels Analyse der Infrastrukturanlage zu prüfen, zu welchem Zweck die verschiedenen Akteure innerhalb der Struktur Fremdmittel aufnehmen können und die daraus notwendigen Schlüsse für die Einordnung der Investition in die Anlagekategorien der BVV 2 zu ziehen. Vorsorgeeinrichtungen sollten darauf bestehen, dass im Fondsprospekt der Infrastrukturanlage, die man ihr zu vermitteln versucht, festgehalten wird, dass die Fremdkapitalaufnahme innerhalb des Infrastrukturprojekts einzig operativen Zwecken dient. |