

Investieren in Infrastruktur

ein Special des

VentureCapital
Magazin



powered by

ALTIUS
ASSOCIATES®

cee 

 **SOLUTIO AG**
Anlagekonzepte für Institutionen

YIELCO
Investments



WARUM WIR SO OFFEN FÜR INFRASTRUKTURINVESTMENTS SIND? WEIL WIR GENAU WISSEN, WOHIN SIE FÜHREN.

Investitionen im Infrastrukturbereich sind als Thema omnipräsent. Aber noch nicht in allen Portfolien. Der Grund? Fehlende Erfahrungswerte und Unsicherheiten, die wir als Spezialist für die Asset-Klassen Infrastruktur, Private Equity und Immobilien gerne ausräumen. Sprechen Sie uns an: www.solutio.ag



SOLUTIO AG
Anlagekonzepte für Institutionen

SOLUTIO AG
Nördliche Münchner Straße 9c
82031 Grünwald

Tel.: +49 89 360357-0
Fax: +49 89 360357-28
eMail: info@solutio.ag

Assetklasse mit Zukunft



Susanne Gläser, Chefredakteurin

Liebe Leserinnen und Leser,

in Deutschland wird gebaut: In Berlin entsteht ein Flughafen, in Stuttgart wird der Schienenverkehr erweitert, in Dresden wurde gerade die lange umstrittene Waldschlößchenbrücke eingeweiht, in München liefen die ganzen Sommerferien über Arbeiten an der Stammstrecke der S-Bahn. Ohne eine moderne Infrastruktur geht in unserem Land schon seit Langem nichts mehr. Wir halten es für selbstverständlich, dass wir zwischen Auto, Bahn, Bus und Flugzeug wählen können, um ans andere Ende der Republik zu kommen. Wie selbstverständlich fahren wir mit der Gondel in wenigen Minuten auf die Zugspitze. Und unser Strom kommt natürlich aus der Steckdose, am liebsten grün, um das Gewissen zu erleichtern.

Von den meisten Annehmlichkeiten moderner Infrastruktur konnten die Generationen vor uns nur träumen. Wir stehen derweil vor der Herausforderung, sie kontinuierlich zu pflegen und auszubauen. Und das ist teuer: Allein die Kommunen werden bis 2020 700 Mrd. EUR für Infrastruktur ausgeben müssen. Die Energiewende in Deutschland dürfte 800 Mrd. EUR kosten. Und die Herausforderungen in Deutschland sind klein im Vergleich zu

den Umwälzungen, die in anderen Regionen der Welt bevorstehen: In Asien wächst der Energiebedarf ins Unendliche, eine aufstrebende Mittelschicht möchte mehr Wohlstand, mehr Konsum, mehr Reisen. Im Nahen Osten hingegen kämpft man auf engem Raum um die Wasserversorgung. In den meisten Staatshaushalten klafft derweil ein so tiefes Loch, dass unmöglich alle nötigen Projekte umgesetzt werden können.

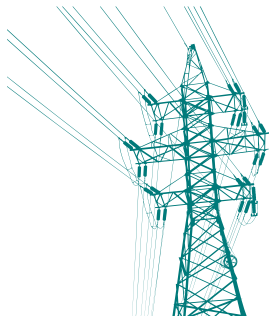
Um die Versorgung und den Wohlstand der Bevölkerung weltweit sicherzustellen, ist privates Kapital deshalb unerlässlich. Für Investoren bieten sich hier enorme Chancen – Infrastruktur ist eine Assetklasse mit Zukunft. In den kommenden Jahren werden immer mehr institutionelle, aber auch private Investoren den Bau von Schienen oder Straßen, von Windkraftwerken und Pipelines finanzieren. Allein im ersten Halbjahr 2013 wurden weltweit 14,5 Mrd. EUR in Infrastruktur-Fonds investiert – das Volumen dürfte sich künftig noch deutlich steigern.

Auch für Private Equity-Gesellschaften bietet der Boom neue Chancen: Hier wartet ein stark wachsender Fundraisingmarkt darauf, erobert zu wer-

den. Große Beteiligungsinvestoren setzen schon seit einigen Jahren auf den Sektor, immer mehr Häuser wagen sich an die Assetklasse heran. Wer Buyout kann, der kann auch Infrastruktur, so lautet die Rechnung der Fondsmanager. Dabei folgt die neue Assetklasse anderen Regeln und hat ihr eigenes Chancen-Risiko-Profil. Einfach nur Fondsmodelle übertragen und loslegen, ist keine tragfähige Herangehensweise. Stattdessen heißt es, ein neues Geschäftsmodell zu verstehen und das Team um Experten zu erweitern. Einen ersten Überblick gibt das vorliegende Special. ■

Eine gewinnbringende Lektüre wünscht Ihnen

susanne.glaeser@vc-magazin.de



Fotos: Panthermedia/Andrea Ong

3 Editorial Assetklasse mit Zukunft

Assetklasse

- 6 Infrastrukturinvestments stellen Private Equity-Gesellschaften vor neue Herausforderungen
Neue Assetklasse, neue Regeln
- 12 Auf die richtigen Bausteine setzen
Investitionsstrategien im Infrastrukturbereich
Robert Massing, Wolf-Dieter Pick, Solutio

Portfolio

- 14 Konstruktion eines robusten Infrastrukturportfolios
Risiken händeln, Rendite sichern
Joachim Suter, Altius Associates
- 16 Interview mit Detlef Mackewicz, Mackewicz & Partner, und Daniel Kropp, Ärzteversorgung Thüringen
„Wir sehen eine Alternative zum Fixed Income-Sektor“
- 18 Herausforderungen für Investoren
Die beste Strategie: Diversifizierung
Uwe Fleischhauer, Dr. Matthias Unser, Yielco Investments

Investment

- 20 Investieren mit Sicherheit
Rechtliche und steuerliche Prüfung bei Infrastrukturfonds
Uwe Bärenz, P+P Pöllath + Partner
- 22 Interview mit Frank Dornseifer, BAI
„Alle Beteiligten durchlaufen noch einen Lernprozess“

- 24 Portfoliodiversifikation mit täglich liquider Kerninfrastruktur
Stabile Erträge, keine Zyklen
Markus Pimpl, Partners Group

Praxis

- 26 Beitrag von Dr. Peter Ramsauer, Bundesminister für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung
Finanzierung der Verkehrsinfrastruktur sichern – Zukunft sichern
- 28 Interview mit Detlef Schreiber, CEE
„Der Investor muss nah am Geschehen sein“

Service

- 30 Partner der Ausgabe im Portrait

Impressum

„Investieren in Infrastruktur“

ein Special des VentureCapital Magazins

Verlag: GoingPublic Media AG, Hofmannstr. 7a, 81379 München,
Tel.: 089-2000339-0, Fax: 089-2000339-39, E-Mail: info@goingpublic.de,
Internet: www.vc-magazin.de, www.goingpublic.de

Redaktion: Susanne Gläser (Chefredakteurin), Matthias Renz (Verlagsleitung), Benjamin Heimlich

Mitarbeit an dieser Ausgabe:

Uwe Bärenz, Uwe Fleischhauer, Robert Massing, Wolf-Dieter Pick, Markus Pimpl, Dr. Peter Ramsauer, Joachim Suter, Matthias Täuber, Dr. Matthias Unser

Gestaltung: Andreas Potthoff, Holger Aderhold

Titelbild: © Panthermedia/sunnyfrog

Druck: Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg



Investments in erneuerbare Energien

Saubere Konzepte brauchen saubere Finanzierungen. Bereits seit dem Jahr 2000 bietet cee Projekt- und Technologie-Know-how und maßgeschneiderte Eigenkapitallösungen in den Sektoren erneuerbare Energien und Cleantech. www.cee-holding.de

cee 



Infrastrukturinvestments stellen Private Equity-Gesellschaften vor neue Herausforderungen

Neue Assetklasse, neue Regeln

Investments im Bereich Infrastruktur sind doppelt gefragt: Zum einen benötigen die Staaten überall auf der Welt mehr Kapital, um Straßennetze, Energieprojekte, Städtebaumaßnahmen oder Wasserversorgung aufrechterhalten und weiterentwickeln zu können. Zum anderen suchen institutionelle Investoren händeringend nach Assets, die in Zeiten niedrigster Anleihecoupons ihr Geschäftsmodell sichern. Private Equity-Gesellschaften bietet sich hier ein riesiger neuer Markt. Doch wer von der neuen Assetklasse profitieren möchte, muss auch nach ihren Regeln spielen.

Der Bedarf nach Infrastrukturinvestitionen ist so enorm, dass ihn öffentliche Haushalte alleine nicht werden decken können. In Asien werden die Staaten laut einer Studie von Booz Allen Hamilton bis ins Jahr 2030 über 9 Bio. USD in die Wasserversorgung investieren müssen. In Europa werden demnach 3,1 Bio. USD für Erhalt und Erweiterung von Straßen- und Schienennetzen benötigt. Die Energiewende in

Deutschland wird laut Deutschem Institut für Wirtschaftsforschung 800 Mrd. EUR verschlingen. Die deutschen Kommunen werden für Infrastruktur bis 2020 über 700 Mrd. EUR ausgeben, prognostiziert der Deutsche Städte- und Gemeindebund. Zahlen dieser Art könnte man seitenweise aufführen. Schnell wird klar: Ohne privates Kapital wird wohl kein Staat der Welt die dringend benötigten Infrastrukturprojekte realisieren können.

Sinkende Renditen mit Staatsanleihen

Das trifft sich gut, denn private Investoren sind derzeit auf der Suche nach lukrativen und gleichzeitig sicheren Anlagemöglichkeiten. Die dauerhaft niedrigen Zinsen von Assets, die traditionell als sicher galten, reichen Versicherern und Pensionskassen nicht mehr aus, um die versprochenen Ausschüttungen zu zahlen und gleichzeitig noch wirtschaftlich zu arbeiten. Im Juli rentierten Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit von Ländern mit (noch) gutem Rating zum Teil weit unter 3%, beispielsweise US-Bonds mit 2,56%, Staatsanleihen von Österreich mit 2,06% oder der Niederlande mit 2,03%. Unter 2% notierten zehnjährige Anleihen von Finnland (1,90%), Luxemburg (1,84%) und Deutschland (1,63%). Die Bonds machen aber den Löwenanteil im Portfolio institutioneller Investoren gerade in Deutschland aus. So sind über 80% des Kapitals deutscher Versicherer in Anleihen allokiert. Kein Wunder, dass beispielsweise die Nettorendite deutscher Lebensversicherer von 7,5% in den 1990er-Jahren auf 4% in den vergangenen zwei Jahren gefallen ist.

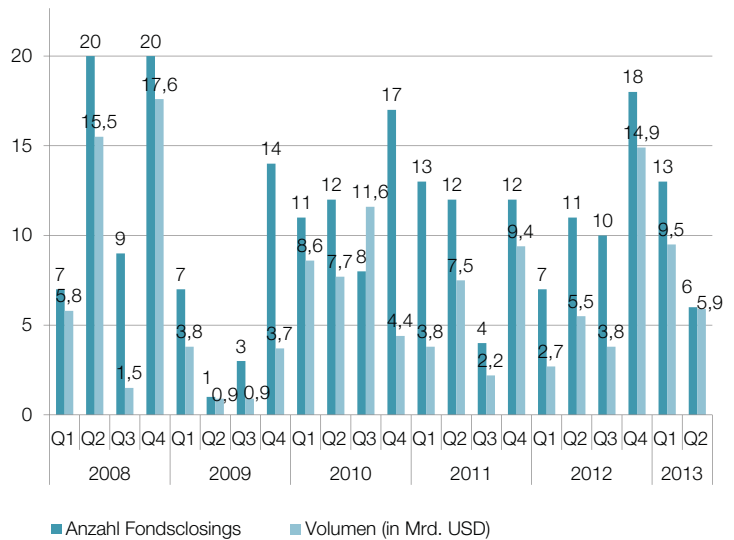
Investoren sehen viele Vorteile

Anlagen in Infrastruktur bieten aus Sicht vieler Investoren einen Ausweg: Langfristige Verträge oder Konzessionen machen Investments planbar und verringern das Ausfallrisiko. Die Projekte versprechen gut prognostizierbare, stabile Cashflows. In den aktuell unsicheren Zeiten mit großer Volatilität auf den Märkten ist das Vertrauen in Sachwerte ohnehin groß. Und welche Assetklasse bietet heutzutage schon 6 bis 8% laufende Rendite? Der Nachteil der Illiquidität rückt da schnell in den Hintergrund, zumal einige Institutionelle ohnehin einen sehr langfristigen Anlagehorizont haben und auch Investments mit 20 Jahren Laufzeit nicht scheuen.

Fundraising in Milliardenhöhe

Wie begehrt die Assetklasse ist, zeigen aktuelle Fundraising-Zahlen. Im ersten Halbjahr 2013 haben nicht börsennotierte Infrastrukturfonds weltweit 14,5 Mrd. USD Kapital eingesammelt – 77% mehr als im selben Zeitraum 2012, meldet der Branchendienst Preqin. Auf

Fundraising nicht börsennotierter Infrastrukturfonds



Quelle: Preqin Infrastructure Online

dem Markt sind derzeit 144 Fonds, insgesamt wollen sie weitere 93 Mrd. USD einwerben. Auch in Deutschland ist der Trend in vollem Gange: Auf einem Branchenkongress des Bundesverbands Alternative Investments im Mai dieses Jahres gaben 74% der anwesenden Investoren an, in diesem oder im kommenden Jahr in Infrastruktur-Assets investieren zu wollen. Luft nach oben haben sie allemal: Die Infrastrukturquote der meisten institutionellen Investoren in Deutschland liegt derzeit bei deutlich unter 5%, viele haben noch überhaupt keine Erfahrungen mit der Assetklasse.

Überblick über die Assetklasse Infrastruktur

 Kommunikation	 Transport	 Ver-/Entsorgung	 Soziales	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kabelnetzwerke ▪ Mobilfunknetze ▪ Radio-/TV-Sende-Einrichtungen ▪ Satellitennetze ▪ Telekommunikations-Netze ▪ Mobilfunkantennen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bahn-/Schienennetze ▪ Brücken/Tunnel ▪ Fähren ▪ Häfen (Flug, See) ▪ Mautstraßen ▪ Parkhäuser ▪ Straßenbahn 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abfall ▪ Elektrizitätswerke ▪ Gasnetze/ Gasversorgung ▪ Kraftwerke ▪ Neue Energien (EE) ▪ Wasser/Abwasser 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bildung ▪ Freizeit/Kultur ▪ Gesundheit ▪ Justizvollzug/ Sicherheit ▪ Verwaltung ▪ Wohnraum (Senioren) 	
Risiko	Wettbewerb (unreguliert)	Input/Output (Verkehrsaufkommen)	Regulatorische Änderungen	Staatlich/politisch

Quelle: Yielco Investments

Größte Fondsclosings nicht börsennotierter Infrastrukturfonds, Januar bis Juni 2013

Fonds	Gesellschaft	Größe (in Mio.)	Fokus
Macquarie European Infrastructure Fund IV	Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA)	2.750 EUR	Europa
EQT Infrastructure II	EQT Funds Management	1.925 EUR	Europa
Axa Infrastructure Generation III	Axa Private Equity	1.450 EUR	Europa
Urban Construction Fund	Suzhou International Development Venture Capital Holding	10.000 CNY	Asien
DIF Infrastructure III	DIF	800 EUR	Europa
Macquarie Everbright Greater China Infrastructure Fund	Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA)	870 USD	Asien
Innisfree PFI Secondary Fund II	Innisfree	540 GBP	Europa
Energy Capital Partners Mezzanine Opportunities Fund	Energy Capital Partners	805 USD	Nordamerika
iCON Infrastructure Partners II	iCON Infrastructure	466 EUR	Europa
InfraMed Infrastructure	InfraMed Management	385 EUR	MENA

Quelle: Preqin Infrastructure Online

Chancen für Private Equity

Der Megatrend Infrastruktur bietet also hervorragende Fundraising-Opportunitäten. Die Chancen haben Private Equity-Gesellschaften, die auf ihrem angestammten Terrain mit rückläufigen Volumina und großer Zurückhaltung bei den Investoren kämpfen, bereits erkannt. Große, international tätige Häuser wie KKR, EQT, Axa, Fortress oder 3i sind schon vor Jahren in den Sektor eingestiegen. Seither setzen immer mehr Anbieter auf den Wachstumsmarkt. Beispielsweise hat der Schweizer Assetmanager Capital Dynamics vor Kurzem eine neue Strategie für die Bereiche „Clean Energy and Infrastructure“ verkündet. Unter anderem schlossen die Schweizer im vergangenen Sommer einen 282 Mio. USD schweren Fonds, der Direktinvestitionen in Solarenergieprojekte in den USA tätigt. Zu den Investoren gehörten auch Institutionelle, Family Offices und Privatpersonen aus Deutschland. Unter den großen Schweizer Anbietern ist Capital Dynamics nicht alleine, beispielsweise setzen auch die Partners Group und Altius Associates auf Infrastrukturangebote.

Know-how übertragen

An deutschen Private Equity-Gesellschaften ist der Trend bislang vorbeigegangen. „Das liegt auch daran, dass die deutschen Beteiligungsgesellschaften und ihre Fonds im internationalen Vergleich eher zu klein sind, um mit den großen internationalen Playern zu konkurrieren“, meint Ulrike Hinrichs, Geschäftsführerin des deutschen Branchenverbands BVK. Mit Blick auf die Zukunft hat aber auch der BVK das Thema aufgegriffen: Auf dem 14. Deutschen Eigenkapitaltag im Mai sprach Bundesverkehrsminister Peter Ramsauer über nötige Investitionen im Infrastrukturbereich und Public Private Partnerships (PPP). Hinrichs sieht auch eine thematische Nähe der Beteiligungsgesellschaften: „Der Unterschied zwischen Infrastrukturinvestments und klassi-



Ulrike Hinrichs, BVK

schen Private Equity-Investments ist nicht derart groß, sodass die Gesellschaften viel bestehendes Know-how – etwa bei Finanzierung, Bewertung, Due Diligence, strategischem Management – einbringen können.“

Streit um Konditionen

Entsprechend schnell haben die Finanzinvestoren das Thema für sich entdeckt. In der ersten Pionierphase zwischen 1994 und 1997 starteten zwar erst nur eine Handvoll Infrastrukturfonds, zwischen 2005

und 2007 fand dann aber der große Boom statt, an dem auch Private Equity-Gesellschaften kräftig mitwirkten. In dieser Phase sammelten 72 Infrastrukturfonds ein Volumen von rund 120 Mrd. USD ein. Abgesehen von Produkten, die von Versicherungen, Pensionskassen oder Banken initiiert wurden, folgte etwa die Hälfte der Fonds dem Private Equity-Modell: Die Fonds wurden wie Beteiligungsfonds strukturiert, das klassische Gebührenmodell von 2% Management Fee und 20% Carry bei einer Hurdle Rate bei ca. 8% wurde 1:1 übertragen. „Das Problem ist nur: Das Modell passt nicht auf die Mehrzahl der Infrastrukturfonds“, kritisiert Hans-Peter Dohr, Managing Director von DC Placement Advisors. Dohr strukturiert und platziert Infrastrukturfonds im Auftrag von General Partnern und kennt die Diskussion mit den Limited Partnern aus erster Hand. „Die Erfahrungen mit der ersten Fondsgeneration hat zu langen Diskussionen zwischen den Parteien geführt“, berichtet der Berater. Das hat handfeste Gründe: Core Infrastructure Funds, die die von institutionellen Investoren bevorzugte risikoärmere Strategie verfolgen, erwirtschaften zwischen 8 und 10% Eigenkapitalrendite – gemessen an diesen Returns sind die klassischen Private Equity-Gebühren zu hoch. Hinzu kommt: „Bei vielen Infrastrukturprojekten sind die Umsätze und Cashflows stabil, da kann ein Manager durch operative Arbeit nichts steigern“, erläutert Dohr. Die Konsequenz: Der Manager hat in den Augen der Investoren dann auch nicht Fees in der Höhe verdient, wie sie Private Equity-Manager für ihre Wertsteigerungsansätze erhalten.



Hans-Peter Dohr, DC Placement Advisors

Managementgebühren nehmen ab

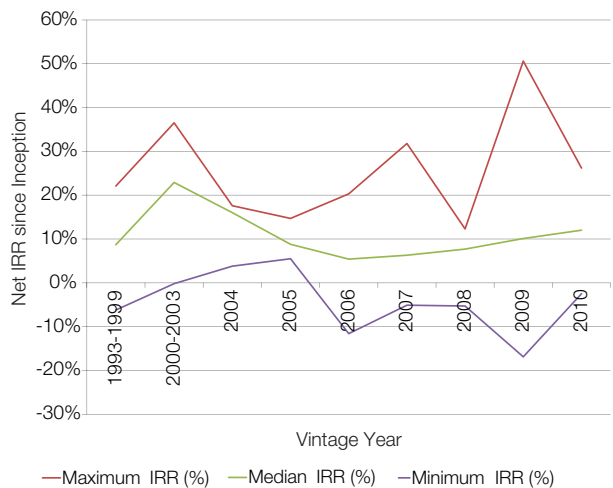
Beide Geschäftsmodelle sind sich anscheinend doch nicht so ähnlich, wie die Branche es oft darstellt. „Private Equity-Manager erwirtschaften Renditen, indem sie das Wachstum und damit den Wert ihrer Portfoliounternehmen steigern

und die Firmen dadurch lukrativ verkaufen können. Das funktioniert mit Infrastruktur-Assets nicht, sie produzieren konstante EBITDAs“, erläutert Dohr. Eine Ausnahme stellten Distressed Assets dar, wo auch im Infrastrukturbereich Value Add-Ansätze gefragt seien. Dohrs Fazit: „Beide Strategien erfordern einen komplett anderen Mindset. Die handelnden Personen brauchen andere Fähigkeiten und auch andere Persönlichkeitsstrukturen.“ Die großen Beteiligungshäuser reagieren bereits auf die unterschiedlichen Anforderungen, indem sie eigene Infrastrukturteams aufbauen oder einkaufen. Auch in die Fondsstrukturierung kommt Bewegung. „Derzeit gibt es einen Shift bei den Konditionen hin zu niedrigeren Managementgebühren“, berichtet Dohr. Die Gebührenfrage werde immer häufiger mit einem Modell geregelt, das 1% Management Fee und 10% Carry vorsieht. „Bei PPP-Projekten mit Konzessionen, die teilweise über 30 Jahre laufen, ist eigentlich überhaupt kein Carry mehr darstellbar. Hier werden häufig Lösungen mit einer variablen Hurdle Rate vereinbart, die übersprungen wird, wenn gewisse Benchmarks erreicht sind, und das Management wird durch Boni incentiviert“, berichtet der Placement Advisor.

Alternative ELTIF?

Bei der Fondsstrukturierung dominiert wie im Private Equity-Bereich das Limited Partner-Modell. Bei europäischen

IRR nicht börsennotierter Infrastrukturfonds, nach Auflegungsjahr



Quelle: Preqin Infrastructure Online

Fonds werden aber auch Luxemburger Fondsstrukturen gerne gewählt, beobachtet Christian Schatz, Partner der Kanzlei SJ Berwin. „Die Anbieter müssen die grundlegende Entscheidung treffen, ob sie ein klassisches Private Equity-

ANZEIGE

BAI e.V. – Die assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung der Alternative Investment-Branche.

NUTZEN AUCH SIE DIE VORTEILE EINER MITGLIEDSCHAFT

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) vertritt die Interessen von über 130 Unternehmen aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments Geschäfts. Seit Gründung im Jahre 1997 setzt er sich dafür ein, dass deutsche professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments einfacher und effizienter diversifizieren können, insbesondere im Hinblick auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge.

- Lobbyarbeit auf nationaler und europäischer Ebene
- Etablierte regelmäßige Verbandsveranstaltungen unter Einbindung von Investoren
- Professionelles Networking & Arbeitsgruppen
- Umfassende Mitglieder- und Branchenbriefings
- Informationsportale für Mitglieder & Investoren



WEITERE INFORMATIONEN UNTER
www.bvai.de, info@bvai.de oder Telefon +49 (0)228 96987-0





Modell oder ein cashflowbezogenes Modell wählen“, erläutert der Anwalt. Dass die Investoren in die Assetklasse oft wegen des Cashflows investieren, muss dabei im Hinterkopf behalten werden. Aus regulatorischer Sicht könnte für Infrastrukturfonds zukünftig der „europäische langfristige Investmentfonds“ (ELTIF) eine Alternative werden. Die EU-Kommission hat Ende Juni einen Verordnungsentwurf vorgelegt, mit dem sie eine neue Fondskategorie schaffen will, die speziell auf Investitionen mit langem Anlagezeitraum abzielt. Darunter fallen Vermögenswerte, die nicht auf geregelten Märkten gehandelt werden können, als Beispiele nennt der Entwurf Infrastrukturprojekte, Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen und Immobilien. Alternative Investmentfondsmanager, die bereits von der AIFM-Richtlinie reguliert werden, können für das Vehikel ELTIF optieren. „Für Infrastrukturfonds kann das interessant sein, weil das Modell ein breites Spektrum an Anlagegegenständen einschließt und sehr vermarktungsfähig ist“, erläutert Schatz die Vorteile. Ein ELTIF kann sogar EU-weit an Kleinanleger vertrieben werden. Doch Schatz warnt: „Viele institutionelle Investoren wollen nicht zusammen mit Kleinanlegern in einen Fonds investieren. Fondsmanager sollten sich diese Option also gut überlegen.“



Christian Schatz,
SJ Berwin

Regulierung erschwert Investments

Ob sich ELTIF durchsetzt, bleibt noch abzuwarten. Die EU-Kommission hat immerhin einen Schritt gemacht, um Investments in langfristige Assets zu erleichtern. Der bestehende regulatorische Rahmen hingegen erschwert viele Investitionen, besonders in Infrastruktur. Und die noch strengeren Anforderungen von Solvency II werfen ihre Schatten voraus. Nach derzeitigem Stand wären Investments in Infrastruktur mit 49% Eigenkapital zu unterlegen. „Die Renditen des Fonds müssten diese hohen Kapitalkosten langfristig reflektieren“, erklärt Schatz, warum viele Investoren sich noch zurückhalten. Häufig

fallen die Investments in die Beteiligungsquote nach der Anlageverordnung und konkurrieren daher mit anderen Investments. Für die anstehende Anpassung der deutschen Anlageverordnung hat der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft daher die Einführung einer eigenen Quote für Infrastruktur gefordert, auch andere Investorenverbände blasen in dieses Horn. „Ich halte die Einführung einer eigenen Quote allerdings für eher unwahrscheinlich“, sagt Rechtsexperte Schatz. Viel wichtiger sei es auch im Hinblick auf das neue Versicherungsaufsichtsrecht, nach Einführung von Solvency II eine adäquate Behandlung von Infrastrukturinvestitionen unter Solvency II sicherzustellen.

Angebot deutlich hinter Nachfrage

Umsichtige Investoren haben bei Infrastrukturanlagen aber nicht nur die regulatorischen Anforderungen im Blick. Sie schauen auch sehr genau in die einzelnen Portfolios. Das derzeitige Angebot an Projekten hinkt der stark wachsenden Nachfrage und dem Dry Powder der Infrastrukturfonds nämlich noch deutlich hinterher, das befeuert die Preise und erschwert Investoren die Entscheidungen. Es lohnt, die einzelnen Angebote im Detail zu prüfen, weiß Placement Advisor Dohr: „Trotz steigender und sicherlich weiter zunehmender Investitionsaktivität in Nordamerika, Asien und Australien gibt es die meisten Infrastrukturprojekte und Fondsmanager nach wie vor in Europa. Dementsprechend haben sehr viele Fonds ähnliche oder die gleichen Projekte im Portfolio. Damit überlappen sich viele Angebote – und erschweren den Investoren die Diversifizierung.“ Große Chancen sieht Dohr deshalb für Investmentmanager mit globalen Plattformen sowie für Manager, die in nationalen oder regionalen Märkten eine dominante Marktposition einnehmen. In Deutschland, keinem Land mit Tradition in der Finanzierung von Infrastruktur, werden in Zukunft wohl mehr Projekte, vor allem PPPs, ausgeschrieben werden. Verkehrsminister Ramsauer wirbt derzeit intensiv für die Zusammenarbeit privater Investoren und öffentlicher Hand (siehe auch Seite 24). „Die Fonds müssen prüfen, inwieweit diese Projekte für sie attraktiv sind“, meint Anwalt Schatz,

„denn die PPPs weisen in der Regel lange Laufzeiten auf und erfordern oft erhebliche Ressourcen. Beispielsweise für ein Straßenbauprojekt müssen lange Vorlaufzeiten einkalkuliert werden, und gegebenenfalls ist ein ganzer Planungsstab vorzuhalten.“ Das kostet Geld und drückt auf die Rendite.

Preisdruck bei Debt Funds

Immer beliebter bei Investoren und Fondsmanagern werden unterdessen Debt Funds. In diesem Sektor hat sich die Finanzkrise sehr schnell bemerkbar gemacht. Aus den kapitalintensiven Infrastrukturprojekten zogen sich die Banken nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers mit als Erstes zurück. Den Liquiditätengpass erkannten private Player. Fonds wie Hastings oder Westpack füllten schnell die Lücke, die die Banken hinterließen. Seit die Banken wieder in das Geschäft zurückkehren und sich am Markt sehr günstig refinanzieren können, geraten die Fonds jedoch wieder unter zunehmenden Preisdruck. „Dies ist ein sehr attraktives Geschäftsfeld, da

schnell Cash Returns generiert werden, aber es sind rechtliche Vorgaben zu berücksichtigen“, ergänzt Schatz. „Bei der Vergabe von Fremdkapital kommt man z.B. in Deutschland sehr schnell in Bereiche, für die eine Banklizenz erforderlich ist. ELTIFs könnten zukünftig eine Lösung darstellen, da diese nach dem Verordnungsentwurf Darlehen vergeben dürfen.“

Fazit:

Private Investments in Infrastruktur sind ein Megatrend, der gerade erst beginnt. Institutionelle Investoren werden in den kommenden Jahren ihre Allokationen schrittweise ausbauen. Private Equity-Gesellschaften können von dem Trend profitieren, müssen ihre Konditionen aber an die Gegebenheiten der neuen Assetklasse anpassen. Von einem wachsenden Angebot profitieren dann auch die Investoren, deren Anlageerfolg von einer breiten Diversifikation abhängt.

susanne.glaeser@vc-magazin.de

ANZEIGE

'The needs of German institutional investors 2013'

Key investor survey by IPE Institutional Investment



OUR DETAILS

Full Name

Department/ Job title

Company

Street

Town/City

Post code

Country

Telephone

Fax

E-Mail

Date

Signature

PHOTO-COPY THE COUPON AND FAX TO: +49 (0) 8171 / 911 929

OR EMAIL YOUR ORDER TO: F.SCHNATTINGER@INSTITUTIONAL-INVESTMENT.DE

Learn about the aims, needs and opinions of institutional investors in the German market from the sixth annual survey by IPE Institutional Investment among investors in Germany. The 2013 edition contains the aggregated data, views and opinions of 170 institutional investors with more than €720bn in assets under management, covering markets, investment outlook, consultants and investment managers.

To order:

We would like to order 'The needs of German institutional investors 2013' survey for the price of €1.295 net, including delivery. Please send a copy of the survey to the address on the right.

Please indicate whether you require the English or German version.

German

English

IPE Institutional Investment GmbH – Lauterbachstraße 29 – D - 82538 Geretsried/Gelting

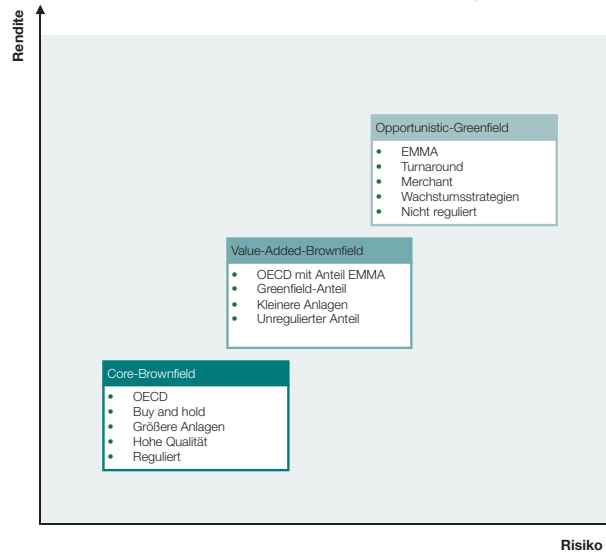
Auf die richtigen Bausteine setzen

Investitionsstrategien im Infrastrukturbereich

Im aktuellen Niedrigzinsumfeld sind viele institutionelle Investoren auf der Suche nach geeigneten Investitionsmöglichkeiten. In diesem Zusammenhang erfährt Infrastruktur derzeit viel Beachtung und wird bereits häufig als eigenständige Anlageklasse bezeichnet, die auch zunehmend Eingang in die Portfolios institutioneller Anleger findet. Die Zusammenstellung eines Portfolios erfordert spezifisches Know-how und langjährige Erfahrung.

Bestätigt wird dies in einer aktuellen Umfrage des Steinbeis Research Center for Financial Services unter institutionellen Investoren in Deutschland. Demnach planen die Investoren, den Infrastrukturanteil in ihren Portfolios von derzeit etwa 0,5% bis 2016 auf 2,0% zu erhöhen. Trotz steigender Nachfrage ist ein Nachfrageüberhang nicht zu befürchten, da auf der anderen Seite ein ebenfalls stark wachsender Bedarf an Investitionen steht. Eine kürzlich veröffentlichte Studie von McKinsey beziffert den Investitionsbedarf im Infrastrukturbereich bis ins Jahr 2030 weltweit auf mehr als 57 Bio. USD, wobei Energie- und Straßeninvestitionen für mehr als die Hälfte des benötigten Volumens stehen.

Infrastruktur in der Rendite-Risikobetrachtung



Quelle: UBS Global Asset Management/SOLUTION AG

Opportunistic-Greenfield	<p>Strategie</p> <ul style="list-style-type: none"> • Entwicklungsprojekte • Merchant Power, Distressed <p>Ziele</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fokus Kapitalgewinn • Kürzere Haltdauer 2 – 4 Jahre • Alpha <p>Beispiele</p> <ul style="list-style-type: none"> • InfraRed • Energy Capital Partners <p>Risiken</p> <ul style="list-style-type: none"> • Höhere Volatilität • J-Kurve
Value-Added-Brownfield	<p>Strategie</p> <ul style="list-style-type: none"> • Operationeller Fokus • Carve-outs, Buy and build • Wachstumsstrategien <p>Ziele</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kapitalgewinn + Dividenden • Mittlere Haltdauer 3 – 6 Jahre • Core+ Renditen <p>Beispiele</p> <ul style="list-style-type: none"> • Global Infrastructure Partners • Highstar Capital <p>Risiken</p> <ul style="list-style-type: none"> • Risikoreichere Investments • Gewisse J-Kurve
Core-Brownfield	<p>Strategie</p> <ul style="list-style-type: none"> • Langfristiger effizienter Betrieb • Erneuerungsinvestitionen <p>Ziele</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dividendenfokus • Lange Haltdauer 7 – 20+ Jahre • Core Infrastruktur-Renditen <p>Beispiele</p> <ul style="list-style-type: none"> • Industrie Funds Management • Macquarie <p>Risiken</p> <ul style="list-style-type: none"> • Niedrige Volatilität • Niedrige J-Kurve

Eigenschaften unterschiedlich ausgeprägt

Es sind besonders die der Anlageklasse Infrastruktur zugeschriebenen Eigenschaften, die sie für Investoren attraktiv machen. Häufig genannt werden dabei langfristige und stabile Erträge, Konjunkturunelastizität, Inflationsschutz sowie günstige Korrelationseigenschaften. Tatsächlich treffen diese Eigenschaften aber nur auf bestimmte Bereiche von Infrastruktur zu und können zudem unterschiedlich stark ausgeprägt sein. Einem spezifischen Sektor wie Energie oder Transport kann dabei zum Beispiel nicht generell die Eigenschaft konjunkturunelastisch oder inflationsgeschützt zugeschrieben werden.

Breites Spektrum

Die unterschiedliche Ausprägung der Eigenschaften besichert der Anlageklasse ein einzigartig breites Rendite-

Risikospektrum, in dem Infrastrukturinvestitionen sowohl Ähnlichkeiten mit Anleihen und mit Immobilien als auch mit Private Equity aufweisen können. Investoren ermöglicht dies auf der einen Seite eine individuelle Abstimmung ihrer Investitionen auf ihre spezifischen Rendite-Risikoanforderungen, auf der anderen Seite setzt dies aber ein genaues Verständnis und eine exakte Definition der Strategie voraus.

Core Brownfield vs. Value Added Brownfield vs. Opportunistic Greenfield

Infrastrukturinvestitionen werden häufig näher beschrieben mit den Begriffen Core Brownfield, Value Added-Brownfield und Opportunistic-Greenfield. Diese bezeichnen eine Kombination aus Investitionsstil (mögliche Wertschöpfungstiefe) und Projektreifephase und können bereits als Teile einer Strategie verstanden werden. Für eine vollumfängliche Strategiedefinition greifen sie jedoch zu kurz:

Core Brownfield-Infrastruktur bezeichnet reife, operative Infrastrukturanlagen. Diese Anlagen weisen häufig natürlichen Monopolcharakter auf, sind essenziell für eine Volkswirtschaft und unterliegen daher meist staatlicher Regulierung. Neben Eigentümermodellen werden sie oft im Rahmen von Konzessionen oder als Public Private Partnerships (PPPs) betrieben, bei denen der Staat als Vertragspartner auftritt. Daraus resultieren häufig eine geringe Konjunkturabhängigkeit und stabile Zahlungsströme. Die Erträge sind zudem vielfach an die Inflation gekoppelt und laufende Ausschüttungen machen den Großteil der Gesamtrendite aus. Als Beispiel für eine Core Brownfield-Infrastrukturanlage kann ein voll ausgebauter und regulierter Flughafen in einer frequentierten Metropole gelten. Ein reguliertes Wasserversorgungsunternehmen ist ein weiteres Beispiel.

Value Added Brownfield-Infrastruktur bezeichnet ebenfalls operative Infrastrukturanlagen, die aber einen zusätzlichen Kapitalbedarf z.B. für Erneuerungs- oder Erweiterungsinvestitionen aufweisen. Unter Value Added Brownfield-Infrastruktur fallen auch Plattformstrategien, bei denen ein Portfolio von ähnlichen Anlagen zu einer größeren Einheit aggregiert wird. Value Added Brownfield beinhaltet häufig ein gewisses Entwicklungsrisiko. Neben den laufenden Ausschüttungen entfällt vor dem Hintergrund der durchgeführten Erweiterungsinvestitionen ein größerer Anteil der Gesamtrendite auf Veräußerungserlöse bei Verkauf. Ein bestehender Flughafen mit Expansionsbedarf (z.B. Bau eines neuen Terminals oder einer neuen Startbahn) kann Value Added Brownfield-Infrastruktur zugeordnet werden.

Opportunistic Greenfield-Infrastruktur bezeichnet Infrastrukturanlagen in der Entwicklungsphase mit evtl. unsicherer Nachfragesituation. Neue Anlagen werden gebaut oder bestehende, sanierungsbedürftige Objekte instandgesetzt. Das Risiko dieser Anlagen besteht einerseits in der Projektentwicklung oder dem Bau an sich, andererseits in der Nachfrageunsicherheit aufgrund der fehlenden Betriebshistorie, was sich in höheren potenziellen Renditen niederschlägt. Diese Renditen werden fast ausschließlich von Verkaufserlösen bestimmt. Ein Flughafenneubau ist ein Beispiel für Opportunistic Greenfield-Infrastruktur.

Core Brownfield, Value Added Brownfield und Opportunistic Greenfield können als Grundbausteine einer Infrastrukturinvestitionsstrategie verstanden werden, denen sich bereits ein Rendite-Risikoprofil zuordnen lässt. Die Region und der Sektor (Transport, Versorgung, Kommunikation und soziale Infrastruktur) bilden ergänzende Bausteine, die mit den Grundbausteinen kombiniert werden können. Sowohl Region als auch Sektor beeinflussen die Eigenschaften und das Rendite-Risikoprofil eines Infrastrukturprojektes erheblich, sodass sich erst in der Komplettbetrachtung eine eindeutige Investitionsstrategie ergibt.

Ausarbeitung einer Investitionsstrategie

Bei der Ausarbeitung einer Infrastrukturinvestitionsstrategie muss der Investor seine gewünschten Ertragsseigenschaften und sein angestrebtes Rendite-Risikoprofil festlegen. Üblicherweise geschieht dies im Rahmen eines Asset Liability-Modells. Im Anschluss kann die individuelle Ausgestaltung mit der Auswahl der Strategiebausteine begonnen werden. Es ist empfehlenswert, mit der Wahl eines Grundbausteins zu beginnen und die Strategie dann über die Bausteine Sektor und Region feiner zu definieren. Vielfach kann es auch sinnvoll sein, die Strategie auf mehreren Grundbausteinen aufzubauen bzw. mehrere Strategien gezielt zu mischen, um das gewünschte Ergebnis zu erzielen. So könnte zum Beispiel eine Core Brownfield-Strategie mit Schwerpunkt Versorgung in Europa durch Value Added-Investitionen im nordamerikanischen Energiebereich ergänzt werden. Wenn die Zusammenstellung gezielt erfolgt, kann der Investor das gewünschte Rendite-Risikoprofil sowie die angestrebten Ertragsseigenschaften erzeugen. Vor dem Hintergrund der Marktdynamik erfordert die Zusammenstellung der Strategiebausteine ein umfassendes Know-how, eine genaue Marktkenntnis sowie eine langjährige Erfahrung.

Fazit:

Investitionsstrategien im Infrastrukturbereich weisen ein sehr breites Rendite-Risikoprofil auf, wobei die mit Infrastruktur üblicherweise assoziierten Eigenschaften nicht generell in allen Bereichen zu finden sind. Begriffe wie Core Brownfield, Value Added Brownfield und Opportunistic Greenfield beschreiben Infrastrukturstrategien nur zum Teil und sollten durch die Strategiebausteine Region und Sektor ergänzt werden, da diese die Eigenschaften und das Rendite-Risikoprofil eines Infrastrukturprojektes erheblich beeinflussen. Wird dies berücksichtigt, ist es möglich, eine Strategie nach spezifischen Vorgaben so zusammenzustellen, dass sie höchst individuellen Ansprüchen genügt. Unter Einbeziehung aller zuvor dargestellten Aspekte können Infrastrukturinvestitionen dann einen wertvollen Beitrag zum Rendite-Risikoprofil des Gesamtportfolios leisten.

Robert Massing

ist Director bei der Solutio AG und verfügt über 15 Jahre Erfahrung mit Investitionen in alternative Anlageklassen.



Wolf-Dieter Pick

ist Assistant Director bei der Solutio AG. Er verfügt über sechs Jahre Erfahrung im Bereich von Infrastrukturinvestitionen und ist CFA-Charterholder.



Konstruktion eines robusten Infrastrukturportfolios

Risiken händeln, Rendite sichern

Viele Investoren werden von den attraktiven Portfolioeigenschaften, die durch Investitionen in private Infrastrukturanlagen hervorgerufen werden, angezogen – wie z.B. stabile, attraktive Ausschüttungen, eine geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen, ein guter Kapital- und Inflationsschutz. Aber Investitionen in private Infrastrukturanlagen sind nicht ohne Risiken und haben in der Vergangenheit auch schon zu enttäuschenden Resultaten geführt. Wo liegen infrastrukturspezifische Risiken? Auf welche Punkte sollte ein Investor sein Augenmerk richten, um ein robustes Infrastrukturportfolio zu konstruieren?

Der Begriff „Infrastruktur“ ist weit gefasst und umfasst unterschiedliche Anlagen wie z.B. Wassernetzwerke, Mautstraßen, Flughäfen, Schulen oder Spitäler etc. Leider wird der ganze Sektor fälschlicherweise und zu leichtfüßig als „sichere“, risikolose Anlage eingestuft.

Anlagen innerhalb der eigenen Subgruppe, z.B. Transport, aber auch gruppenübergreifend können große Unterschiede hinsichtlich Risiken und Renditepotenzial aufweisen. Infrastrukturassoziierte Risikoparameter können grundsätzlich den folgenden drei Kategorien zugeordnet werden:

1. Anlagetypische Risiken (z.B. Bau- und Konstruktionsrisiken, operatives Geschäft, Kapitalstruktur, Qualität der Geschäftsführung etc.)
2. Markt- und ökonomische Risiken
3. Regulatorische, politische und Gegenparteirisiken

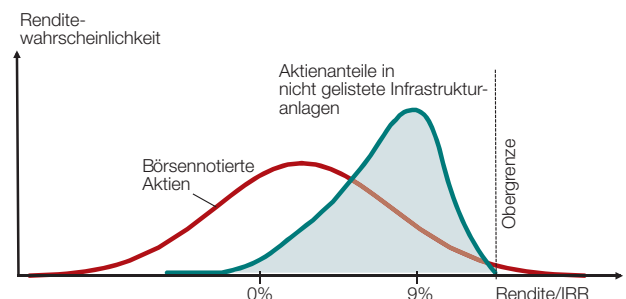
Es liegt auf der Hand, dass sich diese drei Risikokategorien gegenseitig beeinflussen können. Daher ist es für einen Investor unerlässlich, die einzelnen Risiken isoliert und in Abhängigkeit voneinander zu verstehen. Dabei stellt die dritte Kategorie unbestritten das größte Risiko dar. Wo immer der Konsument einer geringen Auswahl oder gar einem Angebotsmonopol ausgesetzt ist, reguliert die öffentliche Hand den Betreiber. Die zu leistenden Dienste werden engmaschig überprüft und bei Schlechterfüllung werden dem Betreiber Maßnahmen auferlegt. Nebst einem klar definierten Leistungskatalog bestimmt der Regulator die maximalen Dienstleistungspreise. Die Herleitung dieses Dienstleistungspreises fußt auf einem Katalog bestehend aus Qualität, Quantität, Verfügbarkeit, Sicherheit, Nachhaltigkeit, Ersatz- und Neuinvestitionen.

Kooperation mit dem Regulator

Solche Regelwerke sind nicht statische Gebilde, sondern können sich auch im Zeitablauf verändern – auch in westlichen Nationen, wie z.B. in Spanien (Solarenergie) oder Norwegen. So wurden die künftigen Gasnetztarife des Betreibers Gassled durch die norwegische Regierung um 90% gekürzt. Um solchen unangenehmen Überraschungen bestmöglich entgegenzutreten, muss der Investor über weitrei-

chende regulatorische Sachkenntnisse verfügen und eng mit dem jeweiligen Regulator transparent zusammenarbeiten. Die regulatorische Situation, aber auch lang laufende Verträge, wie sie z.B. bei Straßen oder Ölpots zu finden sind, wirken sich positiv auf die Renditeverteilung aus. Die Renditen sind bei solchen Infrastrukturanlagen limitiert. Negative Renditen können durchaus auftreten und werden vor allem durch das sogenannte unsystematische Risiko ausgelöst, d.h. durch Risiken aufgrund von großen regulatorische Veränderungen, Gegenparteirisiko (Ausfall) oder einem anlagenspezifischen Risiko.

Renditeverteilungen von börsengehandelten Aktien und Investitionen in Private Infrastructure



Quelle: Altius Associates, vereinfachte Darstellung. Diese Grafik ist für illustrative Zwecke und ist keine indikative Darstellung zukünftiger Renditen.

Ein stabiles und transparentes Vertrags- und Regulationsregime lässt es zu, künftige, operative Ergebnisse von Infrastrukturanlagen mit einer relativ guten Schätzscharfe mittelfristig zu quantifizieren. Fremdkapital kommt aufgrund dieser stabilen Ertragssituation in größerem Umfang zum Einsatz. Bei signifikanten Veränderungen, wie z.B. bei Zinsänderungen, Regulationsänderungen etc., ist die negative Auswirkung aufgrund des Hebeleffektes folglich umso größer.

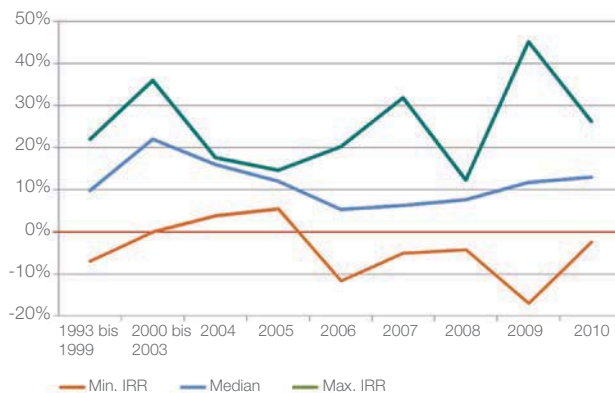
Komplexe Investments, kurze Historie

Mit dieser kurzen Sensibilisierung für einige wenige Risiken stellt sich die Frage, wie ein robustes Infrastrukturportfolio konstruiert werden soll. Infrastrukturanlagen sind typi-

scherweise große, komplexe Vorrichtungen, welche signifikantes Kapital benötigen. Investoren mit dem notwendigen Anlagevolumen und Sachkenntnissen, wie Infrastrukturfonds, strategische Investoren oder Staatsfonds, sind Investitionen zugänglich. Eine zusätzliche Herausforderung liegt auch in der Tatsache, dass Investitionen in Infrastruktur erst seit Mitte der 1990er-Jahre getätigt wurden. Erst seit einigen wenigen Jahren sind Daten von Fonds erhältlich, welche eine finale Fondsbeurteilung erlauben.

Aus der Grafik zur Netto-IRR-Verteilung nordamerikanischer und europäischer Infrastrukturfonds können verschiedene Interpretationen gezogen werden: a) Es bestehen relativ große Unterschiede zwischen den besten und schlechtesten Fonds; b) der Sektor als Ganzes ist nicht gegen die makroökonomische Situation immun.

Netto IRR-Verteilung von nordamerikanischen und europäischen Infrastrukturfonds (nach Auflegungsjahr)



Quelle: Preqin-Database, Fonds nach Lancierungsjahren

Auswahl der besten Fondsmanager

Um ein robustes Infrastrukturportfolio zu konstruieren, empfehlen wir, eine genügende Diversifikation nach Ländern, nach Subsektoren, einzeltem Portfoliogewicht der Infrastrukturanlagen, Maturität der Anlage (Green- vs. Brownfield), dem Fondsmanager (Stil) und den Lancierungsjahren anzustreben. Die Auswahlkriterien der besten und geeignetsten Fondsmanagern folgt sicherlich – sofern praktikabel – den üblicherweise angewendeten Kriterien. Es liegt auf der Hand, dass diese Standardkriterien für Investitionen in Infrastruktur zu kurz greifen. Ferner muss die Analyse auf andere Risikofaktoren zielen. Die Auswahl der besten Fondsmanager ist folglich keine leichte Aufgabe, erfordert sie doch erhebliche Ressourcen, Zeit und Spezialkenntnisse.

Alternative Direktinvestitionen

Nebst der erwähnten Variante, Investitionen in Infrastrukturfonds aufzubauen, kann seit Kurzem v.a. bei großen Investoren der Trend zu Direktinvestitionen festgestellt werden. Ein oft genannter Vorteil seien die direkte Kontrolle



Foto: Panthermedia/Andrea Ong

über die Anlage und der Wegfall der Verwaltungskosten. Oft wird hierbei die Tatsache unterschätzt, dass Direktinvestitionen beim Investor erhebliche Ressourcen wie Zeit, Personal etc. binden und auch direkte Kosten, z.B. aus externen Gutachten, Anwaltshonoraren etc., mit sich bringen. Nach der Akquisition obliegt die Führungs- und Überwachungsverantwortung direkt dem Investor. Es liegt auf der Hand, dass diese Form nur für erfahrene Investoren mit entsprechendem Sachpersonal zu empfehlen ist.

Zunahme bei Secondaries

Die strengere Regulierung von Banken und Versicherungen hat in den letzten Jahren das Handeln von Fondsanteilen, sogenannten Secondaries, von Infrastrukturfonds gefördert, da das Halten von alternativen Anlagen, obwohl ökonomisch sinnvoll (!), für diese Investorengruppe zu kapitalintensiv ist. Oft sind solche Secondaries bereits vollinvestiert und eine Beurteilung des Fonds ist einfacher abzugeben. Die Anlagerisiken von Secondaries sind deshalb nicht geringer geworden und daher muss die gleiche Analysedisziplin angewendet werden.

Fazit:

Investitionen in Infrastruktur können viele positive Vorteile wie ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis, Inflationschutz, geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen etc. aufweisen. Die Erfolgsvoraussetzung liegt in der umfassenden und detaillierten Analyse von Fondsmanagern, dem Sektor und den anlagespezifischen Umständen, um ein profundes Urteil zu fällen und die richtigen Investitionsentscheidungen zu treffen. Fondsmanager und Berater mit langjähriger Erfahrung in Infrastruktur verfügen über die beste Expertise, um ein robustes Portfolio aus Primaries, Secondaries, Co- und Direktinvestitionen zu konstruieren, das den Anlageanforderungen eines Investors genügt. ■

Joachim Suter

ist Partner bei Altius Associates mit Arbeitsschwerpunkt Business Development in der EMEA-Region. Zuvor arbeitete er bei einem international führenden Infrastrukturingestor in leitender Funktion.



Interview mit Detlef Mackewicz, Mackewicz & Partner, und Daniel Kropp, Ärzteversorgung Thüringen

„Wir sehen eine Alternative zum Fixed Income-Sektor“

Sie ist ein First Mover unter den Institutionellen: Während viele Investoren erst langsam aus der Deckung kommen, investiert die Ärzteversorgung Thüringen bereits seit 2008 im Infrastruktursektor. Ausschlaggebend für die Strategie sind bis heute stabile Returns bei überschaubarem Risiko, begrenztem Aufwand und implizitem Inflationsschutz, erläutert Daniel Kropp, Mitglied der Geschäftsführung. Dass hier die Stärken der Assetklasse liegen, beobachtet auch Alternative Assets-Berater Detlef Mackewicz. Im Gespräch betonen beide: Institutionelle Investoren sehen die Chancen, suchen aber einen sicheren Einstieg in die Assetklasse.

VC Magazin: Was waren die Gründe, die die Ärzteversorgung Thüringen zum Einstieg in die Assetklasse Infrastruktur bewegen haben?

Kropp: Unser erstes Investment im Infrastrukturbereich haben wir bereits 2008 getätigt, es liegt also schon einige Zeit zurück. Die Motivation kam aus den relativ stabilen Ausschüttungen, außerdem war es uns wichtig, in Sachwerte zu investieren. Aus diesem Grund haben wir übrigens auch unsere Allokation im Immobilienbereich erhöht. Die Ärzteversorgung Thüringen hat heute ein ziemlich breit diversifiziertes Portfolio. Nicht zuletzt aufgrund der regulatorischen Vorgaben haben wir mit rund 50% eine hohe Investmentquote im Fixed Income-Bereich. 10% des Kapitals sind in Aktien alliiert, 20% in Immobilien. Die Beteiligungsquote liegt bei 15%, wovon wiederum 4% Infrastrukturinvestments sind.

Mackewicz: Institutionelle Investoren stehen heute vor einem Dilemma: Sie sollen im aktuellen volatilen Kapitalmarktumfeld stabile und kalkulierbare Cashflows erzielen. Traditionelle Anlageformen reichen dafür aber nicht mehr aus. Um den Renditeverfall, wie er sich beispielsweise bei Staatsanleihen vollzieht, aufzuhalten, müssen sie Alternativen suchen. Da bietet Infrastruktur interessante Chancen, denn die Assetklasse bringt laufende Returns und hat ein sehr positives Rendite-Risiko-Profil. Gegenüber anderen Anlageklassen wie Hedgefonds oder Private Equity bringt sie auch kein Imageproblem mit sich, denn der Sinn von Investitionen in neue Stromnetze, Schulen oder Straßen ist offensichtlich.

VC Magazin: Herr Kropp, welche Ziele verfolgen Sie mit Ihren Infrastrukturinvestments?

Kropp: Wir sehen darin unter anderem eine Alternative zum Fixed Income-Sektor, der uns bei begrenztem Risiko und begrenztem Aufwand stabile Returns bietet. Außerdem ist für uns der implizite Inflationsschutz wichtig.

VC Magazin: Herr Mackewicz, wie kann man diese Ziele am besten erreichen?

Daniel Kropp

ist Mitglied der Geschäftsführung der Ärzteversorgung Thüringen, Einrichtung der Landesärztekammer Thüringen KdöR. Sie versichert 10.842 Mitglieder und verwaltet ein Vermögen von rund 1,4 Mrd. EUR.



Detlef Mackewicz

ist Gründer und Geschäftsführer der Beratungsgesellschaft Mackewicz & Partner, die institutionelle Investoren bei deren Aktivitäten im Umfeld der alternativen Anlageklassen unterstützt.



Mackewicz: Die großen Adressen wie die bekannten Versicherer haben eigene Teams, die die Investments aktiv managen, sie können deshalb auch Direktinvestitionen tätigen. Gerade Versorgungswerke und Pensionskassen verfügen allerdings oft nicht über diese Kapazitäten, sie holen sich deshalb Know-how von außen dazu, indem sie beispielsweise auf Single Funds oder Dachfonds setzen. Erwarten darf man in der Regel laufende Ausschüttungen in Höhe von 6 bis 8% plus einige Prozentpunkte zusätzlich nach Ablauf der Vorlaufzeit.

VC Magazin: Mit welchen Renditezielen kalkulieren Sie, Herr Kropp?

Kropp: Wir kalkulieren mit einer laufenden Rendite von 6%, was aktuell allerdings recht konservativ angesetzt ist. Derzeit haben wir in einigen Fällen höhere Distributionen zwischen 8 und 14% per annum. Dieses Level zu halten, dürfte in Zukunft allerdings schwieriger werden. Wir merken, dass immer mehr Investoren sich für die Assetklasse

interessieren, das wirkt sich auf das Pricing aus. Man muss bei der Auswahl neuer Targets deshalb sehr vorsichtig sein, damit man nicht zu teuer kauft. Auch die Konkurrenz durch Privatinvestoren macht sich hier bemerkbar, schließlich werden Projekte wie Solarparks mittlerweile auch über Retailfonds finanziert, die oft nur Ausschüttungen von 5% liefern müssen.

VC Magazin: Welche Bereiche der Assetklasse schätzen Sie als besonders interessant ein?

Kropp: Wir investieren in Brownfield-Projekte im Core-Bereich, das sind beispielsweise Investments in den Bereichen Energieerzeugung und -distribution, die aufgrund der starken Regulierung planbare und stabile Cashflows generieren. Geografisch verfolgen wir eine Core Satellite-Strategie: Unsere Investments konzentrieren sich aufgrund des Währungsrisikos auf Europa. Derzeit sind wir an sechs europäischen Single Funds beteiligt. Daneben investieren wir über drei Dachfonds unter anderem auch in den USA.

VC Magazin: Was sind für Sie absolute No-Gos im Infrastrukturbereich?

Kropp: Wir würden nicht in First Time Single Funds außerhalb von Europa investieren, die Prüfung könnten wir mit unserem kleinen Team gar nicht leisten. Ebenso wenig kommen Direktanlagen außerhalb von Deutschland infrage. Bei Dachfondsmanagern achten wir außerdem sehr stark auf Stabilität, denn wir wollen uns nicht aufgrund von Fusionen und Übernahmen ständig mit neuen Shareholdern konfrontiert sehen.

VC Magazin: Ein wichtiges Investitionskriterium ist die Diversifikation innerhalb des Infrastrukturportfolios. Herr Mackewicz, gibt es in der noch jungen Assetklasse überhaupt genügend Angebot, um eine ausreichende Risikostreuung möglich zu machen?

Mackewicz: Die Ärzteversorgung Thüringen gehört ja bereits zu den erfahreneren Investoren. Diejenigen, die erst jetzt mit dem Aufbau eines Portfolios beginnen, tasten sich vorsichtig an die Assetklasse heran und setzen häufig auf Brownfield in Europa und auf Anbieter von Fondslösungen, die einen guten Track Record aufweisen. Hier wird das Angebot jedoch bereits knapp. Derzeit sehen wir in Europa etwa 50 Fondsangebote, nur zwei Handvoll erfüllen jedoch die genannten Kriterien der Investoren. Infrastruktur als Anlageklasse hat ja ihre Ursprünge in Kanada und Australien, dort gibt es auch ein deutlich größeres Angebot, allerdings sind die meisten deutschen Investoren wegen des Währungsrisikos und anderer Unwägbarkeiten noch nicht so weit, dort zu investieren.

VC Magazin: Welcher Weg führt aus diesem Dilemma?

Mackewicz: Wir gehen davon aus, dass Listed Infrastructure stärker in den Fokus der Investoren rücken wird. Hier gibt es viele Investitionsmöglichkeiten, die auch sehr individuell zusammengestellt werden können. Hinzu kommt der Vorteil,

dass die an der Börse gehandelten Anlagen liquider sind.

VC Magazin: Welche Rolle spielt die Liquidität für Sie, Herr Kropp?

Kropp: Wir sind ein noch recht junges Versorgungswerk und haben dementsprechend einen langfristigen Anlagehorizont. Deswegen können wir auch langfristige und illiquide Investments eingehen. Ich kann mir aber vorstellen, dass das bei anderen Häusern, die aktuell bereits viel Kapital auszahlen müssen, ganz anders aussieht.

VC Magazin: Ab welcher Größenordnung sind Infrastrukturinvestments sinnvoll?

Mackewicz: Gerade unerfahrene Investoren sollten sich zunächst einmal vorsichtig an die Anlageklasse herantasten, um ein Gespür dafür zu entwickeln. Um tatsächlich einen Effekt im Gesamtportfolio zu spüren, sollte man aber schon mindestens eine Infrastrukturquote von 5% anstreben.

Kropp: Man darf dabei nicht vergessen, dass Infrastruktur innerhalb der gesetzlich erlaubten Beteiligungsquote mit Private Equity-Anlagen konkurriert. Der laufende Yield ist allerdings erst ab einer gewissen Größenordnung spürbar. Es wäre deshalb wünschenswert, eine eigene Quote für Infrastrukturinvestments einzuführen. Überlegungen des Regulators in diese Richtung würden wir unterstützen.

VC Magazin: Herr Kropp, Sie investieren auch in Private Equity. Welche Parallelen sehen Sie zwischen den Assetklassen?

Kropp: Es gibt in der Strukturierung sicherlich große Parallelen, immerhin haben einige Private Equity-Gesellschaften eigene Infrastrukturfonds aufgelegt oder über Buyouts in die entsprechenden Branchen investiert. Allerdings verläuft die J-Curve komplett anders. Wir investieren im Buyout-Sektor, und wer das tut, muss sich der Tatsache bewusst sein, dass Rückflüsse sehr lange auf sich warten lassen können. Die attraktiveren Gebührenstrukturen sehen wir übrigens im Infrastruktursektor. Anfangs wurde das Gebührenmodell aus dem Private Equity-Sektor eins zu eins übertragen, mittlerweile jedoch werden die Infrastrukturangebote deutlich attraktiver gestaltet.

VC Magazin: Vielen Dank für das Gespräch!

susanne.glaeser@vc-magazin.de

Herausforderungen für Investoren

Die beste Strategie: Diversifizierung

Der Trend zu einer verstärkten Hinwendung zu Infrastruktur als Anlageklasse ist weltweit festzustellen – parallel steigen aber auch die Herausforderungen und Risiken hinsichtlich „Fehlgriffen“ aus Sicht der Investoren.

Üblicherweise unterscheidet man zwischen ökonomischer Infrastruktur und sozialer Infrastruktur. Dabei hat jedes Segment ein eigenes Rendite- und Risikoprofil. In Abhängigkeit vom Grad der Regulierung ergeben sich Risiken, die durch schwankende Umsatzerlöse aufgrund der Abhängigkeit vom Nutzeraufkommen (z.B. bei Mautstraßen) oder durch regulatorische Änderungen (z.B. Solarindustrie) ausgelöst werden. Darüber hinaus sind operative Risiken zu beachten. Die meisten Investoren präferieren den Aufbau ihrer Infrastrukturallokation über ein globales und diversifiziertes Fondsportfolio, wobei eine wachsende Tendenz zu individuellen Lösungen festzustellen ist. Gleichzeitig werden die an die Fondsmanager zu zahlenden Verwaltungsgebühren kritisch hinterfragt.

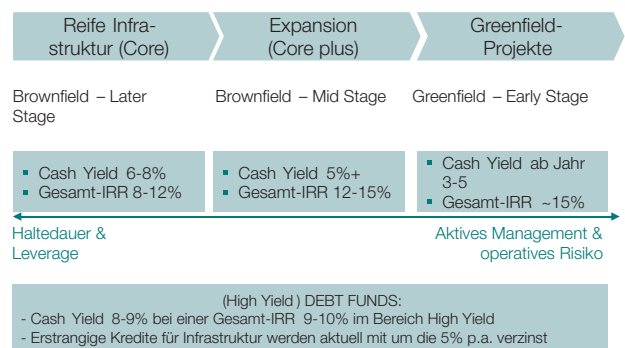
Grad der Diversifizierung

Der Einstieg in die Assetklasse Infrastruktur bietet sich über spezialisierte Infrastrukturfonds an, die es seit etwa zehn Jahren in steigender Zahl gibt. Pro Fondsinvestment erschließt man sich etwa acht bis zehn unterliegende Assets, sodass man beispielsweise über zehn Fondsinvestments ein ausreichend diversifiziertes Portfolio von 80 bis 100 Assets aufbauen kann. Bezüglich einer hinreichenden Diversifikation im Portfolio sollte ein Investor sowohl die geografische als auch die sektorale Ebene neben der allgemeinen strategischen Ausrichtung berücksichtigen.

Asset ist nicht gleich Asset

Eine entsprechende Diversifizierung innerhalb der Anlageklasse Infrastruktur ist zur Vermeidung von Einzelrisiken zu empfehlen. Selbst bei grundsätzlich vergleichbaren Assets innerhalb eines Segments ist die Berücksichtigung der zum Teil länderspezifischen Cashflow-Profile erforderlich. So sind verschiedene Länder häufig unterschiedlichen makroökonomischen und regulatorischen Entwicklungen ausgesetzt, und auch Nachfragerisiken entwickeln sich selten parallel. Auch innerhalb von Sektoren und innerhalb einer Region gibt es durchaus Diversifizierungsmöglichkeiten, denn Asset ist nicht gleich Asset: So kann z.B. der Betreiber einer Mautstraße im Konzessionsmodell über die bloße

Rendite-Risikoprofile der Investitionsphasen



Quelle: Diverse Marktindizes und Research Reports

Bereitstellung der Straße nutzerunabhängige Umsätze generieren. Bei anderen Betreibermodellen trägt er dagegen das Nachfragerisiko und ist daher Konjunkturrisiken und einer Veränderung des Nutzerverhaltens ausgesetzt. Im Telekommunikationsmarkt macht es einen wesentlichen Unterschied aus, ob man in eine Telefongesellschaft investiert und damit dem Marktrisiko unterliegt oder in ein Telefonnetz investiert, dessen Eigentümer auf Basis langfristiger Verträge für die Bereitstellung des Netzes unabhängig vom Nutzerverhalten vergütet wird.

Eine naive Diversifikation dürfte dabei nicht die erwünschten Ergebnisse bringen. Eine pragmatische Vorgehensweise beim Aufbau eines Portfolios setzt weiter voraus, dass die Fondsinvestments nicht willkürlich verteilt werden. Vielmehr ist eine ausführliche Due Diligence der Manager erforderlich.

Hauptrisiken bei Infrastruktur

Infrastrukturinvestments weisen aber auch proprietäre Risiken auf, die vor allem im Verlauf der Finanzkrise zum Vorschein kamen. Einige Infrastrukturinvestitionen haben ihre ursprünglichen Renditeerwartungen deutlich verfehlt, teilweise auch bedingt durch den zu exzessiven Einsatz von

Leverage. Einige börsennotierte Fondsanbieter gerieten aufgrund von Refinanzierungsschwierigkeiten in die Schlagzeilen. Parallel sorgen die als Antwort auf die Probleme von gestern deutlich gestiegenen regulatorischen Anforderungen (AIFM-Richtlinie, Solvency II, Basel III und Volcker Rule) für Unsicherheit unter Investoren.

Wichtig ist letztendlich aus Sicht des institutionellen Investors die entsprechende Diversifizierung auf Ebene der Assets, denn gerade durch Großprojekte können leicht (kapitalintensive) Klumpenrisiken entstehen. Breite Diversifikation und sorgfältige Due Diligence können einzelne Risiken abschwächen. Es ist eine Mär, dass es keine Distressed-Transaktionen im Segment Infrastruktur gebe, wie manche Produkthanbieter einem suggerieren möchten. Die Grafik oben zeigt ausgewählte Beispiele von Infrastrukturtransaktionen, die sich nicht nach Plan entwickelt haben.

In vielen Fällen lag die Planverfehlung an zu optimistischen Prognosen für Projekte, die dem Marktrisiko (Nutzerverhalten) ausgesetzt sind. Aber auch bei regulierten Assets können die Erträge schwanken. Besonders in den Jahren 2007 und 2008 wurden einige Transaktionen mit hohen Fremdkapitalquoten finanziert, sodass nur noch eine geringe Bandbreite für Ertragsschwankungen verblieb, bevor die Bedienung der Kredite in Gefahr geriet. In der Finanzkrise mussten dann auch einige Projekte refinanziert werden, wobei oft die Eigentümerposition verwässert wurde. Außerdem haben in letzter Zeit unerwartete Veränderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen zu einem erhöhten Risikobewusstsein geführt. So wurde beispielsweise in Spanien der Einspeisetarif von Solarstrom rückwirkend auf eine Kapazitätsgrenze begrenzt, und in England wurde das vertraglich vereinbarte Renditeziel für Wasserversorgungsunternehmen unerwartet stark gekürzt. In den USA kam es bei Privatisierungsvorhaben zu einem Stopp in letzter Minute, in Norwegen wurden Gstarife gekürzt, und auch in Deutschland wird die Einspeisevergütung für Solarstrom gekürzt. Diese Beispiele zeigen, dass regulatorische/politische Veränderungen keineswegs auf die Emerging Markets beschränkt sein müssen. Auch auf Fondsebene droht bei dem Eintreten derartiger Risiken die Gefahr von Verlusten. Fondsmanager sind zur Risikominimierung daher dazu angehalten, ihre Finanzierungsmodelle mit entsprechenden Risikopuffern abzusichern.

Ausgewählte Beispiele für problematische Infrastrukturtransaktionen

Asset	Problem
Warnow-Tunnel	<ul style="list-style-type: none"> Nutzerzahlen lagen deutlich unter den Prognosen (12.000 statt 20.000 für Break-even und 30.000 laut Verkehrsprognose), da Autofahrer Umfahrung nutzten Betreibervertrag von 30 auf 50 Jahre verlängert, um Insolvenz zu vermeiden
Autobahnen in Spanien (Madrid – Toledo, Autobahnring Madrid)	<ul style="list-style-type: none"> Konzessionsvertrag wurde nachträglich geändert (Entschädigungen für Zwangsenteignungen nach Gesetzesänderung höher als geplant, Genehmigung für Ausbau versagt), ungenügende Auslastung, hoher Leverage Streit mit öffentlichen Stellen um Kompensationszahlungen
Photovoltaik in Tschechien	<ul style="list-style-type: none"> Steuer in Höhe von 26 – 28% wurde Ende 2010 für den Zeitraum 2011 – 2013 eingeführt, gilt rückwirkend auch für Anlagen aus den Jahren 2009/2010 Einspeisevergütungen für neue Projekte wurden halbiert, Differenzierung zwischen großen und kleinen Anlagen (Grenze 100 kW)
Photovoltaik in Spanien	<ul style="list-style-type: none"> Kürzung der Einspeisevergütung für Solarstrom um bis zu 45% auch für bestehende Anlagen (2012 wurde für neue Anlagen Förderung abgeschafft) Verringerung der Laufzeit der Förderung
Holzpelletfabrik in den USA	<ul style="list-style-type: none"> Einbruch der Baubranche in den USA reduzierte Rohmaterialeinsatz deutlich Insolvenz, nachdem Lieferverpflichtungen nicht erfüllt werden konnten

Quelle: Yielco Investments

Fazit

Infrastrukturinvestoren sollten vor dem aufgezeigten Hintergrund den Aufbau eines breit diversifizierten und somit risikominimierenden Portfolios anstreben, welches die Investitionsstrategie nicht auf einzelne Regionen/Länder oder einzelne Wertschöpfungsstrategien und Sektoren beschränkt, um Klumpenrisiken weitgehend auszuschließen. Auch wenn Infrastrukturinvestitionen nicht risikolos sind, wie die in Distress geratenen Transaktionen zeigen, haben sich Infrastrukturportfolios insgesamt als sehr stabil erwiesen. Infrastruktur dürfte sich daher langfristig als eigene Anlageklasse mit Diversifizierungspotenzial und damit einem positiven Portfoliobeitrag etablieren.

Uwe Fleischhauer (links) und Dr. Matthias Unser

sind Gründungspartner der Yielco Investments GmbH, eines unabhängigen Investmentmanagers mit Fokussierung auf Investitionen in Infrastruktur-, Private Debt- und Mezzanine-Kapital.



Im Vordergrund steht die Erzielung von langfristig planbaren und stabilen Cashflows für institutionelle Investoren. Mit einem hoch spezialisierten Team verwaltet Yielco Investments aktuell Kapitalzusagen von rund 400 Mio. EUR.

Investieren mit Sicherheit

Rechtliche und steuerliche Prüfung bei Infrastrukturfonds

Die anhaltende Niedrigzinsphase hat der Anlageklasse Infrastruktur in den vergangenen Jahren einen steten Zulauf von institutionellen Investoren gebracht. Vor allem der Versicherungssektor wird von den langfristig prognostizierten Cashflows angezogen. Versicherer unterliegen bei der Kapitalanlage den Geboten der Sicherheit, Rentabilität und Liquidität. Das Gebot der Sicherheit verlangt eine einmalige Prüfung vor dem Erwerb und eine fortlaufende Prüfung während der Anlagedauer. Hierfür benötigt der Anleger ein versiertes Beteiligungsmanagement.

Die hohe Nachfrage nach entsprechenden Kapitalanlagen hat gleichzeitig Produkthanbietern und Investmentmanagern die Möglichkeit gegeben, ihre Produktpalette zu erweitern oder Investoren für ein neues Produkt zu gewinnen. Ob das unter wirtschaftlichen Aspekten ausgewählte Zielinvestment und die angebotene Beteiligungsstruktur auch unter rechtlichen und steuerlichen Gesichtspunkten für den Investor erwerbbar sind, wird in der Regel durch externe fachkundige Berater beurteilt.

Unterschiedliche Voraussetzungen

Der Prüfungsumfang hängt dabei u.a. davon ab, welche Strukturen der Anleger für seine Investments im Infrastrukturbereich nutzen möchte. Neben der Direktbeteiligung (eigene Bilanz) kommen insbesondere die Nutzung eigener Investmentfonds (inländischer oder ausländischer Spezialfonds) oder eigene Beteiligungsplattformen (Holding-/Verbriefungsgesellschaft) in Betracht. Entsprechend unterschiedlich sind die Voraussetzungen, die im Rahmen der Erwerbbarkeitsprüfung zu berücksichtigen sind.

1. Direktinvestment (eigene Bilanz)

Eine direkte Beteiligung wird nur erwogen, wenn die damit verbundenen Folgen den aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Status des Anlegers nicht berühren. Entscheidungsrelevante Kriterien sind dabei:

- Gefährdung der subjektiven Steuerbefreiung aufgrund gewerblicher Einkünfte
- unmittelbare Steuererklärungs- und Steuerzahlungspflichten im Ausland
- Erfüllung der Voraussetzungen für die Aufnahme ins gebundene Vermögen (freie Übertragbarkeit, Haftungsbeschränkung).

2. Spezial-AIF (Spezialfonds)

Mittelbare Beteiligungen unter Nutzung eigener Investmentvermögen (AIF) haben erheblich an Bedeutung gewonnen. Die marktführenden KAG haben diesen Trend erkannt und

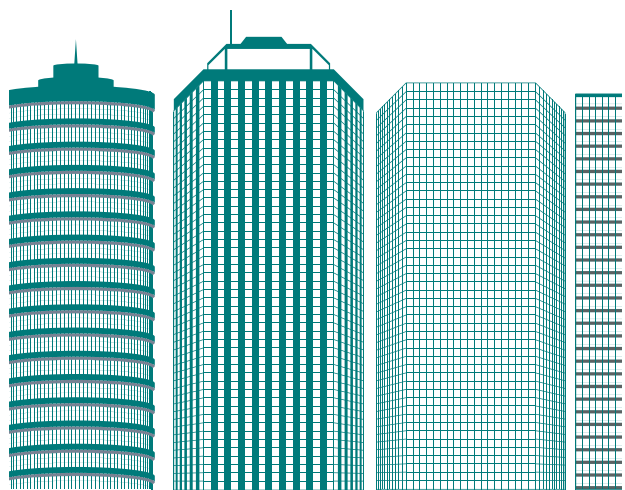


Foto: Panthermedia/Roman Dekan

in fachliche Ressourcen investiert, um die Umsetzung derartiger Investments begleiten zu können. Rechtlich verlagert sich die Prüfung damit vom Investor auf die KAG, die die Voraussetzungen für die Erwerbbarkeit des Investments für den Spezialfonds sicherstellen muss. Gelten für den Investor neben steuerlichen im Wesentlichen versicherungsaufsichtsrechtliche Anforderungen, sind es beim Spezialfonds investmentrechtliche Vorgaben. Abhängig vom Typ des Spezialfonds sind unterschiedliche Voraussetzungen zu berücksichtigen.

Beteiligungen an Infrastrukturfonds können vor allem als Wertpapiere, Anteile an Investmentvermögen oder Unternehmensbeteiligungen qualifizieren. Die Einführung des neuen Investmentrechts (KAGB) hat jüngst zu Unsicherheiten geführt, ob Beteiligungen an Infrastrukturfonds überhaupt noch für Spezialfonds erworben werden können. Hierauf hat die Investmentaufsicht (BaFin) jedoch kurzfristig reagiert und in einem FAQ bestätigt, dass Beteiligungen an geschlossenen Fonds (weiterhin) auch als Unternehmensbeteiligungen erworben werden können.

Ist der Spezialfonds nicht berechtigt, Unternehmensbeteiligungen zu erwerben, ist ein Erwerb nur möglich, wenn die Anteile am Infrastrukturfonds als Wertpapiere qualifizieren. Um diese Voraussetzungen zu erfüllen, kann eine Reihe zusätzlicher struktureller (z.B. Feeder, Verbriefung) oder rechtlicher Maßnahmen (Handelbarkeit, Verlustbegrenzung) erforderlich sein.

Waren in der Vergangenheit neben der aufsichtsrechtlichen Erwerbbarkeit nur die allgemeinen steuerlichen Folgen zu bedenken, so erlangt die steuerliche Prüfung aufgrund der anstehenden Änderungen des Investmentsteuerrechts (AIFM-Steueranpassungsgesetz) bei Spezialfonds eine besondere Bedeutung. Durch die Einführung eines vollständig neuen und für steuerliche Zwecke eigenständigen Katalogs von Voraussetzungen für die Behandlung als Investmentfonds wird sich insbesondere bei Infrastrukturfonds die Frage der Erwerbbarkeit aus steuerlicher Sicht stellen, da Unternehmensbeteiligungen und Beteiligungen an geschlossenen Fonds nur noch im Rahmen einer 10%igen „Öffnungsquote“ (gerne auch als „Schmutzquote“ bezeichnet) erworben werden können, es sei denn, die Anteile am Infrastrukturfonds lassen sich als Wertpapiere einstufen. Somit kann sich auch aus steuerlicher Sicht die Notwendigkeit ergeben, zusätzliche strukturelle Maßnahmen zu veranlassen, um die Erwerbbarkeit zu ermöglichen. Die Wertpapiereigenschaft des Anteils am Infrastrukturfonds könnte sich dabei zukünftig als ein zentraler Schlüssel herausbilden.

3. Beteiligungsplattform

Viele institutionelle Investoren nutzen eigene Beteiligungsplattformen, um rechtliche und steuerliche Anforderungen, denen der Investor ausgesetzt ist, auf Ebene der Beteiligungsplattform abzubilden und damit zu vermeiden, die Voraussetzungen bei jedem einzelnen Investment berücksichtigen (und verhandeln) zu müssen. Auch die Prüfung von Einzelinvestments kann dadurch erheblich erleichtert werden, da eine Konzentration auf die produktbezogenen Prüfungskriterien möglich ist.

4. Produktbezogene Prüfungen

Die am häufigsten anzutreffende Struktur, mit der Investorengelder im Infrastrukturbereich gepoolt werden, ist die Personengesellschaft. Sowohl strukturell als auch im Hinblick auf die wirtschaftlichen Aspekte und rechtlichen Vereinbarungen auf Ebene der Personengesellschaft besteht dabei eine Vielzahl von Gemeinsamkeiten mit Private Equity-Fonds.

Allen Investorengruppen gemeinsam ist der Anspruch, dass die rechtliche Struktur und Dokumentation marktübliche Konditionen enthalten muss. Von zentraler Bedeutung sind dabei vor allem Aspekte, mit denen das Spannungsverhältnis zwischen Investoren und Management geregelt wird.

Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um folgende Regelungskomplexe:

- Gleichbehandlung der Investoren (Most Favoured Nation)
- vorzeitige Beendigung der Investitionsperiode
- vorzeitige Liquidation des Fonds
- Bildung von Beschluss- und Abstimmungsmehrheiten
- Haftung des Managements/Freistellung von Drittansprüchen
- Erfolgsbeteiligung, Co-Investments des Managements und anderer Investoren
- Betreuung weiterer Investoren/Fonds durch das Management
- Umgang mit zusätzlichen Vergütungen des Managements

Zu den typischen Prüfungsfeststellungen bei Infrastrukturfonds zählt die Möglichkeit der Vornahme von Sachwertausschüttungen und der Errichtung von alternativen Beteiligungsgesellschaften. Sachwertausschüttungen sind für die meisten Investoren nicht akzeptabel, da ihnen der Erwerb aus rechtlichen Gründen nicht gestattet sein kann. Entsprechend verhält es sich mit Gesellschaften, die vom Fondsmanager errichtet werden, um bestimmte Investments zu ermöglichen. In beiden Fällen muss mit dem Fondsmanager eine Vereinbarung gefunden werden (häufig in Form von Nebenvereinbarungen, sogenannter Sideletter), um die Risiken für den Investor zu begrenzen.

Im Rahmen der steuerlichen Prüfung stehen insbesondere folgende Aspekte im Vordergrund:

- Steuerpflichten im Ausland
- Optimierung der Quellenbesteuerung von Erträgen
- Nutzung von Doppelbesteuerungsabkommen
- steuereffiziente Strukturierung von Investments
- Kooperation hinsichtlich Erklärungs- und Offenlegungspflichten

Fazit:

Auch wenn die maßgeblichen Standards in der Dokumentation von Infrastrukturfonds sich in den letzten Jahren erheblich zugunsten der Investoren entwickelt haben, zeigt die Praxis, dass Prüfung und Verhandlung des einzelnen Investments in der Regel zu einer nicht unerheblichen Verbesserung der rechtlichen und steuerlichen Position der Investoren führen.

Uwe Bärenz

ist Partner bei P+P Pöllath + Partner im Berliner Büro und berät institutionelle Investoren und Manager von Private Equity und Infrastrukturfonds weiterer alternativer Anlagekonzepte in allen rechtlichen und steuerlichen Fragen.



Interview mit Frank Dornseifer, BAI

„Alle Beteiligten durchlaufen noch einen Lernprozess“

Wenn es um Infrastrukturinvestments geht, müssen alle Seiten lernen: Sowohl Investoren als auch Produktanbieter tasten sich an die Assetklasse heran. Der Bundesverband Alternative Investments (BAI) will den Lernprozess unterstützen und hat das Thema daher zu einem Tätigkeitsschwerpunkt gemacht. Geschäftsführer Frank Dornseifer sieht große Herausforderungen: Bei der Entwicklung von Solvency II müssen die Eigenschaften von Infrastrukturinvestitionen stärker berücksichtigt werden, in Sachen Bewertung entstehen derzeit erst Best Practice-Richtlinien und das Angebot hinkt der steigenden Nachfrage hinterher.

VC Magazin: Herr Dornseifer, bereits auf der BAI Alternative Investor Conference im Mai haben Sie angekündigt, dass die Assetklasse Infrastruktur in Ihrer Verbandstätigkeit künftig eine größere Rolle spielen wird. Was veranlasst den BAI zu dieser neuen Priorisierung?

Dornseifer: Der Bundesverband Alternative Investments ist eine assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung und daher gerade nicht auf einzelne Anlagesegmente beschränkt. Mit dem Bereich Real Assets beschäftigen wir uns schon seit Längerem. Folgerichtig treiben wir daher unsere Aktivitäten auch im Segment Infrastruktur voran. Im letzten Jahr war es der BAI, der einen Due Diligence Questionnaire für Anlagen in Infrastrukturfonds vorgestellt und damit einen Standard gesetzt hat. Auch bei Gesetzgebungsvorhaben und Konsultationen weisen wir immer deutlich darauf hin, welche Implikationen diese für Infrastrukturanlagen haben. In diesem Anlageuniversum besteht über die kommenden Jahre auf der einen Seite ein enormer Investitionsbedarf, auf der anderen Seite suchen institutionelle Investoren und auch unsere Verbandsmitglieder nach neuen und nachhaltigen Renditemöglichkeiten. Wir erwarten daher, dass dieses Anlagesegment in den kommenden Jahren das institutionelle Investieren stark bestimmen wird.

VC Magazin: Infrastruktur ist eine noch junge Assetklasse. Wie würden Sie das Know-how-Level der Investoren derzeit einschätzen?

Dornseifer: Alle Beteiligten durchlaufen im Moment noch einen Lernprozess. In Deutschland gibt es erst eine kleinere Anzahl von Marktteilnehmern, die sich in den vergangenen Jahren bereits intensiver mit dem Thema auseinandersetzen.

BAI-Questionnaire

Der Questionnaire des BAI zu Infrastrukturinvestments kann angefordert werden unter <http://vc-mag.de/BAIQ>



Frank Dornseifer

ist Geschäftsführer beim Bundesverband Alternative Investments e.V. Der Verband vertritt die Interessen von mehr als 130 national und international agierenden Mitgliedern, die alle Bereiche des professionellen Alternative Investments-Geschäfts repräsentieren.



gesetzt haben. Die meisten Investoren arbeiten sich nach und nach an die Anlageklasse heran und prüfen, welche Chancen und Risiken die Assetklasse birgt und wie Infrastrukturinvestments ins Portfolio passen können. Es gibt einige qualifizierte Berater auf dem Markt. Einige der großen Investoren bauen allerdings derzeit auch eigene Teams in diesem Bereich auf bzw. bilden Teams aus anderen Bereichen wie z.B. Real Estate weiter. Wenn auch die meisten noch kein Exposure haben – viele planen ernsthaft für 2014 den Einstieg.

VC Magazin: Und wie sieht es aufseiten der Anbieter aus?

Dornseifer: Deutsche Adressen legen vermehrt Fonds auf, aber vor allem etablierte Anbieter aus den großen Infrastrukturmärkten Kanada, Australien, USA und Großbritannien drängen vermehrt auf den Markt. Nicht alle Angebote sind bislang ausgereift, man muss hier stark auf den jeweiligen Bereich achten. Beispielsweise galt Offshore-Windkraft vielen als zukunftssträchtiges Investment, dann stellte sich jedoch heraus, dass die technologische Umsetzung extrem schwierig ist. Das macht Investments zu einem Wagnis, das nicht alle Investoren eingehen können. In anderen Bereichen gerade bei den erneuerbaren Energien ist man hier hingegen schon weiter.



VC Magazin: Eine Schwierigkeit für Investoren und Anbieter stellt immer wieder die Bewertung von Infrastrukturprojekten dar. Was gilt hier als Best Practice?

Dornseifer: Es ist aus meiner Sicht derzeit noch zu früh, um von echter Best Practice sprechen zu können. Standards für die Bewertung illiquider bzw. nicht börsengehandelter Assets wurden in der Vergangenheit z.B. in den Bereichen Immobilien und Private Equity entwickelt, auf die nun auch bei Infrastrukturanlagen zurückgegriffen wird. Nach dem Kapitalanlagegesetzbuch KAGB, das seit dem 22. Juli gilt, ist bei Sachwerten jedenfalls je nach Anlagegattung ein Ertragswert- oder ein Substanzwertverfahren anzuwenden. Ausschlaggebend ist, ob eine Kapitalisierung der Nettoerträge möglich ist oder nur auf die Herstellungs- bzw. Wiederbeschaffungskosten zurückgegriffen werden kann. Alternativ zur Ertragswertmethode kann auch ein Discounted Cashflow-Verfahren angewendet werden, was sich meines Erachtens am Ende auch als Best Practice etablieren könnte. Die zukunftsgerichtete Wertberechnung unter Berücksichtigung des Cashflows wird ja bereits heute bei Projektfinanzierungen fast durchgängig angewendet. Da das Anlagensegment Infrastruktur aber alles andere als heterogen ist, bleibt es abzuwarten, welches Bewertungsverfahren letztlich zum Einsatz kommt bzw. welche Modifikationen vorgenommen werden. Im Bereich erneuerbare Energien sind z.B. Parameter wie Einspeisevergütung, Stromertragsdaten/Leistungskennlinien usw. relevant, die für andere Infrastruktursegmente keine Rolle spielen. Mit anderen Worten: Beim Thema Bewertung gilt Taylormade statt One size fits all. Wichtig ist jetzt, dass die Praxis Unterstützung aus der Wissenschaft bei diesem wichtigen Thema bekommt. Auch diesen Prozess wird der BAI unterstützen.

VC Magazin: Wie werden sich die Regulierungsbestimmungen von Solvency II und AIFM auf die Bereitschaft von Investoren auswirken, in Infrastruktur zu investieren?

Dornseifer: Die AIFM-Richtlinie und das deutsche KAGB bieten nur den Rahmen für alternative Investmentfonds. Der Investor erhält die Sicherheit, dass die Anlage risikodiversifiziert und insolvenzfest ist, dass der Manager von der Bafin reguliert wird, dass geprüfte Bilanzen vorliegen und so weiter. Das alles hilft aber nur wenig, solange z.B. das Versicherungsaufsichtsrecht nicht klarstellt, welche regulatorischen Anforderungen für die Investoren gelten und wie hoch am Ende die Eigenkapitalanforderungen unter Solvency II sind, um nur zwei Punkte herauszugreifen. Im bisherigen Regulierungsprozess wurden einige Besonderheiten von Infrastrukturanlagen nicht hinreichend berücksichtigt. Dies hatte der BAI schon im Jahr 2010 angemahnt. Nach derzeitigem Stand dürfte es zu hohen Eigenmittelanforderungen kommen, was am Ende kontraproduktiv ist. Es gibt viele offene Punkte, die Investoren verunsichern und von Anlagen bislang abhalten. Die Politik widerspricht sich hier selbst: Einerseits fordert sie mehr private Investitionen beispielsweise in Stromnetze, soziale Infrastruktur oder Verkehr. Andererseits schafft sie keine adäquaten Bedingungen dafür. Ein Beispiel ist die notwendige Änderung der Anlageverordnung, die leider in die nächste Legislaturperiode verschoben wurde.

VC Magazin: Danke für das Gespräch, Herr Dornseifer. ■■■■

susanne.glaeser@vc-magazin.de

Das vollständige Interview finden Sie auf www.vc-magazin.de



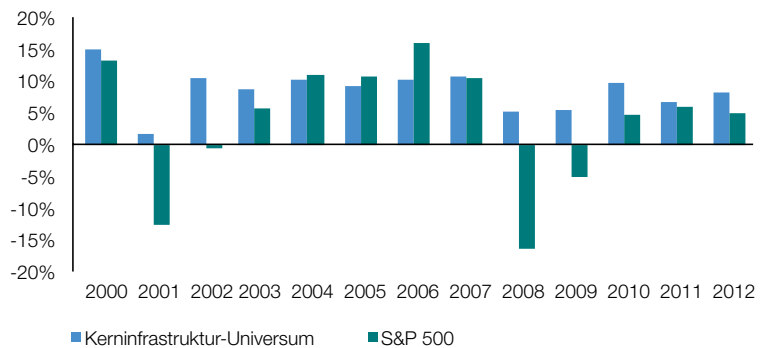
Portfoliodiversifikation mit täglich liquider Kerninfrastruktur

Stabile Erträge, keine Zyklen

Die Erwartungshaltung von Investoren gegenüber Infrastrukturinvestitionen ist eindeutig: Stabile Erträge, eine geringere Konjunktursensitivität und idealerweise ein gewisser Inflationsschutz sollten mit einem Infrastrukturinvestment erzielt werden. Auch im Rahmen einer liquiden Infrastrukturinvestition sind dies die definierten Anlageziele zur Diversifikation von bestehenden Aktienportfolios, als Ersatz für Anleihen im aktuellen Niedrigzinsumfeld oder zur Liquiditätssteuerung von illiquiden Infrastrukturquoten. Zur Erzielung dieser gewünschten Infrastruktureigenschaften ist ein dedizierter Anlagefokus erforderlich. Die Aufschrift „Infrastruktur“ auf einem Aktienfonds ist noch lange keine Garantie dafür, dass von den genannten Charakteristika und dem Wachstumspotenzial des Segments profitiert wird. Eine genaue Definition des Anlagefokus ist somit notwendig.

Unter dem Begriff Infrastruktur versteht man alle langlebigen Grundeinrichtungen, die das Funktionieren einer Volkswirtschaft gewährleisten. Dazu kann man Unternehmen aus den unterschiedlichsten Bereichen wie etwa Baufirmen, Versorger, Rohstoffförderer oder Kraftwerksbetreiber zählen. Zur Kategorie der infrastrukturnahen Investitionen gehören unter anderem Unternehmen, die von einem starken Wirtschaftswachstum profitieren. Ein Beispiel: Siemens profitiert als Industriekonzern sowohl von einer allgemein guten Wirtschaftslage als auch vom Ausbau der Verkehrs- und Energieinfrastruktur. Daher ist die Siemens-Aktie eine infrastrukturnahe Investition, die tendenziell von der wirtschaftlichen Aktivität relativ stark beeinflusst wird.

EBITDA-Wachstum im Jahresvergleich



Kerninfrastruktur-Universum: 290 Unternehmen aus den Bereichen Transport, Versorgung, Kommunikation und soziale/öffentliche Einrichtungen
Quelle: Bloomberg, Partners Group-Berechnungen per 31. Dezember 2012 / *Median EBITDA

Kerninfrastrukturanlagen

Dagegen sind Investitionen in Kerninfrastrukturanlagen weniger konjunktursensitiv. Sie zeichnen sich typischerweise durch eine hohe Kapitalintensität, eine lange Nut-

zungsdauer, stabile Erträge, langfristige Bezugs- und Absatzverträge, hohe Markteintrittsbarrieren und ein stark reguliertes Umfeld aus. Unternehmen, die in diesem Subsektor operieren, befinden sich meist in einer monopolähnlichen Position. Das Unternehmen Severn Trent versorgt z.B. Haushalte und Industrieunternehmen in Wales und England mit Trinkwasser und ist ebenfalls für die entsprechende Abwasserentsorgung verantwortlich. Für die Bereitstellung dieser Dienstleistungen erhält Severn Trent eine durch die Regulierungsbehörde auf mehrere Jahre festgelegte Eigenkapitalrendite. Die Erträge sind somit langfristig unabhängig von Nachfrageschwankungen nach Trink- bzw. Abwasser. Zusätzlich besteht eine Kopplung der festgelegten Rendite an die Inflationsrate, wodurch sich ein vertraglicher Inflationsschutz ergibt.

Wir bei der Partners Group unterscheiden börsennotierte Kerninfrastrukturbetreiber in vier verschiedenen Bereichen:

- Transportanlagen wie Mautstraßen oder Häfen
- Kommunikationssysteme wie Satellitenbetreiber





- Soziale Einrichtungen wie Krankenhäuser oder Schulen
- Versorgungseinrichtungen wie Wasserverteilung, Elektrizitätsnetze oder Öl- und Gaspipelines

Keine starken zyklischen Schwankungen

Neben dem großen und langfristigen Wachstumspotenzial ist aber vor allem der defensive Charakter von Kerninfrastruktur interessant: Vergleicht man das Kerninfrastrukturuniversum des Infrastrukturfonds der Partners Group mit der historischen Geschäftsentwicklung (EBITDA-Wachstum) des breiten Aktienmarktes (S&P 500), zeigen sich die defensiven Eigenschaften der Kerninfrastrukturanlagen. Deren EBITDA-Wachstum war auch in den Krisenjahren 2001/2002 und 2008/2009 positiv (siehe Grafik links). Die Preismacht der quasi monopolistisch agierenden Unternehmen sowie die geringere Elastizität der Nachfrage sind dabei entscheidend. Auch in einer Rezession müssen z.B. Wasserversorger oder Stromnetzbetreiber Städte, Gemeinden und die Industrie weiterhin versorgen. Daran wird deutlich, dass Kerninfrastrukturanlagen typischerweise defensiver Natur sind und keinen starken zyklischen Schwankungen unterliegen. Die Preiselastizität der Nachfrage ist geringer und die Visibilität in Bezug auf zukünftige Erträge hoch.

Vergleich mit Fondsmodell

Trotz der unbestrittenen Attraktivität der als Kerninfrastruktur kategorisierten Unternehmen hat auch dieser Investitionsansatz als täglich liquider Aktienfonds seine Limitierung, insbesondere im Vergleich mit geschlossenen Infrastrukturfonds. Der Vorteil einer höheren Flexibilität durch die tägliche Handelbarkeit des Fonds resultiert in einer Abhängigkeit von der allgemeinen Aktienmarktentwicklung. Dadurch können kurzfristig – unabhängig von der fundamentalen Entwicklung des einzelnen Titels – negative Kursentwicklungen entstehen. Langfristig haben Kerninfrastrukturtitel jedoch gezeigt, dass sie aufgrund der fundamentalen Stabilität zeitweilige Kursrückschläge überwinden und über eine längere Zeitspanne einen stabilen Portfoliobeitrag leisten können.

Markus Pimpl

ist Senior Vice President im Bereich Investment Solutions der Partners Group AG in Zug. Die Schweizer Asset Management-Gesellschaft verwaltet Privatmarktanlagen.



Foto: Panthermedia/James Weston

Beitrag von Dr. Peter Ramsauer, Bundesminister für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung

Finanzierung der Verkehrsinfrastruktur sichern – Zukunft sichern

Die Wettbewerbsfähigkeit unseres Landes hängt entscheidend von der Qualität seiner Infrastruktur ab. Ein leistungsfähiges Verkehrssystem bildet die wesentliche Grundlage für individuelle Mobilität, Wachstum und Beschäftigung.

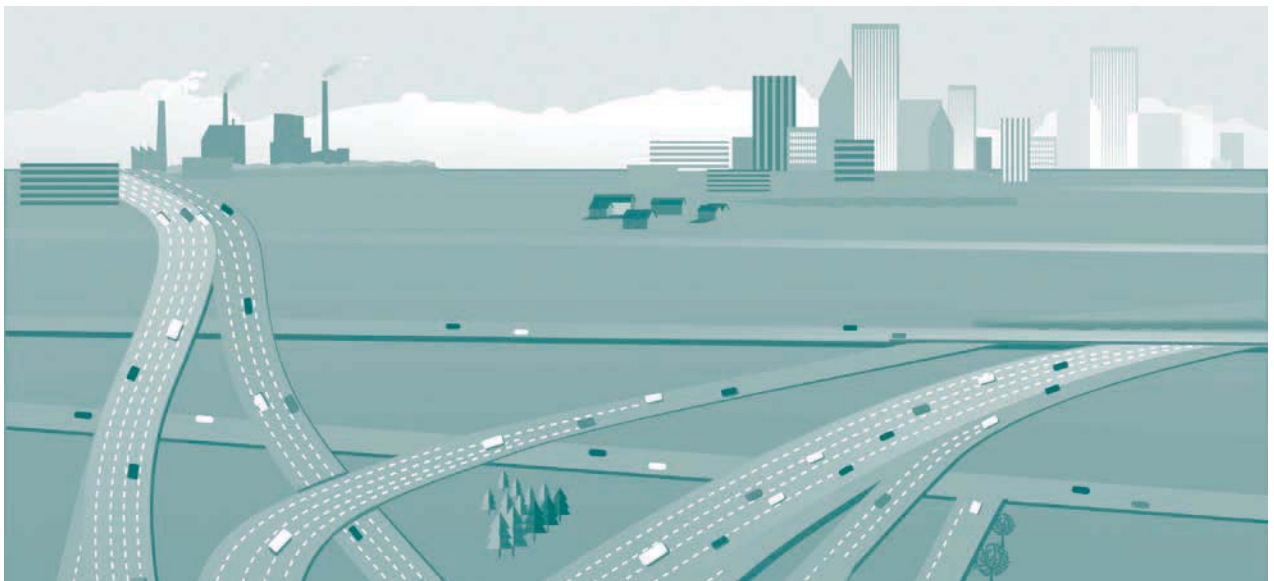


Foto: Panthermedia/Scusi

Nach wie vor gehört das deutsche Verkehrswegenetz zu den besten der Welt. Dies belegt nicht zuletzt die vom Weltwirtschaftsforum im vergangenen Jahr veröffentlichte Studie zur globalen Wettbewerbsfähigkeit. Dort heißt es: „Hinsichtlich der Qualität seiner Infrastruktur belegt Deutschland einen hervorragenden zweiten Platz. Insbesondere verfügt es über erstklassige Einrichtungen bei allen Verkehrsträgern.“ Dieses hohe Qualitätsniveau für die Zukunft zu sichern, gehört zu den wichtigsten Aufgaben einer vorausschauenden Verkehrspolitik. Die Herausforderungen werden dabei nicht geringer. Angesichts der von der Bundesregierung beschlossenen Energiewende muss Mobilität deutlich energieeffizienter und klimafreundlicher werden. Vor allem aber müssen wir uns bereits heute auf den zunehmenden Verkehr von morgen einstellen. So wird der Güterverkehr bis zum Jahr 2025 gegenüber 2004 um 70% wachsen. Mit dem höheren Verkehrsaufkommen geht ein weiter ansteigender Investitionsbedarf für Erhaltung und Ausbau unserer Infrastruktur einher.

Strukturelle Unterfinanzierung des Verkehrshaushalts

Angesichts begrenzter öffentlicher Haushalte sind dies keine einfachen Aufgaben. Das hat uns nicht zuletzt die Ende 2011 von der Länderverkehrsministerkonferenz eingesetzte „Kommission zur Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ erneut vor Augen geführt. In ihrem im April 2013 vorgestellten Abschlussbericht hat die Kommission unter der Leitung des ehemaligen Verkehrsministers von Sachsen-Anhalt Karl-Heinz Daehre für die nächsten 15 Jahre eine jährliche Finanzierungslücke bei Bund, Ländern und Kommunen von 7,2 Mrd. EUR ausgemacht. Es ist unabdingbar, dass aus dieser Analyse Konsequenzen gezogen werden. Denn dieser Befund bestätigt erneut, dass eine politische Diskussion über die künftige Gestaltung der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung unumgänglich ist. Schon zu Beginn meiner Amtszeit habe ich die entsprechende gesellschaftliche und politische Debatte darüber angestoßen, was uns leistungsfähige Verkehrswege wert sein müssen. Denn Fakt ist: Unsere Infrastruktur wurde über zu lange Zeit deutlich vernachlässigt.

Verstetigung der Finanzspritzen unumgänglich

Bei der Bereitstellung der erforderlichen Haushaltsmittel konnten wir erste wichtige Erfolge erzielen. So ist es uns gelungen, über die jährlichen Haushaltsansätze in Höhe von rund 10 Mrd. EUR hinaus für die Jahre 2012 und 2013 insgesamt 1,75 Mrd. EUR zusätzlich zu generieren. Aber auch diese kräftigen Finanzspritzen aus den Infrastrukturbeschleunigungsprogrammen I und II haben uns nur kurzzeitig Luft verschafft. Um unsere Infrastruktur auch nachhaltig zu stärken, ist eine Verstetigung dieser Mittel unumgänglich. Das deutsche Bundesfernstraßennetz befindet sich schon heute in vielen Bereichen an der Grenze seiner Leistungsfähigkeit. Hoch frequentierte Streckenabschnitte – besonders der Autobahnen – verzeichnen vielfach Kapazitätsengpässe mit starken Einschränkungen des Verkehrsflusses. Zudem erfordert die hohe Belastung durch den Straßengüterverkehr die Verstärkung und Erneuerung der zahlreichen in die Jahre gekommenen Brückenbauwerke.

Erhalt vor Neubau

Aufgrund des hohen Sanierungsbedarfs wird die Bundesregierung bei den zukünftigen Verkehrsinvestitionen klare Prioritäten setzen müssen. Wir kommen nicht umhin, Erhaltungsmaßnahmen im neuen Bundesverkehrswegeplan 2015 eindeutig Vorrang vor Neubauprojekten einzuräumen. Bei den Aus- und Neubaumaßnahmen müssen wir uns darauf konzentrieren, Engpässe zu beseitigen und Lücken zu schließen. Ergebnis muss eine realistische und tragfähige Langzeitplanung zur Infrastrukturentwicklung sein, die auch finanziell verlässlich zu unterlegen ist. Diese Herausforderung gilt es vor dem Hintergrund der dringend notwendigen Haushaltskonsolidierung und der im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse zu bewältigen. Zudem stehen die Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur in harter Konkurrenz zu anderen wichtigen Ausgaben des Staates.

Alternative Finanzierungsformen

Angesichts des angestauten Investitionsbedarfs und des strukturell unterfinanzierten Verkehrshaushalts kommen wir nicht umhin, anzuerkennen: Die klassisch althergebrachte Haushaltsfinanzierung hat ihre Grenzen erreicht. Um die Leistungsfähigkeit unseres Verkehrssystems und somit unsere Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten, müssen wir meiner festen Überzeugung nach alternative Finanzierungsformen für unseren Infrastrukturbedarf entwickeln. Diese Einschätzung teilt auch die bereits erwähnte „Kommission zur Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“, die eine ganze Reihe von Vorschlägen für neue Finanzierungsinstrumente präsentiert hat. Aktuell beschäftigt sich eine Folgekommission unter Leitung meines Amtsvorgängers Kurt Bodewig mit der Konkretisierung. Die Vorschläge erwarten wir für den Herbst dieses Jahres. Unabhängig von diesen Überlegungen nutzen wir bereits heute diverse Instrumente, um die Haushaltsabhängigkeit der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung zu reduzieren und mehrjährige

Planungssicherheit zu schaffen. Ein wichtiger Schritt hierzu ist die Herstellung von Finanzierungskreisläufen. Seit 2011 fließt zum Beispiel das gesamte verfügbare Mautaufkommen aus der entfernungsabhängigen Maut für schwere Lkw in unsere Bundesfernstraßen. 2012 lagen die Mauteinnahmen insgesamt bei 4,36 Mrd. EUR. Vergleichbares wollen wir auch im Bereich Schiene voranbringen.

Öffentlich-private Partnerschaften

Eine weitere wichtige Ergänzung zur klassischen Haushaltsfinanzierung von Infrastrukturprojekten sind öffentlich-private Partnerschaften (ÖPP). Ich bin der festen Überzeugung, dass Investitionen von privater Seite in unsere Infrastruktur ebenso legitim und lohnenswert sein sollten wie in andere Finanzanlagen – sowohl für die Anleger als auch für die öffentlichen Auftraggeber. Erste positive Erfahrungen mit ÖPP-Projekten im Autobahnbereich haben uns gezeigt, dass Projekte schneller und effizienter als mit konventionellen Mitteln umgesetzt werden können. Zudem versetzen öffentlich-private Partnerschaften den öffentlichen Auftraggeber angesichts des beschriebenen Finanzierungsdilemmas überhaupt erst in die Lage, dringende Projekte in Angriff zu nehmen.

Sachliche Diskussion

Zurzeit werden knapp 190 ÖPP-Projekte auf den Ebenen von Bund, Ländern und Kommunen mit einem Investitionsvolumen von knapp 7,4 Mrd. EUR umgesetzt. Darüber hinaus entwickeln wir derzeit ÖPP-Projekte, bei denen die Vergütung der privaten Modellpartner in Abhängigkeit von der verkehrlichen Verfügbarkeit der Vertragsstrecke erfolgt. Öffentlich-private Partnerschaften sind inzwischen also ergänzend im Bereich der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung des Bundes angekommen und etabliert. Ich werde mich auch künftig dafür einsetzen, dass dieses Thema sowie weitere Überlegungen zu neuen Formen von Infrastrukturinvestments weniger unter ideologischen Gesichtspunkten, sondern vielmehr sachlich diskutiert werden. Im Kern sollte es uns allen darum gehen, die bestmögliche Infrastruktur auf die effizienteste Art und Weise zu erhalten und auszubauen – für einen starken Wirtschaftsstandort und ein mobiles Deutschland.

Dr. Peter Ramsauer

MdB, ist Bundesminister für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung.



Foto: BMWBS/Fotograf: Frank Ossentrink

Interview mit Detlef Schreiber, CEE

„Der Investor muss nah am Geschehen sein“

Immer mehr Beteiligungsgesellschaften wagen es, CEE verfolgt die Strategie schon lange: Die Hamburger investieren bereits seit Jahren in Projekte wie Wind- und Solarparks und ergänzen damit ihre Beteiligungen an Unternehmen aus dem Erneuerbare-Energien-Bereich. CEO Detlef Schreiber weiß: Solche Projekte sind keine Selbstläufer. Welches Know-how Investoren mitbringen müssen und warum ein Investmenthorizont von zwanzig Jahren normal ist, erklärt er im Interview.

VC Magazin: Welche Voraussetzungen müssen gegeben sein, damit CEE den Einstieg in ein Projekt in Erwägung zieht?

Schreiber: Für ein erfolgreiches Projektgeschäft ist eine Vielzahl von Faktoren wichtig. Lässt man den überragenden Standortfaktor einmal außer Acht, sind die drei wesentlichsten sicherlich die Rendite, die verbauten Komponenten und die Projektpartner. Bezüglich der Rendite kann man zwar nicht alle Bereiche der erneuerbaren Energien im Detail miteinander vergleichen, aber eine Tendenz haben alle, und das sind die steigenden Preise. Mit diesen fallen die Renditen. So hat sich der Fotovoltaikmarkt mittlerweile zu einem etablierten Investorenmarkt entwickelt. Auf viele Käufer kommen immer weniger attraktive Angebote. Gleichzeitig ist bei vielen Investoren der Anlagedruck hoch, sodass vielfach überhöhte Preise geboten werden, die zulasten der langfristigen Rendite gehen. Da wir uns als CEE konsequent an unsere Limits halten, können und wollen wir diesen Weg nicht immer mitgehen. Wichtig für den Projekteinstieg ist uns außerdem die Qualität der Komponenten. In diesem Bereich gibt es nach wie vor leistungsrelevante Unterschiede. Da wir schon seit mehr als zwölf Jahren als Investor für Erneuerbare-Energien-Projekte tätig sind, verfügen wir über ein Netzwerk etablierter Projektentwickler, die ihr Handwerk verstehen. Auch das ist ein entscheidender Punkt.

VC Magazin: Im Oktober vergangenen Jahres haben Sie sich gegen den Erwerb eines Solarparks in Bulgarien entschieden. Wie wichtig ist der Standort für die Erfolgsaussichten eines Projekts?

Schreiber: Ein guter Standort ist die Grundvoraussetzung für ein erfolgreiches Investment. Entscheidend für uns sind Rechtssicherheit und ein nachhaltiges Fördersystem. Im europäischen Ausland gehen Genehmigungswege und Netzanschlüsse häufig mit längeren Prozesszeitläufen einher. Hier gilt es, im Vorfeld genau abzuwägen, worauf man sich einlässt. Für CEE gibt es in Deutschland nach wie vor attraktive Investitionsmöglichkeiten, aber perspektivisch werden

Detlef Schreiber

ist CEO der CEE Management GmbH. Die Beteiligungsgesellschaft, eine Tochter der Bankhaus Lampe Gruppe, konzentriert sich auf erneuerbare Energien und Cleantech und managt derzeit ein Eigenkapitalvolumen von rund 400 Mio. EUR. Sie investiert v.a. in Energieerzeugungs- und Energiespeicherungsprojekte aus den Sektoren Fotovoltaik, Wind, Biogas, Biomasse und oberflächennahe Geothermie und in entsprechende Technologieunternehmen.



wir auch unser Auslandsgeschäft weiter ausbauen. Neben Frankreich, wo wir bereits aktiv sind, schauen wir beispielsweise in Richtung Großbritannien und Schweden.

VC Magazin: Projekte wie Wind- und Solarkraftwerke hängen stark von gesetzlichen Rahmenbedingungen wie der Erneuerbare-Energien-Förderung oder dem Netzausbau ab. Was entgegnet Sie Skeptikern, die aus diesem Grund Investments in diesem Bereich scheuen?

Schreiber: Um die Rentabilität eines Projektes zu gewährleisten, müssen die Rahmenbedingungen verlässlich sein. Sicherlich wird die Bedeutung der Fördermaßnahmen mittelfristig in dem Maße abnehmen, in dem wir uns der tatsächlichen Grid Parity nähern, aber noch ist es nicht so weit. Wenn man allerdings bedenkt, dass das regulatorische Risiko nahezu das einzige nennenswerte Risiko bei Projektinvestments in Fotovoltaikparks und Windkraftanlagen ist, kann man aus unserer Sicht nach wie vor mit einem guten Gefühl investieren.

VC Magazin: Nach dem Erwerb eines Wind- oder Solarparks folgt die Weiterentwicklung. Welche Kompetenzen muss der Investor mitbringen, um das Projekt zum Erfolg zu führen?



Foto: Panthemedial/Inns Vikmanis

Schreiber: Projekte dieser Art sind keine Selbstläufer. Als Investor sollte man möglichst nah am Geschehen sein, um rechtzeitig steuernd eingreifen zu können. Bei CEE haben wir uns daher entschieden, die kaufmännische Betriebsführung bei unseren Projekten selbst zu übernehmen. Unsere Tochtergesellschaft CEE Operations kümmert sich um die operative Verwaltung unseres nahezu gesamten Wind-, Biomasse- und Solar-Kraftwerkportfolios. Jeder einzelne Geschäftsvorgang jeder Anlage – sei es der Schriftverkehr mit den Banken oder den Energieabnehmern – wird von uns geprüft. Das ist entscheidend, um letztendlich auch die errechnete Rendite zu realisieren.

VC Magazin: Welchen Zeitraum muss ein Investor vom Erwerb bis zum Verkauf eines Kraftwerks veranschlagen?

Schreiber: Das kommt sicherlich auf die Ziele und Geschäftsstrategie des Investors an. Aber in der Regel sind die Investmenthorizonte an die Förderzeiträume angepasst. Idealerweise hält man als langfristig orientierter Investor eine Beteiligung im Fotovoltaik- und Windkraftbereich über zwanzig Jahre. Je nach Zustand und Performance des Kraftwerks sowie der künftigen Marktlage wird dann entschieden, ob ein Kraftwerk abgebaut, verkauft oder auch weitergeführt werden soll.

VC Magazin: Welche Risikofaktoren gefährden die Rentabilität eines Projekts und wie muss man ihnen vorbeugen?

Schreiber: Grob unterteilt gibt es Risikofaktoren auf der Kostenseite und auf der Performance-Seite bei Ertrag und Technik. Auf der Kostenseite ist die Inflation ein wesentlicher Faktor, der die Rentabilität eines Projektes gefährden kann. Begegnen kann man dem in erster Linie, indem man seinen Berechnungen eine hohe Inflationserwartung zu-

grunde legt. Um dem Risiko einer geringeren Performance vorzubeugen, sind differenzierte Ertragsprognosen und Risikoabschläge hilfreich. CEE holt daher mehr als ein unabhängiges Gutachten zur Ertragsprognose ein. Hinsichtlich der Technik-Performance zahlt sich die Anfangsinvestition in qualitativ hochwertige Komponenten unserer Erfahrung nach langfristig aus. Wenn man die Technik-Degradation im Fotovoltaikbereich einkalkuliert und mit entsprechendem Risikopuffer arbeitet, ist das Risiko handhabbar. Im Windbereich ist die Lage ähnlich. Hier arbeitet CEE mit Vollwartungsverträgen, um das Performance-Risiko zu minimieren. Diese sind zwar ein Kostenfaktor, garantieren aber eine technische Verfügbarkeit der Anlagen von rund 97%.

VC Magazin: Wie strukturieren Sie die Finanzierung eines Projekts? Wie gut zugänglich ist Fremdkapital für Infrastrukturprojekte derzeit?

Schreiber: Wir richten uns in der Finanzierung stark an den Refinanzierungsdarlehen der bundeseigenen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) aus. Vor allem mit diesem Programm im Hintergrund ist es in Deutschland derzeit nicht allzu schwer, Fremdkapital für Infrastrukturprojekte zu akquirieren. Das ist ein wirklicher Standortvorteil. Im Portfolio ergibt sich daraus auch ein interessanter Zinshebeleffekt, da die erwartete Rendite meist über dem Refinanzierungszins liegt. Im Ausland ist die Fremdkapitalgewinnung meist schwieriger, da sich langfristige Finanzierung und Zinsbindung dort häufig schwer in Einklang bringen lassen.

VC Magazin: Vielen Dank, Herr Schreiber.

susanne.glaeser@vc-magazin.de

Partner der Ausgabe im Portrait

ALTIUS ASSOCIATES®

Altius Associates is an independent fund-of-funds and segregated account manager focused on private equity, infrastructure, energy, and other real assets such as timber, across all geographies. Altius operates a global business from offices in London (UK), Richmond, VA (US), and Singapore.

Altius has a staff of 46 with 5 Executive Directors and 12 Partners. Its professionals have been active in alternative assets investing since the mid-1980s, with over 250 years combined investment experience across the world. The Investment team of 18 professionals with deep experience in investing in private markets globally includes a dedicated Research team. Altius bases all investment decisions on extensive research efforts providing global strategies covering all private equity and private real assets (energy, infrastructure, and timber).

Altius has been providing separate accounts for sophisticated investors since 1998. Altius fully tailors each of its se-

parate accounts to the needs of the client, and its services include both discretionary and non-discretionary mandates. The company has grown steadily each year and now has over €18.5bn (\$24.1bn) billion in assets under management and advice.

Altius also manages fund-of-funds vehicles for investors. The firm is currently raising the Altius Real Assets Fund (ARAF), a fund-of-funds vehicle that will seek to provide a diversified portfolio of fund investments in infrastructure, energy, and other real assets such as timber. Altius also offers a core, global, private equity fund-of-funds, the Altius Associates Private Equity Fund ("AAPEF"), which is well diversified by geography, asset class and vintage year. Altius is currently raising Altius Associates Private Equity Fund II ("AAPEF II") with a second close at \$67m. A third close is looking to happen in H2 2013.

www.altius-associates.com



CEE mit Sitz in Hamburg ist eine auf Erneuerbare Energien spezialisierte Beteiligungsgesellschaft mit einem verwalteten Eigenkapitalvolumen von rund 400 Mio. EUR. Es werden Eigenkapital-Investments in Energieerzeugungsprojekte primär aus den Bereichen Windenergie, Photovoltaik, Biogas, Biomasse-Heizkraftwerke und oberflächennaher Geothermie sowie in entsprechende Technologieunternehmen getätigt. Mit der RWE Innogy besteht eine strategische Kooperation im Bereich Technologiebeteiligungen in junge Unternehmen. Gesellschafter der CEE sind wenige, in

Deutschland ansässige, institutionelle Investoren und Family Offices, die langfristiges Interesse am Markt für Erneuerbare Energien haben. CEE wird von der zur Bankhaus Lampe KG gehörenden Lampe Corporate Finance GmbH geführt, die über mehr als zehn Jahre Erfahrung in der Finanzierung Erneuerbarer Energien verfügt.

Weitere Informationen unter:

www.cee-holding.de



Die 1998 in München gegründete SOLUTIO AG entwickelt innovative Anlagekonzepte speziell für die Bedürfnisse von deutschen und österreichischen institutionellen Investoren im Bereich alternativer Assetklassen. SOLUTIO initiiert Anlagekonzepte nur gemeinsam mit Managern, die nachweislich überdurchschnittliche Erfolge erzielt haben. An allen Anlagekonzepten beteiligt sich das Unternehmen auch

selbst. In den vergangenen 15 Jahren hat die SOLUTIO AG zusammen mit ihren Joint-Venture-Partnern insgesamt neun Anlageprogramme mit einem Gesamtvolumen von 2,6 Mrd. EUR aufgelegt.

www.solutio.ag



YIELCO Investments ist ein unabhängiger Investmentmanager mit Fokussierung auf Investitionen in Infrastruktur-, Private-Debt- und Mezzaninekapital. Im Vordergrund steht hierbei die Erzielung von langfristig planbaren und stabilen Cashflows für institutionelle Investoren. Mit einem hochspezialisierten Team verwaltet YIELCO Investments aktuell Kapitalzusagen von rd. 400 Mio. EUR.

Durch das globale Netzwerk der Partner erhalten Investoren Zugang zu den weltweit führenden Fondsanbietern sowie zu Direkt- und Co-Investitionsmöglichkeiten. Investitionen erfolgen nach einem stringenten Auswahlprozess über flexible und kundenindividuelle Strukturen, die sich durch hohe Transparenz und attraktive Gebührenmodelle auszeichnen.

Hinter YIELCO Investments steht ein Team von erfahrenen Investmentexperten, deren langjährige Tätigkeit in den Bereichen Alternative Investments und Asset Management zur Entwicklung eines innovativen Produktangebots geführt hat. Unterstützt durch einen Fachbeirat und Investment Advisors mit langjähriger Erfahrung im Bereich Direkt- und Co-Investments kann YIELCO Investments seinen Kunden ein umfassendes Leistungsspektrum im Bereich Infrastruktur und Private Debt bieten.

www.yielco.com

Rechtsanwälte · Steuerberater

www.pplaw.com



P+P Pöllath + Partners ist eine international tätige Wirtschafts- und Steuerkanzlei mit 34 Partnern und mehr als 100 Anwälten und Steuerberatern an den Standorten Berlin, Frankfurt und München.

P+P bietet fundierte, kreative und innovative Expertise sowie unabhängige rechtliche und steuerliche Beratung in folgenden Arbeitsbereichen:

Transaktionen

- Unternehmenskauf / -strukturierung
- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
- Private Equity / Venture Capital / Alternative Assets
- Fondsgründung / -strukturierung / -screening
- Listing / Delisting
- Nachfolgeplanung und -gestaltung
- Steuerstrukturierung und -gestaltung
- Immobilien sowie
- transaktionsbezogene Schiedsverfahren

Asset Management

- Vermögensmanagement, -anlage, -nachfolge
- verbindliche steuerliche Auskünfte für Unternehmen und Familiengesellschaften
- Beratung von vermögenden Privatpersonen und Family Offices
- Trusts und Stiftungen
- Fonds, Finanzprodukte
- Immobilien

Viele P+P-Berater stehen als „leading“ bzw. „highly recommended“ oft in mehreren Arbeitsbereichen konstant an der Spitze renommierter Ranglisten. Darüber hinaus wurde P+P häufig als „Kanzlei des Jahres“ vor allem im Transaktions- und Strukturierungsreich ausgezeichnet.

P+P ist völlig unabhängig und arbeitet mit fachlich führenden Kollegen befreundeter Sozietäten in Deutschland und anderen Jurisdiktionen, sowie mit Beratern, Banken und vielen weiteren Geschäftspartnern zusammen.

Weitere Informationen auch zu unserer Pro-Bono-Arbeit und den P+P-Stiftungen auf unserer Website: www.pplaw.com

P+P München

Prof. Dr. Reinhard Pöllath, LL.M., RA,
Of Counsel
Dr. Matthias Bruse, LL.M., RA
Dr. Andrea von Drygalski, RAin
Dr. Michael Best, StB
Philipp von Braunschweig, LL.M., RA
Otto Haberstock, M.C.J., RA
Dr. Margot Gräfin von Westerholt, RAin
Dr. Benedikt Hohaus, RA
Dr. Michael Inhester, RA
Richard L. Engl, StB
Jens Hörmann, RA
Dr. Frank Thiäner, RA
Dipl.-Kfm. Alexander Pupeter, RA, StB
Dr. Christoph Philipp, LL.M., RA
Dr. Wolfgang Grobecker, LL.M., RA
Dr. Wolfram Pätzold, RA
Dr. Stephan Viskorf, RA, StB
Christian Tönies, LL.M. Eur., RA
Dr. Ralf Bergjan, LL.M., RA
Dr. Eva Nase, RAin
Prof. Dr. Ingo Saenger, Of Counsel
Dr. Barbara Bludau, RAin, Of Counsel

P+P Frankfurt

Dr. Andreas Rodin, RA
Patricia Volhard, LL.M., RAin
Dr. Andreas Junius, LL.M., RA
Dr. Georg Greitemann, LL.M., RA
Dr. Jan Wildberger, RA
Dr. Pia Dorfmueller, StB
Wolfgang Tischbirek, RA, StB, Of Counsel

P+P Berlin

Prof. Dr. Dieter Birk, StB
Dr. Thomas Töben, StB
Dr. Matthias Durst, RA
Dr. Carsten Führling, RA
Uwe Bärenz, RA
Dr. Stefan Lebek, RA
Amos Veith, LL.M., RA
Dr. Andreas Richter, M.A., LL.M., RA
Dr. Philip Schwarz van Berk, RA
Andreas Wilhelm, RA, Of Counsel

STANDORTE



P+P München
Hofstatt 1
80331 München
Tel: +49 (89) 24240 - 0
Fax: +49 (89) 24240 - 999
muc@pplaw.com



P+P Frankfurt
Zeil 127
60313 Frankfurt / Main
Tel: +49 (69) 247047 - 0
Fax: +49 (69) 247047 - 30
fra@pplaw.com



P+P Berlin
Potsdamer Platz 5
10785 Berlin
Tel: +49 (30) 25353 - 0
Fax: +49 (30) 25353 - 999
ber@pplaw.com