

Investieren in Infrastruktur

ein Special des

VentureCapital
Magazin

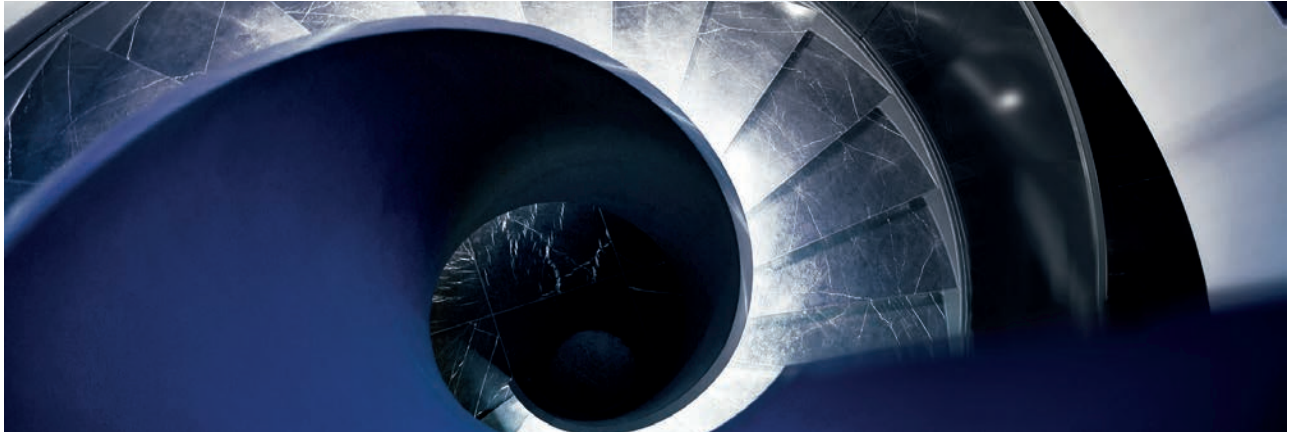


2015

powered by



Simply . Well . Done .



P+P Pöllath + Partners ist eine international tätige deutsche Wirtschafts- und Steuerkanzlei mit mehr als 100 Rechtsanwälten und Steuerberatern an den Standorten München, Berlin und Frankfurt. Die Sozietät bietet fundierte Expertise, kreative und innovative Lösungen sowie unabhängige rechtliche und steuerliche Beratung in folgenden Arbeitsbereichen:

■ Mergers & Acquisitions

Unternehmenskauf, Strukturierung, Private Equity, Venture Capital, Distressed M&A, Schiedsverfahren

■ Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Gesellschafts-, Gesellschafter- und Organhandeln, Corporate Litigation und Compliance

■ Nachfolge und Vermögen

Erb- und steuerrechtliche Beratung von Familienunternehmen und vermögenden Privatpersonen, Stiftungen und Trusts sowie Family Offices

■ Private Funds

Errichtung, Strukturierung, Manager- und Investorenberatung, Aufsichtsrecht, AIFM-Richtlinie/KAGB-Beratung, Sekundärtransaktionen

■ Immobilien

Transaktionen, Projektentwicklung, Finanzierung, Joint Venture, Restrukturierung

■ Steuerstrukturierung und -gestaltung

M&A- und PE-Tax, Internationales Steuerrecht, Strukturierung und Besteuerung von Investmentfonds, Unternehmens- und Immobiliensteuerrecht, Steuerstreitverfahren

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 Strukturierungsbereich 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

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



Infrastruktur – eine Assetklasse mit vielen Facetten

Liebe Leserinnen und Leser,

das Anlagethema Infrastruktur ist mittlerweile als Assetklasse etabliert. Kein Wunder, bieten doch Investitionen in die verschiedenen Formen der öffentlichen Daseinsvorsorge institutionellen Investoren eine Reihe von Vorzügen: attraktive Erträge mit langfristigen und gut prognostizierbaren Cashflows sowie eine geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen. Eine wichtige Rolle für den Run auf die Anlageklasse spielt dabei natürlich die anhaltende Niedrigzinspolitik der EZB. Es herrscht schlichtweg Anlagenotstand. Die Zuflüsse in die Assetklasse drücken allerdings in einigen Bereichen bereits auf die Renditen. Auch ist das Thema alles andere als einfach. Eine direkte Investition in einzelne Projekte macht in der Regel lediglich für die ganz Großen unter den Institutionellen Sinn. Meist sind nur sie in der Lage, die notwendigen Ressourcen bereitzustellen, um die hochkomplexen Projekte nachhaltig zu begleiten und zu managen. Fonds bieten sich daher an. Auch hier gilt es genau hinzusehen. Ein erfahrenes Fondsmanagement mit einem ausgezeichneten Track Record ist dabei ein Muss.

Der Investitionsbedarf ist zweifellos riesig. Allein ein Blick auf Deutschlands Straßen und Brücken genügt. Rund ein Fünftel der Autobahnen und zwei Fünftel der Brücken müssten dringend saniert werden. Für Europa schätzt die OECD in den nächsten 15 Jahren den Bedarf für Erhalt und Ausbau der Infrastruktur auf 10 bis 15 Bio. USD. Angesichts der hohen Staatsverschuldung vieler europäischer Staaten ist deren Spielraum für Investitionen in Verkehrsnetze und Versorgungseinrichtungen jedoch begrenzt. Dabei ist Infrastruktur ein essenzieller Standortfaktor. Als Basis der Volkswirtschaft kann sich keine Regierung hier einen Stillstand oder das Zurückfallen hinter andere Länder im globalen Wettbewerb leisten. Anleger sollten die überseeischen Märkte im Auge behalten. Entwickelt sich die Konjunktur weiter stabil,



Stefan Gätzner, Redakteur

werden die asiatischen Schwellenländer in den kommenden Jahren einen immer größeren Anteil der weltweiten Infrastrukturinvestments auf sich vereinen. Bei den Managern von Infrastrukturfonds stehen aktuell aber weiterhin der nordamerikanische Raum, die britischen Inseln und auch Deutschland als Zielländer im Vordergrund.

Eine steigende Anzahl von Anbietern und Investoren sieht sich beim Thema Infrastruktur mit einer Vielfalt von regulatorischen, betriebswirtschaftlichen und technischen Herausforderungen konfrontiert. Auf den folgenden Seiten bieten wir Ihnen einen Überblick zu wichtigen aktuellen Entwicklungen und Fragen. Erfahren Sie mehr über das Potenzial und den Facettenreichtum dieser spannenden Assetklasse.

Eine anregende Lektüre wünscht Ihnen

stefan.gaetzner@vc-magazin.de



- 3 Editorial
Infrastruktur – eine Assetklasse mit vielen Facetten

Überblick

- 6 Investieren in Infrastruktur
Große Potenziale, große Herausforderungen
- 10 Aus der Sicht institutioneller Investoren
Wandel und Anspruch der Anlageklasse Infrastruktur
Frank Dornseifer,
Bundesverband Alternative Investments

Investment

- 14 Interview mit Detlef Schreiber,
Lampe Equity Management
**„Wir sehen eine starke Entwicklung bei
Infrastructure Debt Funds“**
- 16 Umfrage zum Infrastrukturmarkt
**Infrastrukturmanager stellen sich
wachsenden Herausforderungen**
Uwe Fleischhauer, Armin Otterbach,
Yielco Investments
- 20 Vergleichbarkeit von Infrastrukturrenditen
Von Äpfeln und Birnen
Thomas Kühnl, wpd invest
- 22 Interview mit Dr. Rüdiger von Kollmann
und Robert Massing, Solutio
**„Es bedarf einer völlig anderen Struktur
als im Bereich Private Equity“**
- 24 Kommentar
**Intersolar und Internationalisierung:
Wie steht es um die Photovoltaik-Branche?**
Thomas Laumont, KGAL Investment Management

Fondsstruktur

- 26 Anbieter und Produktgestaltung
Bahn frei für Infrastrukturinvestments
Aykat Bußian, TPW Todt & Partner
- 28 Aufsichts- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen
Infrastrukturfonds – Aktuelle Trends
Lutz Boxberger, Christian Schatz,
King & Wood Mallesons

Service

- 31 Partner der Ausgabe im Portrait

Impressum

VentureCapital
Magazin

16. Jg. 2015

„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: Mathias Renz (Verlagsleitung), Benjamin Heimlich (Redaktionsleitung),
Stefan Gätzner

Mitarbeit an dieser Ausgabe:

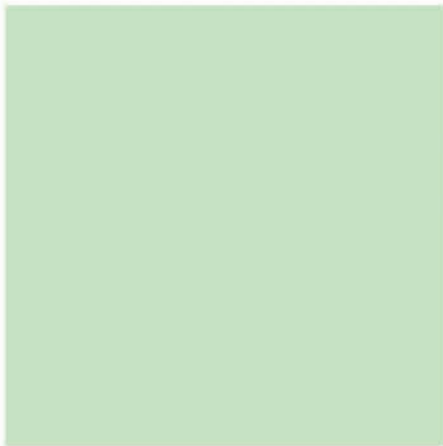
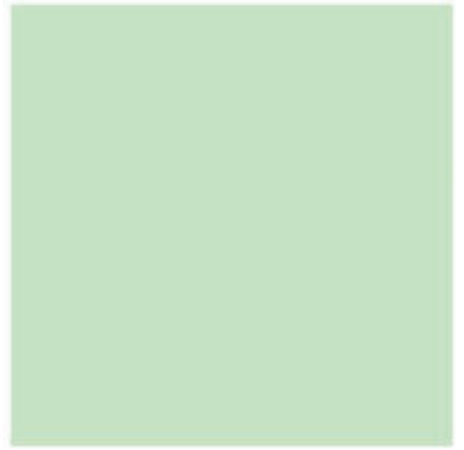
Lutz Boxberger, Aykat Bußian, Frank Dornseifer, Uwe Fleischhauer, Holger Garbs,
Thomas Kühnl, Thomas Laumont, Armin Otterbach, Christian Schatz

Lektorat: Sabine Klug, Magdalena Lammel

Gestaltung: Holger Aderhold, Annette Wiedemann

Titelbild: © Thinkstock/iStock/Alexandr Russakov

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



Investments in erneuerbare Energien

Saubere Konzepte brauchen saubere Finanzierungen. Bereits seit dem Jahr 2000 konzentrieren wir uns als Beteiligungsgesellschaft auf Eigenkapitalinvestments in den Bereichen erneuerbare Energien und Cleantech. www.cee-holding.de

Große Potenziale, große Herausforderungen

Investieren in Infrastruktur erfreut sich unter privaten und institutionellen Anlegern einer immer größeren Beliebtheit – und das gleichermaßen in entwickelten Industrienationen und in Schwellenländern. Doch hinsichtlich der einzelnen Anlagemöglichkeiten und der vielfältigen Herausforderungen präsentiert sich das Segment äußerst komplex. Investoren benötigen Erfahrung und eine gute Vernetzung vor Ort.

Allein in Deutschland gelten rund 20% des Autobahnnetzes und 40% der Brücken als sanierungsbedürftig. Über 1.000 Eisenbahnbrücken in Deutschland sind älter als 100 Jahre. Für die nächsten zehn Jahre rechnen Experten mit einem Investitionsbedarf in die deutsche Straßeninfrastruktur in Höhe von ca. 160 Mrd. EUR. Der Bedarf für den Ausbau des Kommunikations- und Stromnetzes wird mit jeweils etwa 40 Mrd. EUR veranschlagt. Rund ein Viertel aller Unternehmen in Deutschland ist durch die schlechte Straßeninfrastruktur betroffen, wie eine Studie der Berliner Steinbeis-Hochschule belegt. Auch in anderen Industrienationen tun Investitionen in Infrastruktur-Projekte not, etwa in den USA, wo in Kommunen noch immer Wasserleitungen aus Holz genutzt werden oder sensible Stromleitungen oberirdisch verlaufen. Und schließlich gilt in Schwellenländern eine moderne und funktionierende Infrastruktur als grundlegende Voraussetzung für wirtschaftliches Wachstum und eine funktionierende Gesellschaftsordnung. Nach Angaben des Vermögensverwalters Deutsche Asset & Wealth Management existieren weltweit 144 geschlossene Infrastrukturfonds. Sie verfügen derzeit über ein Volumen von rund 93 Mrd. USD. Allein im vergangenen Jahr konnten rund 37 Mrd. USD im Rahmen des Fundraising eingesammelt werden, 2013 waren es fast 45 Mrd. USD. Nicht eingerechnet sind jene Gelder, die in liquide Infrastruktur-Assets investiert werden, beispielsweise Aktien von Unternehmen mit Infrastruktur-Charakter. Entsprechend gut ist die Stimmung unter Investoren.

Geringe Volatilität

„Investitionen in Infrastrukturprojekte zeichnen sich durch eine langfristige Stabilität und geringe Volatilität aus“, konstatiert Matthias Reicherter, Head of Infrastructure bei Golding Capital Partners (GCP). Das Münchener Haus hatte erst im Mai das Closing seines aktuellen Fonds Golding Infrastructure SICAV VII verkündet, mit einem Volumen von rund 590 Mio. EUR das bislang größte Infrastruktur-Beteiligungsprogramm im deutschsprachigen Raum. „Im Gegensatz zum klassischen Buyout-Geschäft sind Infrastrukturbeteiligungen

langfristig orientiert. Investoren sind in diesem Bereich mit etwas geringeren Renditen zufrieden, erwarten dafür aber ein hohes Maß an Stabilität und Planbarkeit über viele Jahre hinweg“, so Reicherter. In Deutschland sieht Reicherter einen wesentlichen Nachholeffekt. „Immer mehr Anleger haben sich inzwischen mit der Anlageklasse angefreundet. Das Verständnis für Infrastrukturprojekte wächst, und Investoren bauen zunehmend Know-how auf Basis erster Erfahrungen in diesem Bereich auf“, meint der Golding-Experte. In Teilsegmenten jedoch trifft man auf altbekannte Herausforderungen, etwa wenn hohe Preisniveaus oder zunehmende Komplexität ins Spiel kommen. Investoren sollten daher vorsichtig agieren und Fonds-Investitionen als Möglichkeit betrachten, Erfahrung und Fachwissen anzusammeln, bevor sie selbst als Co- oder Direktinvestoren aktiv werden. „Insbesondere wenn finanzstarke Staats- oder Pensionsfonds mit geringeren Renditeerwartungen mitbieten, ist es für klassische Assetmanager schwierig, mitzuhalten“, erklärt Reicherter. Entsprechende Fonds oder große Versicherungshäuser erwerben Infrastrukturprojekte häufig direkt und haben bereits erfahrene Teams aufgebaut, die sich ausschließlich mit Infrastrukturinvestitionen beschäftigen. Ein gutes Beispiel ist hier die Allianz.

Man muss unterscheiden

Es ist nicht einfach, die Filetstücke zu identifizieren. Je nach Investorentyp oder Renditeerwartung bieten sich verschiedene Möglichkeiten. „Sehr beliebt sind Akquisitionen, die einen sofortigen Cashflow erlauben und in die in der Regel über ein Investitionsvehikel in Projekte investiert wird“, erklärt Karsten Tack, Executive Director bei der HSH Nordbank im Bereich Corporate Finance M&A. Mittlerweile fließen die Investitionen häufiger direkt in die einzelnen Projekte. Darüber hinaus kaufen Investoren auch bestehende oder in Betrieb befindliche Projekte. „Allerdings



Karsten Tack,
HSH Nordbank

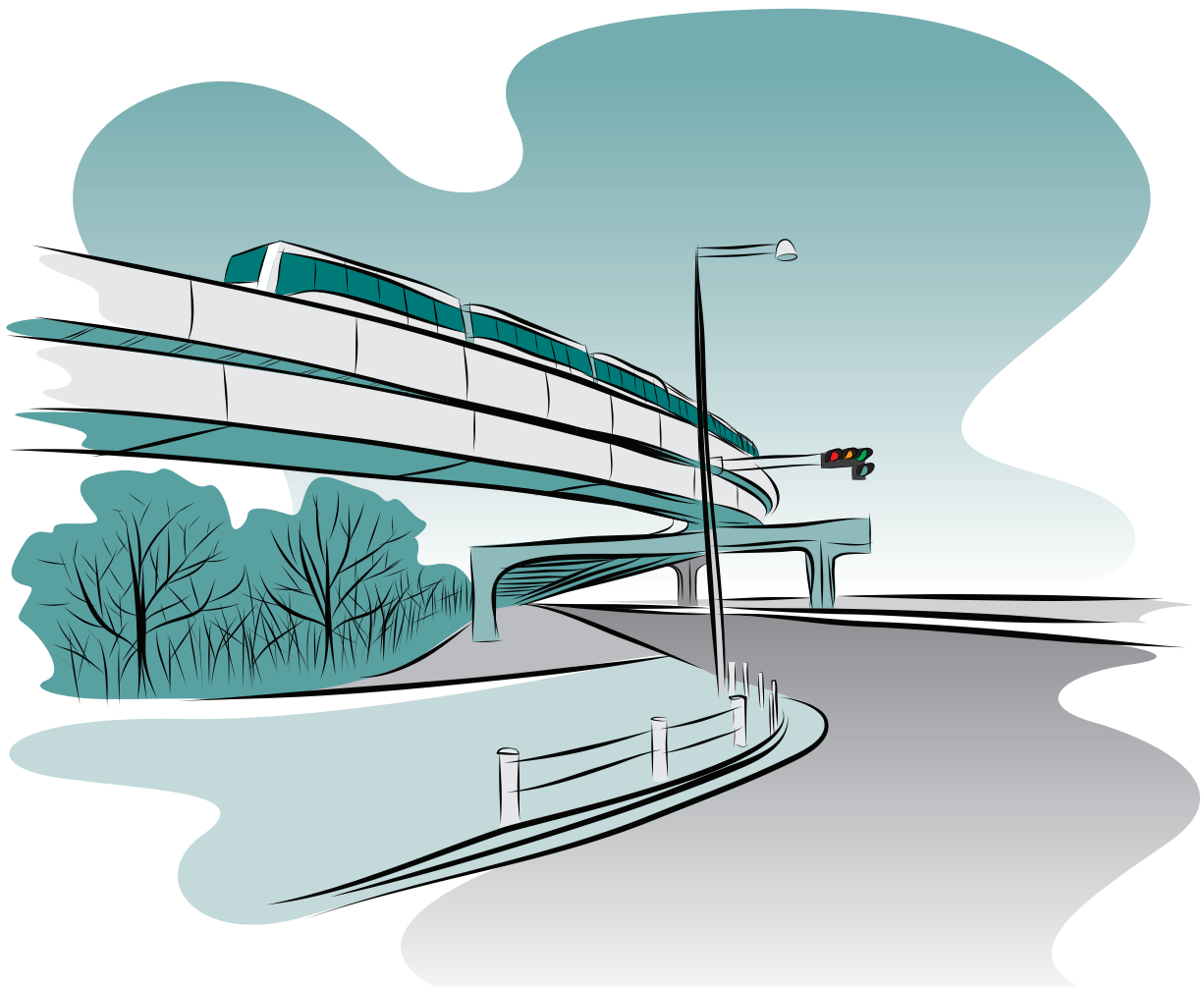


Foto: © Panthermedia/Ukruid Yemetch

finden sich hier aktuell nur wenige Projekte im Markt“, so Tack. Infrastruktur ist eben nicht gleich Infrastruktur. „Man darf nicht nur das Label ‚Infrastruktur‘ kaufen“, warnt Markus Pimpl von der Partners Group. Regional unterscheiden sich die Investitionen, nicht nur aufgrund makroökonomischer Faktoren, teilweise nämlich recht deutlich: „In den USA oder Europa müssen vor allem bestehende Infrastrukturanlagen verwaltet oder erneuert werden“, erläutert Pimpl.



Matthias Reicherter,
Golding Capital Partners

„In den Emerging Markets wie Lateinamerika geht es darum, ganz neue Bedürfnisse zu befriedigen, etwa den problemlosen Zugang zu Wasser oder Strom.“ Die verantwortlichen Assetmanager müssen flexibel reagieren können und sich mit den Regularien der jeweiligen Märkte vertraut machen. „Man kann unterscheiden, ob man in klassische Kerninfrastrukturprojekte investiert, also beispielsweise Public Private Partnerships, in regulierte Anlagen, wie zum Beispiel Wasser- und Elektrizitätswerke, oder in

klar definierte Value Add-Projekte“, erklärt Reicherter. Letztlich entscheiden Sicherheit und Know-how über das spezielle

Segment oder den Ort des Investments. „Trotz des großen Kapitalzuflusses im europäischen und nordamerikanischen Infrastrukturmarkt lassen sich durch gute Marktkenntnis und die Bereitschaft, auch komplexere Transaktionen anzugehen, auch in diesen Regionen noch sehr attraktive Renditen erzielen. Hierzu muss man nicht in exotische Geografien ausweichen“, so Reicherter. „Denn wie steht es mit politischer Sicherheit und gesellschaftlicher Stabilität?“

Es braucht Investitionen!

Nach Schätzungen der OECD liegt der Investitionsbedarf allein in den Mitgliedsländern bis 2030 bei rund 55 Bio. USD. Die Wirtschaftsberatung PwC geht von einem weltweiten Investitionsbedarf von rund 80 Bio. USD bis ins Jahr 2025 aus, bei einem jährlichen Investitionsanstieg bis zu 8%. Regionaler Schwerpunkt der Investitionen wird mit etwa 60% Südostasien sein, allerdings abhängig von der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung in den Schwellenländern. Der Anteil der Investitionen in Westeuropa wird dementsprechend bis 2025 auf rund 10% sinken. Laut PwC ist diese Entwicklung nicht nur auf die weniger dynamisch wachsenden Märkte in den Industrienationen zurückzuführen, sondern auch eine längerfristige Folge der Finanz- und Schuldenkrise



in Europa. „Uns wurden im vergangenen Jahr über 660 Infrastrukturprojekte vorgestellt“, berichtet Partners-Experte Markus Pimpl. „In sechs Anlagen haben wir für unsere Kunden letztlich investiert.“ Seiner Meinung nach können Infrastrukturinvestments in verschiedenen Strategien Sinn machen. Jedoch sollten sich Investoren aufgrund von politischen Risiken nicht auf einzelne Länder und Regionen beschränken. Ein global diversifiziertes Portfolio bietet daher viele Vorteile für Investoren. Wichtig ist auch die regionale Vernetzung. „Nach der Atomkatastrophe von Fukushima haben wir für unsere Kunden in Solarparks in Japan investiert“, erzählt Pimpl. „Ohne einen Zugang zu Land und Leuten vor Ort, vor allem zu den zuständigen Regulatoren, die schlussendlich die Notwendigkeit von Solarenergie erkannt haben, wäre das gar nicht möglich gewesen.“

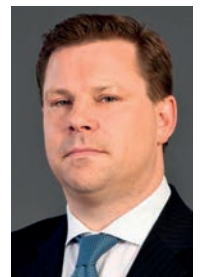


Markus Pimpl,
Partners Group

Lernfeld Deutschland

In Deutschland gilt der Markt für Public Private Partnership-Projekte weiterhin als unterentwickelt. Anders formuliert: Das Potenzial wird nicht ausreichend genutzt. Ein generelles Misstrauen in Politik und Bevölkerung mag eine Rolle spielen, hier gilt es weiterhin, Hemmschwellen abzubauen.

Aber auch auf Investorensseite werden Talente mit speziellen Fachkenntnissen gesucht. „Hier sehen wir gerade in Deutschland noch einen zu großen Unterschied zum klassischen Private Equity-Geschäft“, betont Matthias Reicherter. „Es gibt noch zu wenige ausgewiesene Infrastrukturexperten, und die junge Anlageklasse verfügt noch über einen vergleichsweise kurzen Track Record.“ Ein Teufelskreis? Immerhin sind deutsche Investoren derzeit bemüht, ihre Infrastruktureams aufzustocken. „Die Nachfrage nach Investitionen ist da, und Kapital ist auch genügend vorhanden“, bestätigt Michael Reuther, Direktor im Infrastrukturteam von Ardian. „Allerdings liegt der heimische Infrastrukturmarkt noch weit hinter den anderen Ländern innerhalb der EU zurück, vor allem jenen in England und Frankreich.“ Zwar habe die Politik mit ihren Investitionsplänen für das Autobahnnetz und für den Ausbau des Breitbandnetzes sowie auf EU-Ebene durch den „Juncker-Plan“ wichtige Impulse gesetzt. „Doch es mangelt noch an klaren Zuständigkeiten und Entscheidungsbefugnissen, um Finanzpartner an der deutschen Infrastruktur zu beteiligen. Und es fehlt an einer breiten Akzeptanz in der Bevölkerung, dass eine wettbewerbsfähige Infrastruktur Geld kostet“, findet Reuther. Auch eine Ent-Emotionalisierung täte



Michael Reuther,
Ardian

dem Thema gut, siehe das Thema Fracking. In der jüngsten Vergangenheit standen in Deutschland vor allem regulierte Unternehmen wie Gas- und Elektrizitätstransportunternehmen im Fokus von Infrastrukturinvestoren. „Allerdings sind hierbei durchweg lokale Kommunen als Investor zum Zuge gekommen“, sagt Reuther. In Deutschland eher selten anzutreffen sind Co-Investments, wie sie sich international längst etabliert haben. „Im Bereich Infrastruktur ist es Teil der Strategie von Ardian, in der Regel gemeinsam mit großen Strategen zu investieren, die über eine langjährige Erfahrung im Management von Infrastruktur-Assets verfügen“, sagt Michael Reuther. Ein weiteres Problem für den deutschen Infrastrukturmarkt stellt mitunter das föderale System der Bundesrepublik dar. „Idealerweise sollten Projekte auf Bundesebene konsolidiert und somit attraktive Einheiten geschaffen werden, in die Investoren investieren können“, so Reuther.

Fazit

Infrastruktur wird weiter boomen. Investitionen können langfristig angelegt werden und bieten nachhaltige Renditen bei geringem Risiko. „Infrastruktur-Assets sind wesentlich für die Volkswirtschaft“, unterstreicht Michael Reuther. Doch

es benötigt erfahrene Investoren in Kombination mit strategischen Partnern. Zudem sind eine grundlegende Due Diligence und das zur Prüfung erforderliche Know-how wesentliche Grundvoraussetzungen, um sich am Geschäft zu beteiligen. „Verkäufer können hier durch eine Vendor Due Diligence den Investoren Komfort geben und somit Prozesse und Transaktionen beschleunigen“, meint Karsten Tack. „Die kommerzielle Due Diligence ist anspruchsvoll, insbesondere bei Projekten mit Nachfragerisiko, da häufig ein langer Planungszeitraum zugrunde liegt und darüber hinaus eine Markteinschätzung für einen langen Planungshorizont gebildet werden muss.“ Zudem zeigt die Entwicklung der erneuerbaren Energien in Spanien, Italien oder Tschechien, dass dort, wo Finanzierungen auf einer stark staatlich geförderten Basis beruhen, sie immer dem Risiko politisch bedingter Veränderungen ausgesetzt sind. Überhaupt tut es nicht immer gut, wenn sich der Staat als Bank geriert. Das Flughafenprojekt Berlin-Brandenburg mag dafür ein lehrreiches Beispiel sein.

Holger Garbs
redaktion@vc-magazin.de

ANZEIGE

20

SEIT INKRAFTTRETEN DES KAGB
HABEN UNSERE EXPERTEN
BEREITS 20 BEDEUTENDE FONDS
ERFOLGREICH BEI DER MARKT-
EINFÜHRUNG BEGLEITET.

Sie haben Fragen zum Thema KAGB?

Wir kennen die Antworten.
Tel: 0800 6008802



WIRTSCHAFTSPRÜFUNG,
STEUER- UND RECHTSBERATUNG

www.tpw.de

Aus der Sicht institutioneller Investoren

Wandel und Anspruch der Anlageklasse Infrastruktur

Die Anlageklasse Infrastruktur rückt auch bei deutschen Investoren immer stärker in den Fokus. War es vor einigen Jahren in erster Linie das Segment erneuerbare Energien, das Beachtung fand und in das investiert wurde, öffnet man sich dieser Anlageklasse nunmehr großflächiger.

Noch liegt bei vielen institutionellen Anlegern die durchschnittliche Allokation in Infrastruktur bei weniger als 1% des Portfolios, aber Umfragen wie die BAI Investor Survey bestätigen, dass diese Quote schon kurz- bis mittelfristig spürbar ausgebaut werden soll. Wunsch und Wirklichkeit gehen allerdings häufig auseinander. Es stellt sich also die Frage, welche Erwartungen und Anforderungen Investoren haben, wie sich diese ändern und ob und in welchem Maß das Anlagensegment Infrastruktur diese erfüllen kann.

Rendite und planbare Zahlungsströme haben oberste Priorität

Versicherer, Pensionskassen oder Versorgungswerke erwarten von der Anlageklasse Infrastruktur vor allem attraktive Renditen oberhalb des Rechnungszinses. Im andauernden Niedrigzinsumfeld verwundert diese Beurteilung nicht. Gleichzeitig ist aber zu konstatieren, dass gerade bedingt durch das Niedrigzinsniveau die im Segment Infrastruktur Debt erzielbaren Renditen durchaus begrenzt sind. Neben der Rendite steht vor allem eine größere Planbarkeit der Zahlungsströme im Vordergrund. Die lange Laufzeit der Investitionen in Infrastruktur (u.U. mehrere Jahrzehnte z.B. im Segment Transportinfrastruktur) ist ein wesentlicher Aspekt der Anlage und durchaus erwünscht, da die Investo-

ren über ihre Anlagevolumina Fristen verteilen können und dies auch zum Leistungsprofil ihrer Garantien passt. Wichtig ist deshalb eine langfristige Planung der Finanz- und Liquiditätssituation. In diesem Zusammenhang sind z.B. Anlagen in regulierten und wenig wettbewerbliehen „Core“-Bereichen interessant, die aufgrund der tendenziell geringen Nachfrageelastizität der Nutzer auch in schlechteren Zeiten einen planbaren Finanzstrom generieren. Die „Core“-Bereiche weisen darüber hinaus in der Regel eine lange Historie auf, die es ermöglicht, die eigene Kostenbasis besser einzuschätzen. In stark regulierten Bereichen besteht allerdings die Unsicherheit über die weitere Bewertung durch die politischen Akteure. Die Energiewende in Deutschland oder die Änderung der Einspeisevergütung in Spanien sind Beispiele dafür, wie politische Entscheidungen sich ändern können.

Diversifikation vor Inflationsschutz

Neben stabilen, wenig volatilen Bewertungen der Assets wird bei Infrastrukturanlagen häufig auch der Aspekt Inflationsschutz aufgeführt, der insbesondere dann greift, wenn vertraglich eine Indexierung der Nutzungsentgelte fixiert wurde oder es die wettbewerbliehe Situation bis zu einem gewissen Grad ohnehin zulässt, die Preise zu erhöhen. Dieselbe Argumentation greift auch bei Zinsänderungsrisiken, die, bei entsprechend langfristiger Planung des Eigen- und Fremd-

Abb.1: Korrelation der Assetklassen untereinander

	US-Aktien	Aktien weltweit außer USA	Anleihen weltweit	REITs	Rohstoffe	Hedgefonds	Inflationsgeschützte Anleihen	Private Equity	Infrastruktur – global	Infrastruktur – einzelne Klassen
US-Aktien	1,00									
Aktien weltweit außer USA	0,63	1,00								
Anleihen weltweit	0,23	0,17	1,00							
REITs	0,56	0,45	0,22	1,00						
Rohstoffe	0,15	0,45	0,14	0,18	1,00					
Hedgefonds	0,46	0,61	0,23	0,30	0,43	1,00				
Inflationsgeschützte Anleihen	0,19	0,21	0,86	0,24	0,32	0,25	1,00			
Private Equity	0,84	0,63	0,01	0,61	0,11	0,52	0,01	1,00		
Infrastruktur – global	0,44	0,83	0,32	0,44	0,40	0,71	0,42	0,56	1,00	
Infrastruktur – einzelne Klassen	0,44	0,76	0,18	0,35	0,69	0,50	0,31	0,39	0,68	1,00

Quelle: Credit Suisse Asset Management

mitteleinsatzes, über ein Infrastrukturinvestment reduziert werden können. Zusätzlich zum häufig eingeschränkten Wettbewerb verhindern hohe fixe Kosten den Eintritt von Wettbewerbern und verbessern so die Planbarkeit der Investitionen, was ebenfalls für viele Investoren im Vordergrund steht. Jüngst scheint aber der Aspekt Inflationsschutz eher in den Hintergrund zu treten, während der Aspekt Portfolio-diversifikation an Bedeutung zunimmt. Auch dies wird in der aktuellen BAI Investor Survey widerspiegelt und ist nachvollziehbar. In diesem Zusammenhang ist auf eine Studie der Credit Suisse aus dem Jahre 2010 hinzuweisen, die sich im direkten Nachgang an die globalen Marktverwerfungen mit der Frage befasst hat, inwieweit Infrastrukturinvestitionen

die Portfolioeffizienz bezüglich Rendite-Risikoerwartungen erhöhen können. Dabei spielt bei der Portfoliozusammensetzung auch das Bedürfnis der Investoren nach bestimmten Arten von Zahlungsströmen eine Rolle, z.B. das oben bereits in Bezug auf Versicherer beschriebene Erfordernis von gleichbleibenden und stabilen Cashflow. Die meistbeachtete Größe in Bezug auf den Grad an Diversifikation eines Portfolios ist die Korrelation der Assetklassen untereinander. Anhand des Macquarie Global Infrastructure Total Return Indexes, der gelistete Infrastrukturfonds abbildet, und eines weiteren, individuellen Indexes, der Investments in Flughäfen, Häfen und in den Energiesektor enthält, werden in Abbildung 1 die Korrelationen zu anderen Anlageklassen dargestellt.

ANZEIGE



Nachhaltig investieren

Eine sichere und schnelle Allokation von institutionellen Geldern bedarf eines professionellen Assetmanagements über die Haltedauer. Um die operative Sicherheit Ihrer Infrastrukturinvestitionen zu gewährleisten, ist die Wahl eines starken Partners wichtig.

wpd invest hat die passend strukturierte Lösung für langfristige und diversifizierte Anlagen in Wind und Photovoltaik – ob Fonds oder Managed Accounts. Wir sichern und optimieren Ihre Realkapitalanlage dauerhaft für eine stabile Rendite.

wpd invest GmbH
Tel. +49(0) 89 2420 919-28
www.wpd-invest.de

wpdinvest 

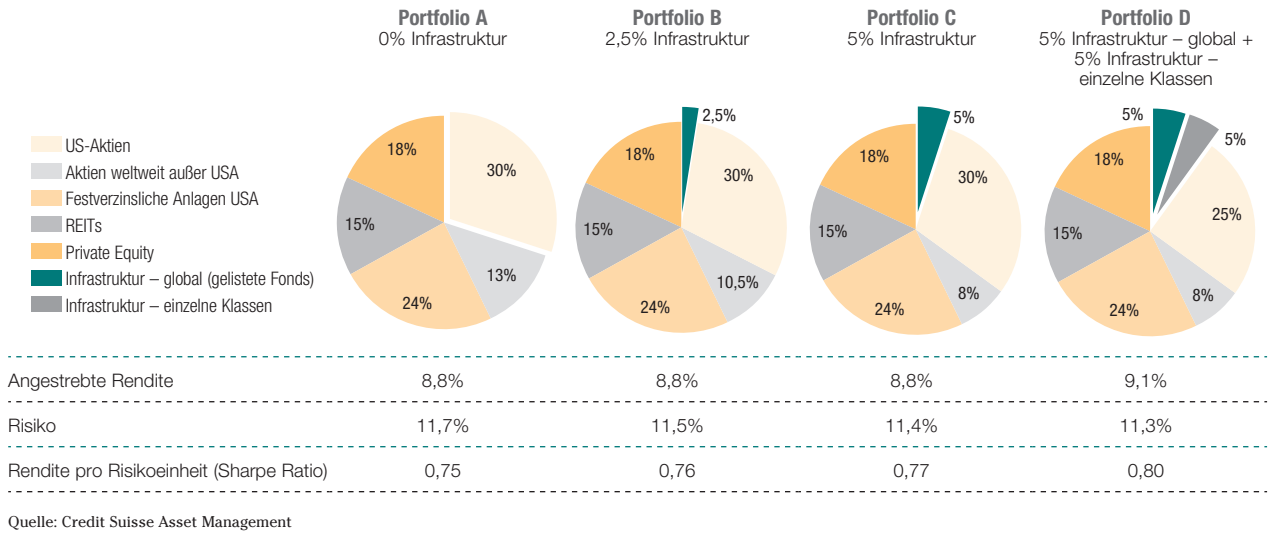


Ihr Ansprechpartner
Georg Obert
obert@wpd-invest.de

wpd Gruppe – Fakten

Über 1.000 MW im Eigenbestand
Über 3.000 MW installiert und im Management
Lokale Expertise in mehr als 17 Ländern
Seit 2003 A-Rating von Euler Hermes

Abb. 2: Diversifikationseffekt bei unterschiedlicher Portfoliozusammensetzung



Auch aus Cashflow-Erwägungen interessant

Die Übersicht, die mit Daten aus den Jahren zwischen 2000 und 2010 erstellt wurde, lässt erkennen, dass sich mittels Infrastrukturinvestitionen insbesondere als Beimischung zu Aktien und Anleihen Diversifikationseffekte erzielen lassen, was eben als immer wichtigerer Effekt von Investoren identifiziert wird. Darüber hinaus kann eine Kombination mit Private Equity nicht nur aus Diversifikations-, sondern auch aus Cashflow-Erwägungen sinnvoll sein. Während Private Equity in der Regel ein als J-Kurve (keine/geringe anfängliche Zahlungsströme) bekanntes Auszahlungsprofil aufweist, kann ein Infrastrukturinvestment in den ersten Jahren diese nicht vorhandenen Cashflows teilweise kompensieren. Diese Eigenschaften können nun genutzt werden, um bei entsprechender Renditestärke des Infrastrukturinvestments das Gesamtportfolio effizienter zu gestalten.

Deal Sourcing und Strukturierung wichtiger denn je

Neben diesen Makroanforderungen an die Anlageklasse als solche gibt es konkrete weitere Anforderungen und Erwartungen bei der Umsetzung von Infrastrukturinvestments. Für viele Investoren ist der typische Zugangsweg zur Anlageklasse Infrastruktur der über Fondsvehikel. Dabei steht für Investoren natürlich die Erfahrung und Expertise des Managers im Vordergrund. Im Hinblick auf den Umstand, dass bei vielen Infrastrukturfonds aber ein Drittel des eingesammelten Geldes noch nicht investiert ist (Dry Powder), wird das Deal Sourcing zu einem immer neuralgischeren Thema. Investoren werden angesichts der Knappheit bei attraktiven

Targets gut daran tun, den Zugang des Fondsmanagers zu diesen im Vorfeld sorgfältig zu prüfen. Last, but not least steht auf der Erwartungsliste der Investoren die (steuer-)rechtliche Strukturierung der Infrastrukturinvestition auf den vorderen Rängen. Egal ob Kompatibilität mit der Anlageverordnung, Einbindung in ein Masterfondskonzept oder effiziente, nicht diskriminierende Eigenmittelunterlegung unter Solvency II, in der extrem komplexen Regulierungswelt erwarten institutionelle Investoren heute mehr denn je, dass der Manager eines Infrastrukturfonds die relevanten Fragen antizipiert und durchdachte Anlagekonzepte bereitstellt.

Fazit

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass der erste Hype rund um die Anlageklasse Infrastruktur längst abgeklungen ist. Investoren präzisieren und erhöhen ihre Anforderungen. Darauf müssen sich nicht nur Anbieter, sondern auch die öffentliche Hand einstellen.

Frank Dornseifer

ist Geschäftsführer beim Bundesverband Alternative Investments e.V. Der Verband vertritt die Interessen von mehr als 140 national und international agierenden Mitgliedern, die alle Bereiche des professionellen Alternative Investments-Geschäfts repräsentieren.



Vorankündigung

Sonderausgabe

Standorte & Regionen 2015

Technologiecluster, Hotspots & Co.

**Gedruckt + als E-Paper
Tablet-Version:
Erweitert um multimediale Inhalte
und Funktionen**



Weitere Informationen unter www.vc-magazin.de/service/mediadaten

Termine

Erscheinungstermin	18 Juli 2015
Anzeigenschluss	6. Juli 2015
Druckunterlagenchluss	9. Juli 2015

Ansprechpartner Anzeigen

Claudia Kerszt
Tel. 089-2000 339-52
kerszt@goingpublic.de

Interview mit Detlef Schreiber, Lampe Equity Management

„Wir sehen eine starke Entwicklung bei Infrastructure Debt Funds“

Das anhaltend niedrige Zinsumfeld zwingt institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds und Versorgungswerke, sich nach renditestärkeren Assetklassen umzusehen. Investitionen in Infrastruktur stehen dabei besonders hoch im Kurs. Im Interview spricht Detlef Schreiber, Geschäftsführer der Lampe Equity Management GmbH, über die gestiegene Attraktivität der Anlageklasse, branchenspezifische Debt Funds, Risiken und sein Interesse an der neuen Assetklasse „Forst“.

VC Magazin: Wie hat sich die Nachfrage nach der Assetklasse Infrastruktur seitens institutioneller Investoren in den letzten Jahren verändert?

Schreiber: In den Gesprächen mit Investoren zeichnet sich ab, dass die Wahrnehmung der Assetklasse einen Wandel von einer Nischenposition wie noch vor fünf Jahren hin zu einem Kernthema der Mittelallokation vollzogen hat. Das zeigt sich darin, dass Investoren heutzutage Quoten von 3% bis 7% in diesen Bereich allokierten möchten. Vor fünf Jahren waren diese Quoten noch deutlich niedriger. Das hohe Wachstum ist auf die Rahmenbedingungen wie niedrige Zinsen und wenige Anlagealternativen zurückzuführen. Investoren sind daran interessiert, sich deutlich massiver in den einzelnen Facetten der Infrastrukturinvestments zu positionieren. Die Herausforderungen der Branche ergeben sich aus der hohen Nachfrage der Investoren. Da viel Kapital in den Markt fließt, müssen nun Konzepte entwickelt und umgesetzt werden, mit denen man nachhaltig attraktive Assets zugänglich machen und strukturieren kann.

VC Magazin: Von welchen Investorengruppen verspüren Sie die größte Nachfrage?

Schreiber: Der Kern unserer Investoren sind Versicherungen, berufsständische Versorgungswerke und Pensionskassen. Also Anleger, die langfristige Verbindlichkeiten wie Altersversorgung haben und ihr Kapital dementsprechend anlegen wollen. Deren Not ist mangels Anlagealternativen doch recht groß. Teils arbeiten wir auch mit Family Offices zusammen. Diese zählen mit zum Kundenkreis des Bankhaus Lampe, zu dem auch wir gehören.

VC Magazin: Welche Infrastrukturthermenfelder werden derzeit besonders stark nachgefragt? Welche neuen Trends zeichnen sich ab?



Detlef Schreiber

ist CEO der Lampe Equity Management GmbH (LEM), einer Tochter des Bankhauses Lampe mit mehr als 1 Mrd. EUR Assets under Management. Das Hamburger Investmenthaus strukturiert und managt alternative Anlagen und Sachwerte in den Bereichen Infrastruktur, erneuerbare Energien, Schifffahrt, Immobilien, Forst und Private Equity. Zur LEM gehören die Tochterunternehmen der CEE-Gruppe, CEE, CEEN, CEEO und CEEFA, Lampe Privat Invest Management und Vilmaris.

Schreiber: Nach wie vor ist der mittlerweile etablierte Bereich erneuerbarer Energien stark vertreten. In dieses Feld fließt derzeit noch sehr viel Kapital. Das sieht man auch an



der Preisentwicklung: Die Preise von Assets im Bereich Windkraft oder Photovoltaik sind stark gestiegen – unabhängig davon, ob es sich um deutsche oder europäische Assets handelt. Der Anlagedruck und das weiter gesunkene Zinsumfeld führen dazu, dass dieser Markt attraktiv bleibt. Die Herausforderung liegt darin, unter diesen Rahmenbedingungen noch Anlagemöglichkeiten mit vernünftiger Preisgestaltung zu finden. Neu hinzu kommt der Bereich der klassischen Infrastruktur, zu dem neben Energieerzeugung auch soziale Infrastruktur, Transport, Verkehr und Ähnliches zählen.

VC Magazin: Welche Rolle spielen die derzeit günstigen Fremdkapitalkonditionen bei der Finanzierung von Infrastrukturprojekten?

Schreiber: Investoren haben sich bislang schwerpunktmäßig durch Infrastruktur-Equity-Fonds beteiligt. Viele wünschen gar keine Fremdkapitalaufnahme und nutzen All-Equity-Investitionen, kaufen also ausschließlich mit Eigenkapital einen Solar- oder Windpark. Das schlägt sich allerdings durch den Mangel an Leverage auf die Rendite nieder. Offenbar sind Renditen von 2,5% bis 3,5% für diese Investoren jedoch ausreichend. Der Verzicht auf Fremdkapital wirkt allerdings auch risikomindernd und führt zu einer Stabilisierung der Finanzierung. Es scheint so viel Liquidität im Markt vorhanden zu sein, dass im Vergleich ein Windpark-Investment mit einer Finanzierung, die aus 30% Eigenkapital und 70% Fremdkapital bei einer Rendite von 6% besteht, wenig attraktiver ist als eine Anlage mit einer hundertprozentigen Eigenkapitaltranche und einer Rendite von 3,5%. Das hängt sicherlich mit massivem Anlagedruck zusammen, es führt aber vor allem zu neuen Konstellationen.

VC Magazin: Welche weiteren Trends beobachten Sie?

Schreiber: Kapitalgeber interessieren sich verstärkt für spezialisierte Infrastructure Debt Funds auf der Fremdkapitalseite. Debt Funds haben aktuell eine starke Entwicklung und ein hohes Volumen an Zuflüssen. Die klassischen institutionellen Investoren bevorzugen langfristige, stabile Kapitalanlagen. Diese Parameter sind mit einem Zinskupon, den man für eine Fremdkapitaltranche erhält, erfüllt. Auch hierbei wirkt sich die hohe Nachfrage auf die Margen aus und führt zu verstärktem Wettbewerb in der Assetklasse.

VC Magazin: Kein Investment ist frei von Risiken. Welche besonderen Risiken sollten Investoren bei der Anlage in Infrastrukturprojekte beachten?

Schreiber: Infrastrukturfonds umfassen ein breites Spektrum an Themen, woraus eine Vielzahl an Risiken hervorgeht. Als Investor ist man nicht in der Lage, alle strukturellen Risiken und Marktrisiken, die mit derartigen Investments verbunden sind, einzeln zu beurteilen. Der Weg des Investors kann meiner Meinung nach nur über kompetente Assetmanager und Anlageberater führen, die diese Risiken abdecken. Marktseitig finden wir hier hochkomplexe Projekte, die schwer einzuschätzen sind. Beispiele dafür sind Mautgebühren bei Straßenbauprojekten, die vom tatsächlichen Verkehr abhängen, oder die Einnahmen von Flughäfen, die sich abhängig von der Frequentierung auf die Rentabilität auswirken. Diese Projekte müssen im Rahmen von Due Diligence und Risikobewertung äußerst genau beurteilt werden.

VC Magazin: Sie bereiten in den USA mit einem Spezialistenteam „Forstinvestments“ vor. Was sind die Besonderheiten der Assetklasse „Forst“?

Schreiber: Die Merkmale dieser Sparte sind in unseren Augen derart bestechend, dass wir intensiv an einer Konzeption arbeiten, die wir zeitnah umsetzen. Im Südosten der USA ist eine etablierte, über die letzten Jahrzehnte aufgebaute Industrie entstanden, allerdings nicht mit dem Fokus auf Industrieholz, sondern auf Bauholz für den Häusermarkt. Dort sind durchaus attraktive Vorsteuerrenditen von über 8% zu erzielen. Es gibt zudem nur eine sehr geringe Korrelation zu anderen Anlageformen. In jedem Crash der letzten Jahre konnte man beobachten, dass fast alle Assetklassen an Wert verloren haben, ob es nun Aktien, Renten oder Rohstoffe waren. Forstflächen hingegen realisieren ihren Wert durch biologisches Wachstum und entwickeln sich entkoppelt. Außerdem ist diese Assetklasse in den USA bereits etabliert. Die großen Pensionsfonds haben massive Allokation von 5% bis 10% in diesem Bereich. Faszinierenderweise haben Forstinvestments in Deutschland aber immer noch einen exotischen Charakter.

VC Magazin: Herr Schreiber, vielen Dank für das Interview. ■

mathias.renz@vc-magazin.de

Umfrage zum Infrastrukturmarkt

Infrastrukturmanager stellen sich wachsenden Herausforderungen

Im ersten Halbjahr 2015 hat Yielco über 30 führende Infrastrukturmanager weltweit befragt. Die Umfrage zum aktuellen Market Sentiment dokumentiert die wachsende Erfahrung der Fondsmanager als auch die zunehmende Reife der Anlageklasse Infrastruktur. Wesentliche Erfolgsfaktoren werden deutlich.

Das Marktumfeld und das Preisniveau für Infrastruktur-Assets erweisen sich als zunehmend herausfordernd und kompetitiv. Gleichzeitig wird viel Kapital unter den Investoren eingesammelt und das positive Fundraising-Momentum ist offensichtlich: Die Spreu trennt sich vom Weizen. In diesem Marktumfeld müssen sich die Fondsmanager (General Partner, GPs) im wachsenden Wettbewerb positionieren.

Empirie – Grundgesamtheit

Insgesamt wurden 34 führende Fondsmanager weltweit befragt, die bis dato 80 Fonds aufgelegt haben und damit 20 Auflagejahre repräsentieren. Fondsgrößen reichen dabei von unter 100 Mio. USD bis 7 Mrd. USD – bei einer durchschnittlichen Fondsgröße von knapp 900 Mio. USD. Immerhin gut 40% der insgesamt 80 Fonds waren überzeichnet, was sich vor allem in der aktuellen Fondsgeneration bzw. im aktuellen Jahr zeigt.

In der Vergangenheit bereiteten vor allem „Overleveraged“-Transaktionen Kopfschmerzen bei den Fondsmanagern, so rund 80% der befragten GPs. Auch das Fehlen eines engen Monitorings des regulatorischen Umfelds bzw. fehlende Beziehung zur Regulierungsbehörde wurden als wesentliche Erfahrungen genannt. Das Regulierungsrisiko, selbst in sogenannten etablierten Märkten wie Norwegen, wurde bis dato definitiv unterschätzt und teilweise falsch eingepreist. Als dritt wichtigster Punkt wurde seitens der GPs das fehlende

Erfahrungen – Key Lessons Learned

Zu hoher Leverage führte in der Vergangenheit zur Underperformance

Was sind die wesentlichen Lessons Learned bei „underperforming deals“?

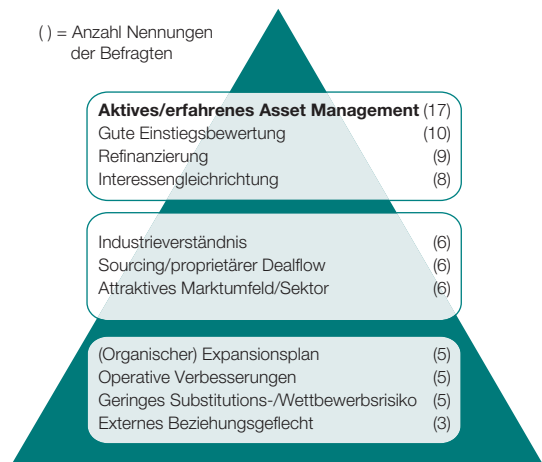


Quelle: Yielco Investments Survey „Infrastructure: Market Sentiment 2015“

Kritische Komponenten/Erfolgsfaktoren

Asset Management als wichtigstes Erfolgsgeheimnis für gute Infrastruktur-Deals

() = Anzahl Nennungen der Befragten



Quelle: Yielco Investments Survey „Infrastructure: Market Sentiment 2015“

proaktive Asset Management hervorgehoben – in Verbindung mit einer Mehrheitsbeteiligung oder Kontrollposition im Infrastrukturunternehmen.

Asset Management und Co-Investments

Assets müssen proaktiver gemanagt werden – dies kann zu Wertsteigerungen von bis zu 300 Basispunkten führen, so die Fondsmanager. Heute verfolgen alle befragten Fondsmanager einen aktiven Asset Management Approach – meist mit einem dedizierten Team von durchschnittlich rund sechs Personen. Dabei ist es von herausragender Bedeutung, hochspezialisierte Personen vor Ort, also in den Zielmärkten zu haben.

Aufgrund der steigenden Nachfrage institutioneller Geldgeber und der wachsenden Suche nach stabilen Erträgen (Yield) bieten GPs verstärkt Co-Investments an – im Durchschnitt zwei bis drei pro Fonds, mehrheitlich erfolgt die Entscheidung über ein Co-Investment auf einer „Deal by Deal“-Basis. Pensionsfonds sowie (größere) Versicherungen gehören zu den Investorengruppen mit stärkstem Interesse. Treibender Faktor ist hierbei – neben Kapitalanlagedruck – auch die mögliche Kostenreduktion durch das Co-Investment gemeinsam mit dem ausgewählten Fondsmanager.

Erfolgsfaktoren bei Infrastrukturinvestments

Im Rahmen der empirischen Analyse wurden die Fondsmanager auch nach Beispielen erfolgreicher Infrastrukturinvestitionen und konkreten Vorzeigetranaktionen gefragt.

Als wesentliche Erfolgsfaktoren für erfolgreiche Infrastrukturinvestitionen wurde an erster Stelle aktives und industrienahes Asset Management, also die operative Komponente genannt, daneben auch das richtige Einstiegs-Pricing (einschließlich Refinanzierungen) hervorgehoben. Auf der anderen Seite sehen die LPs die drei Faktoren Teamqualität, Erfahrung und Track Record als oberste Auswahlkriterien für Fondsinvestments an.

Ausblick: Risiken und Chancen

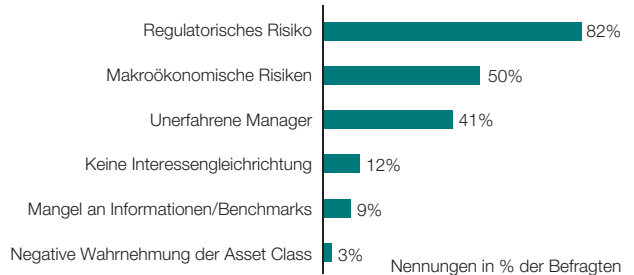
Als größte Herausforderung sieht man mit über 80% Zustimmung inzwischen das regulatorische Risiko an, darüber hinaus aber auch makroökonomische Entwicklungen und die Unerfahrenheit einzelner Manager.

Die aktuellen Zielrenditen aufgrund der verfügbaren Transaktionen liegen trotz Preisdruck weiter in einer für Investoren attraktiven Bandbreite: 7% Yield und 12% IRR. Als attraktivste Regionen und Sektoren sind weiterhin Nordamerika und das Vereinigte Königreich, aber auch Deutschland angesehen, bzw. der Bereich der Energie und Versorgung. Auffällig ist, dass alle Fondsmanager ihrer Strategie weit-

Größte Herausforderungen

Regulierung wird als größtes Risiko (Herausforderung) angesehen

Was sind die größten Herausforderungen für die Industrie?



Quelle: Yielco Investments Survey „Infrastructure: Market Sentiment 2015“

gehend treu bleiben – nur wenige GPs haben teilweise strategische Änderungen vorgenommen – wie z.B. Fokus auf früheren Yield, veränderte sektorale oder regionale Ausrichtung oder kürzere Haltezeiten. Als gängigster Weg für Veräußerungen wird der Verkauf an strategische Investoren, eine M&A-Transaktion oder ein Secondary Buyout eines stabil laufenden Infrastruktur-Assets gesehen. Auch wenn die Herausforderungen steigen: Das wachsende Interesse

ANZEIGE

‘The needs of German institutional investors 2015’

Key investor survey by IPE Institutional Investment



YOUR 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 ninth annual survey by IPE Institutional Investment among investors in Germany. The 2015 edition is available by August and will contain the aggregated data, views and opinions of institutional investors with more than €500bn 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 2015’ 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

sowie das stetig steigende Vertrauen in die Anlageklasse Infrastruktur sind mit über 90% der Zustimmung die bedeutendsten Veränderungen in der Industrie. Infrastruktur hat sich etabliert. Getrieben wird die Anlageklasse weiterhin durch den hohen Bedarf an privatem Kapital zur Finanzierung neuer bzw. Modernisierung maroder Infrastruktur sowie der Suche von institutionellem Kapital nach stabilen Erträgen.

Nachgefragt bei Uwe Fleischhauer und Armin Otterbach, Yielco Investments

VC Magazin: Noch nie wurde so viel Kapital für Infrastrukturprodukte eingeworben. Sehen Sie aufkommenden Anlagedruck?

Fleischhauer: Der Anlagedruck ist im Moment auf allen Ebenen vorhanden. Was Infrastruktur betrifft, ist es nicht anders. Sehr viel Kapital fließt in diese Anlageklasse. Dabei ist das Fundraising der Infrastrukturfonds noch immer in einer gemäßigten Größenordnung und nicht exorbitant gestiegen, insbesondere im Vergleich zum Investitionsbedarf: Rund 40 Mrd. USD sammeln private Infrastrukturfonds p.a. ein – im Vergleich zu den circa 400 Mrd. Transaktionsvolumen p.a. Da ist noch immer ein signifikanter Gap. Wo viel Geld für attraktive Infrastruktur-Assets aktuell herkommt, ist sicherlich von großen internationalen Direktanlegern und Staatsfonds.

VC Magazin: Hohe Nachfrage zieht steigende Kaufpreise nach sich. Wie gesund sind die Bewertungen im Infrastrukturbereich?

Fleischhauer: Die gleiche Frage können wir uns auch für Private Equity und andere Anlageklassen stellen. Ob die gegenwärtigen Einstiegspreise langfristig gerechtfertigt sind, wird sich erst am Ende der Laufzeit zeigen. Was aber schon Sorgen macht, sind Multiples in Höhe von 20 oder 25x über EBITDA, die deutlich über den langfristigen Durchschnittspreisen liegen und beispielsweise für Assets wie Swedegas, ABP Ports oder Airport Toulouse bezahlt wurden – die Verkäufer freut es!

VC Magazin: Wie schätzen Sie aktuell die politischen Risiken hinsichtlich möglicher regulatorischer Änderungen ein?

Otterbach: Regulatorische Risiken im engeren Sinne, z.B. die Regulierung von Assets wie Wasserversorgern, konnten bislang von den Fondsmanagern beherrscht werden. Allerdings musste hier teilweise teures Lehrgeld bezahlt werden, und Kosten wurden unterschätzt. Unsere Studie hat gezeigt, dass die Manager diese Themen aktuell sehr genau im Blick haben. Der Übergang zu „rein“ politischen Risiken auch jenseits der Regulation ist dabei fließend, denn ein Rückhalt in der breiten Bevölkerung besteht hinsichtlich der alternativen Anlagen aus Mangel an Kenntnis und Verständnis noch nicht. Blickt man beispielsweise auf die geringe Zahl der Aktienanleger in Deutschland, ist es nicht verwunderlich, dass die alternativen Anlagen kritisch von der

Uwe Fleischhauer

ist Gründungspartner der Yielco Investments GmbH, eines unabhängigen Investmentmanagers mit Fokussierung auf Investitionen in Infrastruktur und Private Debt.

Armin Otterbach

ist Partner und CFO bei Yielco Investments.

Mehrheit der Bevölkerung, und damit auch von der Politik, gesehen werden. Auch werden schlechte Erfahrungen in der Presse meist intensiver wahrgenommen als gute. Insbesondere im Bereich Subventionen in Kombination mit dem Steuerrecht beobachten wir, dass eine langfristige Stabilität nicht automatisch unterstellt werden kann. Sensitivitätstests helfen, sich über diese Szenarien ein Bild zu machen. Bei einer Asset-beziehungswise Manager Due Diligence müssen diese Themen in nötiger Tiefe geprüft und bewertet werden. Dies wird immer wichtiger.



Uwe Fleischhauer

Armin Otterbach

VC Magazin: Die anfängliche Euphorie institutioneller Adressen, Direktinvestments im Infrastrukturbereich zu tätigen, hat sich abgeschwächt. Was sind die Lessons Learned?

Otterbach: Obwohl es auf den ersten Blick attraktiv erscheint, die vermeintlich besten Assets selbst aussuchen zu können und Vergütungen für das Fondsmanagement zu vermeiden, bedarf es hochspezieller Kenntnis bezüglich der individuellen Assets und der jeweiligen Branche. Sowohl hinsichtlich des Erwerbs als auch bezüglich der laufenden Betreuung. Diese Expertise intern aufzubauen dauert und ist zudem kostspielig. Auch sind Entscheidungsprozesse bei institutionellen Anlegern nicht per se darauf ausgelegt, schnell auf eine akut anstehende Entscheidung – bis hin zu operativen Eingriffen in das Asset – zu reagieren. Zudem ist es für die meisten Investoren aufgrund der materiellen Investitionssummen in Einzel-Assets schwierig, eine ausreichende Diversifikation zu erreichen. Damit wiegen „schwarze Schwäne“ schwer und können, sofern sie gerade in der Anfangsphase entstehen, zu einem Strategiewechsel in der Anlagepolitik führen, noch bevor die Anlageklasse richtig ausgebaut wurde. Die Vergabe von Mandaten oder Fund of Funds-Strategien ist vor diesem Hintergrund die bessere Wahl für viele institutionelle Investoren.

VC Magazin: Herr Fleischhauer, Herr Otterbach, vielen Dank für das Interview.



DIE STIFTUNG als E-Magazin –
jetzt „Meine Stiftung“ testen!

Lotse für die Welt der guten Taten

Jetzt bestellen!

E-Mail: abo@die-stiftung.de
Tel.: 0049 (89) 2000 339-0
Fax: 0049 (89) 2000 339-39
www.die-stiftung.de

Ausgabe 3/15 • Mai 2015 • 9,90 EUR

www.die-stiftung.de

DIE STIFTUNG

Magazin für das Stiftungswesen und Philanthropie



G7-Gipfel

Demokratie und Rechtsstaat im Härtestest

Vergleichbarkeit von Infrastrukturrenditen

Von Äpfeln und Birnen

Eine der ersten Fragen des Verkäufers eines Infrastrukturprojekts an potenzielle Käufer ist diejenige nach der erwarteten Rendite. Die Antwort ist entweder kurz – und wenig aussagekräftig – oder ausführlich und komplex.

Für eine kurze Antwort auf die Frage nach dem Ertrag wählt der Käufer meist pauschal eine Renditehöhe, die ihn nicht schon an dieser ersten Hürde des Bieterprozesses scheitern lässt. Will der Käufer schon zu einem frühen Zeitpunkt ein realistisches Bild seiner Renditeerwartung vermitteln, muss er weit ausholen. Nennt er nur die Rentabilität für den Investor nach allen Kosten und Steuern, die Basis seiner Investitionsentscheidung, macht er sich unvergleichbar zum Wettbewerb. Übersetzt er diese Rendite in eine wie auch immer definierte „Projektrendite“, setzt er sich Risiken aus. Denn die Überleitung von Projekt- zu Investorenrendite ist strukturabhängig, nicht linear und differiert nicht nur von Projekt zu Projekt, sondern auch schon bei Parameteränderungen innerhalb eines Projektes.

Die Frage der Projektrendite

Die mangelnde Vergleichbarkeit von Rentabilitätsaussagen beschäftigt auch deutsche institutionelle Investoren, die zunehmend ihre Allokation in Infrastrukturinvestments erhöhen wollen. Bei der Auswahl von Fonds- oder Assetmanagern steht auch die versprochene Rendite im Vordergrund. Und hier sollte nicht nur das interessieren, was letztlich beim Investor ankommt, sondern auch die Projektrendite, die für das gewünschte Ergebnis erzielt werden muss. Nur so gibt es Gewissheit, dass die eingesetzte Holdingstruktur steuer- und kosteneffizient und der Fonds- oder Assetmanager mit diesen Einkaufsparametern wettbewerbsfähig ist. Ein zügiger Einkauf und damit schneller Abruf der Kapitalzusagen ist ein wichtiger Faktor in der Investitionsentscheidung.

Vergleich mit Direktinvestments

Noch offensichtlicher wird das Problem, wenn ein Investor Fonds-Renditen mit Direktinvestments vergleicht. Unzweifelhaft ist, dass neben einem reinen Beteiligungscontrolling aktives Assetmanagement bei Infrastrukturprojekten notwendig ist. Zu viele Themen sind portfolioübergreifend zu lösen und zu optimieren. Zu viele Fragen werden von der Betriebsführung an die Gesellschafter zurückgespielt. Die Betriebsführung und alle anderen Dienstleister müssen eng kontrolliert werden. Fonds bieten typischerweise diesen Assetmanagement-Service und nehmen hier dem Investor

Arbeit ab, der sich Ressourcen spart und kein eigenes assetklassenspezifisches Know-how aufbauen muss. Investoren, die direkt in Projekte investieren, müssen diesen Teil des Backoffice selbst meistern. Dabei werden die erheblichen Kosten und konzerninternen Umlagen, die mit dem Aufbau eines hierfür qualifizierten und in der Industrie verwurzelten Teams verbunden sind, selten in vollem Umfang der Renditeberechnung belastet. Für eine Vergleichbarkeit dieser beiden Investmentansätze müssen somit Fonds- und Assetmanagement-Fees für die Ermittlung einer Projektrendite zwingend herausgerechnet werden. Die Vorgehensweise bei der Renditeberechnung ist dabei mittlerweile unstrittig: Renditen nach der „Internen Zinsfußmethode“ (Internal Rate of Return, IRR) haben sich im Markt etabliert. Basis einer Projektbewertung ist somit der abdiskontierte Cashflow. Dabei wird üblicherweise ein Eigenkapitalansatz verfolgt, der Einsatz und die Bedienung des Fremdkapitals sind also von den Cashflows bereits abgezogen. Als Abzinsungszinssatz dient die erwartete Eigenkapitalrendite.

Szenarioanalysen

Zurück zur Ausgangsfrage: Wo liegen weitere Unterschiede in den Renditeaussagen? Sofort ins Auge fällt, dass Renditen direkt von Prognoseannahmen abhängen. Welcher Abnahmepreis wird zugrunde gelegt? Mit welchem Gutachtenszenario, zum Beispiel in Form einer Eintrittswahrscheinlichkeit (P-Wert), wird kalkuliert? Welche Betriebsdauer, welche Restwerte werden angenommen? Szenario-Analysen sollten eine Selbstverständlichkeit sein und helfen dem Produktentscheider, nicht nur die Sensitivität der Renditen auf einzelne Parameter zu betrachten, sondern auch unterschiedliche Produkte zu vergleichen, indem gleiche Szenarien für die wesentlichen Parameter von den Anbietern angefordert werden. Kniffliger sind zwei andere Themenbereiche: Welche Steuern werden in die Renditeaussage hineingerechnet? Welcher Leverage liegt zugrunde?

Reduzierung negativer Effekte

Investmentstrukturen arbeiten oft mit Gesellschafterfremdfinanzierungen. Diese schaffen nicht nur eine Verstärkung der handelsrechtlichen Ergebnisse, sondern reduzieren Steuerzahlungen auf Ebene der Projekt- und Holdinggesell-

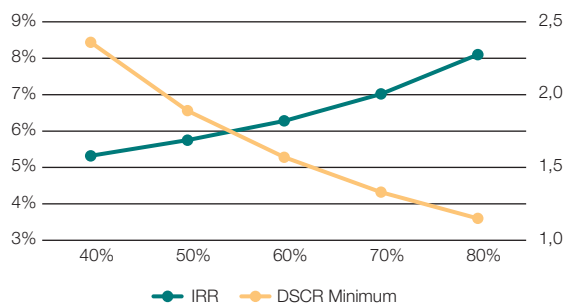


schaften. Unter den gesetzlich gesteckten Rahmenbedingungen in den einzelnen Jurisdiktionen – wie Zinsschranken, Thin Cap Rules oder Hinzurechnung von Schuldzinsen zum steuerlichen Ergebnis – reduziert der Zinsaufwand aus den Gesellschafterdarlehen das steuerliche Ergebnis der Gesellschaft und transferiert Zinsergebnisse über die Holdingstruktur an den Investor. Je nach Ausgestaltung differiert also die Steuerlast in einer Fonds- oder Investmentstruktur. Andere negative Effekte können ebenfalls reduziert werden, wie das sogenannte Trapped Cash, also erwirtschaftete Liquidität, die aufgrund handelsrechtlicher Vorschriften zunächst nicht zur Ausschüttung an die Investoren kommen kann. Diese Zusammenhänge sind bei einer reinen Betrachtung der Investoren-Cashflows nicht transparent. Zum Vergleich von Projektrenditen sind also auch ertragsabhängige Steuerzahlungen aus den Cashflows herauszurechnen.

Fremdfinanzierung

Bleibt ein letzter, aber oft entscheidender Punkt, den es zu berücksichtigen gilt: die Fremdfinanzierung. Gerade in Zeiten von KfW- und EIB-unterstützten Kreditkonditionen kann ein deutlicher Hebeleffekt in den Projekten erzielt werden. Nur allzu gerne greifen Projektentwickler, Fondsanbieter und Assetmanager darauf zurück, um mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz attraktive Renditen zu zeigen. Dabei wird jedoch oft ein Punkt außer Acht gelassen: Infrastruktur-Cashflows sind zwar langfristig gut planbar, unterliegen aber in einzelnen Jahren oft deutlichen Schwankungen. Ganz plastisch wird dies am Beispiel der Windenergie. Eine Volatilität der Windressource in einzelnen Jahren von etwa 20% um den Erwartungswert ist nicht selten und sollte in der Cashflow-Betrachtung berücksichtigt werden. Hoch gehebelte Produkte tun sich schwer, den Investoren auch in windschwachen Jahren eine attraktive Ausschüttung zu zeigen. Wird dieser Zusammenhang dem Investor transparent gemacht, folgt in den meisten Fällen der Wunsch nach moderaten, stabileren Fremdfinanzierungen. Die Grafik zeigt anhand eines typisierten Wind-Onshore-Projektes den Zusammenhang zwischen Fremdkapitalhebel, IRR-Rendite und Ausschüttungsrisiko. Das Letztere wird dabei in Form des Minimums der Debt Service Cover Ratio (DSCR) dargestellt, also dem Verhältnis zwischen operativem Cashflow und Schuldendienst.

IRR und DSCR in Abhängigkeit des Fremdkapitaleinsatzes bei einem typisierten Onshore-Projekt



Quelle: wpd invest

Fazit

Investoren müssen sich dieser verschiedenen Zusammenhänge bewusst sein, wenn sie Renditen unterschiedlicher Fonds- oder Assetmanager einwerten wollen. Zu oft werden Äpfel mit Birnen verglichen. Erst ein zweiter Blick bringt zutage, wer das attraktivste Risk-Reward-Verhältnis und das stabilste und zu bevorzugende Produkt zu bieten hat. Vereinfachte Projektrenditen ohne Berücksichtigung von Steuern, Strukturkosten und Fremdkapitaleinsatz helfen hier für einen fairen Vergleich. Die steuerlichen Wirkungen, Gebühren- und Kostenstrukturen sowie der Fremdkapitaleinsatz sollten darüber hinaus anhand von Szenario-Analysen transparent gemacht werden. Nur das Gesamtbild schafft vollkommene Klarheit und sollte von Investoren immer eingefordert werden.

Thomas Kühnl

ist Investment Director der wpd invest GmbH, einem auf erneuerbare Energien spezialisierten Assetmanager. In früheren Positionen war der Diplom-Volkswirt bei einem renommierten Fondshaus für die Akquisition von Photovoltaikprojekten und das Portfoliomanagement von Erneuerbare-Energien-Fonds verantwortlich.



Interview mit Dr. Rüdiger von Kollmann und Robert Massing, Solutio

„Es bedarf einer völlig anderen Struktur als im Bereich Private Equity“

Vor genau einem Jahr hat die Solutio AG aus Grünwald bei München das Closing ihres Infrastruktur-Dachfonds APPIA Global Infrastructure Portfolio vermeldet. Institutionelle Investoren aus Deutschland und Österreich investierten in das Fondsvehikel, das gemeinsam mit der UBS Alternative Funds Advisory (AFA) aufgelegt wurde, rund 240 Mio. EUR. Für den Herbst ist ein Folgefonds geplant.

VC Magazin: Infrastrukturinvestments sind en vogue und werden immer stärker nachgefragt. Wie beurteilen Sie die aktuelle Wettbewerbsintensität?

von Kollmann: Man beobachtet im Bereich Infrastruktur eine Entwicklung, wie wir sie bereits im Private Equity-Bereich hatten. Der Status quo derzeit ist, dass die interessanten Fonds, die Überrendite erzielt haben, sehr viel Nachfrage erhalten. Ähnliche Entwicklungen erkennt man mittlerweile bei den Infrastrukturfonds. Zugangsbeschränkte Fonds, die in der Vergangenheit eine gute Performance geliefert haben, werden von Investoren sehr stark nachgefragt.

VC Magazin: Wie gelingt es Ihnen als Dachfondsmanager, für Ihre Investoren den Zugang zu den gefragten Zielfonds zu gewährleisten?

von Kollmann: Im Infrastrukturbereich ist unser Joint Venture-Partner die UBS (AFA) mit Sitz in Zürich. Infrastruktur ist in Deutschland als Assetklasse relativ jung, die UBS hat aber bereits 2003 ein spezialisiertes Team gegründet, welches seit 2004 für die UBS Pensionskasse investiert. Die UBS ist nicht nur ein langjähriger Investor, sondern sehr oft auch beim First Closing der einschlägigen Zielfonds dabei. Für einige Investoren ist das in gewissem Sinne ein Gütesiegel.

VC Magazin: Wie gestaltet sich die genaue Rollenverteilung zwischen Ihnen und der UBS?

Massing: Implementierung und Strukturierung der Fonds liegen bei uns, die Selektion übernimmt unser Partner. Die UBS fokussiert sich auf alle Themen der Assetseite, also Sourcing, Due Diligence und Asset Management. Wir selbst bereiten das Investment für den deutschen Investor rechtlich und steuerlich strukturell auf. Eine der Herausforderungen ist z.B., die laufenden Cashflows von US-Zielfonds nach Deutschland überwiegend steuerfrei zu gestalten. An dieser Stelle ist eine gewisse Kompetenz notwendig, die oftmals unterschätzt wird. Anders als im Private Equity-Sektor, wo man die wesentlichen Rückflüsse aus den USA über „Capital Gains“ erhält, kommt bei Infrastrukturinvestments der Hauptteil aus laufenden Erträgen und weniger aus den Capital Gains. Es bedarf einer völlig anderen Struktur als im Bereich Private Equity. Das Konzept muss für den Investor passen.



Dr. Rüdiger von Kollmann (li.)

ist Vorstand der Solutio AG, Grünwald.

Robert Massing

zeichnet als Director für die Bereiche Investor Relations, Business Development und Presse bei Solutio verantwortlich.

VC Magazin: Wie viele Investments sind Sie mit dem ersten Fonds bislang eingegangen?

Massing: Wir sind mit unserem Fonds mittlerweile 18 Investments eingegangen, davon 16 Primary Investments und zwei Secondary Investments. Der Fonds wurde erst vor einem Jahr geschlossen, und die Investoren haben bereits eine Ausschüttung von 4% für das vergangene Geschäftsjahr erhalten.

VC Magazin: Wie haben Sie die unterschiedlichen Infrastrukturthemen in Ihrem aktuellen Fonds gewichtet?

Massing: Der größte Bereich ist mit 45 bis 50% klar Energie und Versorgung, darauf folgt mit 20% bis 25% Transport und Verkehr. Es folgen mit rund 15% Telekommunikation und mit 10% Public Private Partnerships (PPPs). Wir haben Telekommunikation bewusst etwas übergewichtet, da wir in diesem Bereich einen höheren Wertbeitrag erwarten und es immer noch interessante Investments gibt.

VC Magazin: Beobachten auch Sie, dass einige institutionelle Investoren inzwischen dazu übergegangen sind, in Eigenregie in Infrastruktur zu investieren?

von Kollmann: Es spielt eine große Rolle, welche Kraft ein institutioneller Investor hat. Eine große Versicherung hat sicherlich eine andere Leistungskraft als ein regionales Versorgungswerk. Die großen Adressen mit mehreren Milliarden Euro Investitionsvolumen können sicher mehr Druck ausüben, wenn beispielsweise Einspeisevergütungen wie in Italien oder Spanien rückwirkend reduziert werden. Wir gehen davon aus, dass diese Adressen ihre Strategie weiterfahren werden, weil es mittlerweile ein Teil der Corporate Governance ist, in Nachhaltigkeit zu investieren. Die Top fünf der deutschen Versicherungsunternehmen sind hier sicher gut aufgestellt. Bei allen anderen dahinter, von denen sich viele gerade in den letzten vier, fünf Jahren prominent in erneuerbare Energien engagiert haben, hat ein massives Umdenken eingesetzt.

Massing: Es gibt einige institutionelle Investoren, die sich innerhalb und außerhalb von Deutschland intensiv mit erneuerbaren Energien auseinandergesetzt haben. Es findet aber ein Umdenken statt, wobei einerseits weiterhin mit eigenen Bordmitteln in erneuerbare Energien investiert wird, andererseits aber ein breiter diversifiziertes Portfolio angestrebt wird. Dieses erreicht man dadurch, dass man breiter gefächert investiert. Zunächst mit einem Dachfonds und, nachdem man entsprechende Erfahrung gesammelt hat, durch sukzessive Arrondierung mit Singlefonds. Verluste werden durch ein diversifiziertes Portfolio vermieden, in unserem Fall, indem man an die 200 Anlagen über 18 bis 20 Zielfonds hält. Dabei wird es sicher einzelne Beteiligungen mit einer negativen Entwicklung geben, diese werden aber durch ein ausgeglichenes Portfolio überkompensiert.

VC Magazin: Sie planen mit APPIA II ein Folgeprodukt. Wie wird dieses aussehen?

von Kollmann: Die UBS und Solutio werden ihre Zusammenarbeit langfristig fortsetzen. APPIA II wird ähnlich dem ersten Fonds sein. Wir sehen hier großes Potenzial, gerade wenn man bedenkt, welcher Investitionsbedarf besteht.

Massing: Von der Ausrichtung her wird es ein Core-Fonds mit Fokus auf Europa und Amerika sein. Aus den zuvor genannten Segmenten erstellen wir ein differenziertes und ausgewogenes Portfolio mit wenig Volatilität, sodass der potenzielle institutionelle Kunde stabile Ausschüttungen erwarten kann.

VC Magazin: Können Sie etwas zu den aktuellen Renditeerwartungen sagen?

Massing: Für ein konservatives Portfolio auf Dachfondsebene nach allen Kosten kann ein Investor mit einer IRR von 7% bis 8% kalkulieren. Die laufenden Yields liegen in diesem Fall bei ca. 5%. Darüber hinaus besteht bei günstiger Entwicklung ein Upside-Potenzial.

VC Magazin: Welche durchschnittlichen Ticketgrößen adressieren Sie? Welche Größenordnung soll APPIA II haben?

Massing: Das durchschnittliche Commitment liegt bei 25 bis 50 Mio. EUR, generell beobachten wir im aktuellen Umfeld zunehmende Ticketgrößen.

von Kollmann: Wir haben im aktuellen Vehikel 240 Mio. EUR und streben konservativ ca. 300 Mio. EUR Fondsvolumen an, es könnte wegen der interessanten Investmentmöglichkeiten aber auch mehr werden. Wie viel wir tatsächlich platzieren werden, wird sich zeigen.

VC Magazin: Wie beurteilen Sie das aktuelle Chancen-Risiko-Verhältnis?

von Kollmann: Wie alle attraktiven Assetklassen gewinnt auch Infrastruktur weltweit immer mehr Zuspruch. Teils ist es durch das aktuelle Zinsumfeld getrieben, aber auch durch die geringe Volatilität. Die Assets sind für eine volkswirtschaftliche Grundversorgung notwendig und bieten daher eine relativ sichere Verzinsung. Infrastruktur ist keine risikolose Assetklasse und immer auch eine unternehmerische Beteiligung. Auch wir waren von negativen Entwicklungen wie u.a. in Spanien betroffen. Eine Investition setzt also eine intensive Auseinandersetzung voraus. Über einen Dachfonds werden einzelne negative Ergebnisse kaum spürbar.

VC Magazin: Sehen Sie angesichts der signifikant angestiegenen Fondsvolumina für Infrastrukturinvestments überhaupt noch ausreichend interessante Targets?

Massing: Die meisten Infrastruktur-Assets sind derzeit noch im Besitz der öffentlichen Hand. Wenn dieser Knoten in Kontinentaleuropa platzt und die Strukturen denen in Großbritannien ähnlicher werden, ergeben sich viele Möglichkeiten. Infrastruktur ist die optimale Assetklasse, um die Wünsche der Investoren – also von Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen – zusammen mit den Wünschen der öffentlichen Hand zusammenzubringen: Langfristigkeit der Verpflichtungen und des Kapitals.

VC Magazin: Herr von Kollmann, Herr Massing, vielen Dank für dieses Interview.

mathias.renz@vc-magazin.de

Intersolar und Internationalisierung: Wie steht es um die Photovoltaik-Branche?

Die jüngeren Besucher der Fachmesse Intersolar in München wissen es schon gar nicht mehr: Als die Messe 1991 in Freiburg im Breisgau geboren wurde, kamen vorwiegend Sandalenträger oder „Öko-Freaks“, die leidenschaftlich für ihr Thema gekämpft haben.

„Atomkraft – nein danke“, sondern Strom aus Sonne war seinerzeit die Devise. Weil so überzeugend, hat die Idee schnell Fahrt aufgenommen. Die Photovoltaik-Branche ist gewachsen, zum Millionen- und Milliardenbusiness geworden und Deutschland zum Vorreiter weltweit. Die südbadische Veranstaltung musste in die Weltstadt München umziehen und ist zum europäischen und weltweiten Branchentreff gewachsen.

Von Sandalen zur Krawatte

Die Sandalenträger sind den Schlipsträgern gewichen und gewaltige, fast luxuriöse Messestände strahlen Größe, Erfolg und Wachstum aus. Die Energiewende und die damit verbundene Subventionierung der Photovoltaik als eine Technologie zur Gewinnung von erneuerbarer Energie hat die Branche über Jahre regelrecht befeuert. Um das Jahr 2010 herum hat die Branche sicher ihren Zenit in Deutschland erlebt. Vorwiegend deutsche und europäische Player dominierten damals die Märkte und die Intersolar offenbarte das. Wer nun letzte Woche auf der Intersolar in München war, konnte nicht nur den Wirtschafts- und Energieminister Sigmar Gabriel sprechen hören, sondern musste auch gewahr werden, dass die großen deutschen Marktteilnehmer nur noch spärlich vertreten sind. Die Veranstaltung wurde von asiatischen, vorwiegend chinesischen Playern dominiert. Während noch vor Jahren über Investments in Deutschland sowie in Italien und Spanien, sodann auch in Frankreich gesprochen wurde, sind heutzutage England, die Türkei und Polen als Vertreter Europas, vor allem aber die USA, Südamerika sowie asiatische Länder – allen voran China und Japan – und einige Exoten in Südostasien in aller Munde. Die Intersolar hat deutlich weniger Aussteller. Die Stimmung ist weniger euphorisch, aber mit Sicherheit dennoch nicht schlecht – sie ist sehr geschäftig, businessorientiert. Über die Kernmärkte von damals wird noch gesprochen, wenn auch nur verhalten. Es boomt die Globalisierung.

Neue Technologien

Was vor Jahren noch ein zartes Pflänzchen war, ist heute einer der Renner auf der Messe: Speichertechnologie und intelligenter Umgang mit Strom und Netzen. Diese Themen sind wichtige Pfeiler der Intersolar geworden, und Minister Gabriel vergaß nicht zu erwähnen, dass es heutzutage bei der Energiewende weniger um die Quoten für Wind und Photovoltaik und deren Förderung geht, sondern die Energiewende nur im Zusammenspiel mit Netzen, Speichern und Versorgungssicherheit zukunftsorientiert und erfolgreich gelebt werden kann.

Spiegel der Märkte

Die Intersolar ist ohne Zweifel ein wunderbarer Spiegel der Photovoltaik-Märkte. Deutschland ist nach wie vor Weltmarktführer beim Bestand an Solaranlagen, hat aber – aus nachvollziehbaren Gründen – die Förderung so weit zurückgefahren, dass nur noch wenig neu gebaut wird – 2015 sogar weniger als geplant, vorgesehen und politisch gewollt. Kein Wunder, dass die wenigen größeren Photovoltaik-Parks dann zu hohen Preisen angeboten werden, denn die Cashflow-Prognosen gelten bei deutscher Photovoltaik für Investoren nach wie vor als sehr sicher. Ein Zweitmarkt findet praktisch nicht statt. Vermutlich deswegen, weil der Verkäufer nicht weiß, wie er den Verkaufserlös besser und höherverzinslich anlegen kann. Im benachbarten Frankreich ist die Situation ähnlich, und die Ausschreibungen dort sind neuerdings ähnlich umkämpft wie in Deutschland. Die Regierungen in Spanien und Italien haben leider die Investoren durch Tarifkürzungen abgeschreckt und Schnäppchenjäger auf den Plan gerufen. Allein, die gesuchten sogenannten Distressed Assets gibt es am Markt kaum. Die Eigentümer versuchen eher, Schaden durch eine Restrukturierung ihrer Investments abzuwenden, als Buchverluste durch Verkauf zu realisieren. Kein Wunder also, dass die Akteure ihren Blick nach England richten. Dort scheint auch die Sonne – im „Rosamunde-Pilcher-Land“ übrigens so stark wie in Bayern

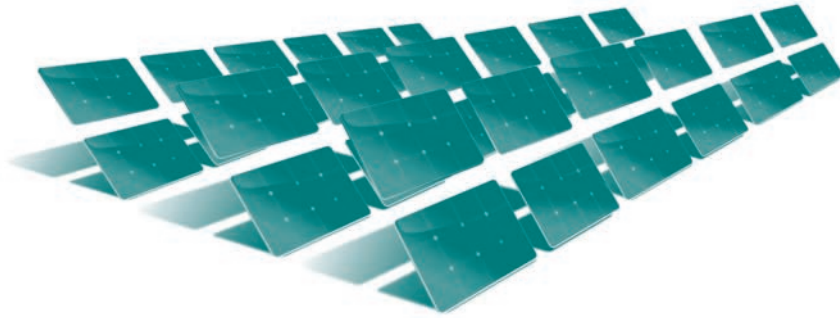


Foto: © Fotolia/JSIgn

oder Baden-Württemberg – und es gibt noch Förderung, die in Kombination mit dem freien Verkauf des Stroms am Markt attraktive Renditen erwarten lässt. Der Run auf England hat aber gewiss den Markt dort aktuell erhitzt – vielleicht überhitzt – und die Preise in die Höhe getrieben. Diese Entwicklungen auf den europäischen Kernmärkten für Photovoltaik haben dazu geführt, dass die etablierten Player in die Welt hinausschwärmen.

New York, Rio, Tokio ...

Die Märkte in China, USA und Japan boomen. Lateinamerika lockt mit viel Sonne, stabilen Wachstumsprognosen und attraktiven Strompreisen. Einige Länder in Afrika und Südostasien wollen auch Zubau an Photovoltaik und können nicht nur reichlich Sonne vorweisen, sondern haben auch die rechtlichen Rahmenbedingungen dazu geschaffen. Das an Bevölkerung zweitreichste Land der Erde, Indien, steht nicht hinten an und verzeichnet enorme Zuwachsraten im Photovoltaik-Geschäft. Je nach Gusto, Geschäftsmöglichkeiten, Wachstumsabsichten und vor allem Risiko-Rendite-Appetit entwickelt jeder seine eigene Vorstellung, wie er bei diesem Konzert mitspielen will. Wer nicht so weit reisen möchte, fährt nach Polen oder in die Türkei – die europäischen Wachstumsmärkte der nahen Zukunft.

Fazit

Die Solarbranche ist nicht in einer Krise, keineswegs, sondern sie ist erwachsen geworden. Sie hat sich konsolidiert und in die Märkte hineinbewegt, die aktuell die besten Rahmenbedingungen bieten. Marktvolumen und Wachstum sind größer denn je und vollziehen sich globaler. Wie gesund die Entwicklung auf Dauer ist, lässt sich schwerlich einschätzen und wird stark von einzelstaatlichen Faktoren, der weltwirtschaftlichen Konjunktur und dem künftigen Strommarktdesign abhängen.

Thomas Laumont

ist Leiter für Infrastruktur Transaktionsmanagement Photovoltaik und in dieser Funktion verantwortlich für sämtliche Photovoltaik-Investments der KGAL Investment Management GmbH & Co. KG. Er arbeitet seit Oktober 2013 bei der KGAL.



Foto: © KGAL/Marcus Schläp

ANZEIGE

Reden ist Silber, Lesen ist Gold.



Goldrichtig liegen Sie mit einem Abonnement des VentureCapital Magazins, wenn Sie monatlich alle Infos, News & Stories rund um die Themen Private Equity, Technologietrends und Unternehmensgründung direkt nach Hause geliefert haben möchten.

facebook.com/VentureCapitalMagazin



twitter.com/vc_magazin



Jetzt abonnieren: <http://vc-mag.de/abo>

VentureCapital
Magazin

Anbieter und Produktgestaltung

Bahn frei für Infrastrukturinvestments

Die Politik schafft die Voraussetzungen für mehr Investitionen in Infrastruktur – mit dem Kapitalanlagegesetzbuch, der neuen Anlageverordnung für Versicherungen und der ELTIF-Verordnung. Doch bevor Anbieter neue Infrastrukturinvestments auf den Markt bringen, sollten sie sich einige Fragen beantworten: Welche Anlegergruppe soll angesprochen werden, wie soll die Verteilung von Chancen und Risiken aussehen und wie soll das Produkt strukturiert sein?

Die deutschen Versicherer waren im Jahr 2014 laut dem Branchenverband GDV nur zu weniger als 1% ihrer Kapitalanlagen in Infrastruktur und erneuerbare Energien investiert. Dagegen sind immer noch rund 80% ihres Kapitals in Rentenpapieren angelegt. Vor diesem Hintergrund wird die Forderung der Versicherungswirtschaft nach Erleichterungen für Investitionen in Infrastruktur verständlich. In den letzten beiden Jahren hat sich auf der regulatorischen Ebene einiges getan, um privatwirtschaftliche Investitionen in Infrastruktur anzuregen. Dabei hat der Gesetzgeber nicht nur Versicherungen, sondern auch andere Investorengruppen im Blick.

Regulatorischer Rahmen geändert

Nachdem Mitte 2013 das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) den regulatorischen Rahmen für Fonds in Deutschland abgesteckt hatte, wurde im Februar 2015 die Novelle der Anlageverordnung für Versicherungen und Pensionskassen verabschiedet. Ein wichtiges Ziel dabei: Den Versicherungen und Pensionskassen sollen Infrastrukturinvestments erleichtert werden. Ein weiteres Regulierungsvorhaben nimmt derzeit in Brüssel Gestalt an: Im März 2015 stimmte das EU-Parlament der sogenannten ELTIF-Verordnung zu, die am 20. April vom Rat der Europäischen Union verabschiedet wurde. ELTIF steht für European Long Term Investment Funds. Über diese Vehikel soll u.a. in die Anlageklasse Infrastruktur investiert werden. Der europäische Gesetzgeber hat dabei nicht nur institutionelle Investoren im Blick, sondern – unter bestimmten Voraussetzungen – auch Privatanleger. Der regulatorische Rahmen hat sich also auf breiter Front geändert und wird sich auch weiter verändern. Infrastrukturinvestments sollen dadurch grundsätzlich einfacher zu realisieren sein. Anbieter von Infrastrukturinvestments müssen sich jedoch entscheiden, welche Anleger sie über welche Strukturen erreichen wollen. Der Zeitpunkt ist günstig: Viele Institutionelle stehen aufgrund des Niedrigzinsumfeldes und der Liquiditätsschwemme unter hohem Anlagedruck.

Frage 1: Wer sind meine Anleger?

Zuerst ist zu klären, welche Anlegergruppe angesprochen werden soll. Denn von der Wahl der Zielgruppe hängen alle weiteren Entscheidungen ab. Beispielsweise dürfen Versicherungen nur über Strukturen investieren, die in der für sie maßgeblichen Anlageverordnung genannt sind – dies gilt zumindest bis zum Inkrafttreten von Solvency II Anfang 2016. Bei Family Offices und vermögenden Privatanlegern ist die Situation eine andere: Dort steht oft das Vermeiden von regulierungsbedingtem Aufwand im Vordergrund. Investiert der Investor beispielsweise über eine darlehensbasierte Struktur, kann dies als Bankgeschäft in Form eines Einlagengeschäftes gewertet werden. Dies würde eine Banklizenz nach Kreditwesengesetz (KWG) notwendig machen. Weiterhin ist hier zu beachten, ob dann zur Vermeidung des Einlagengeschäftes evtl. die Möglichkeit zur Gestaltung eines Kreditfonds besteht, dessen Zulässigkeit die BaFin jüngst ermöglicht hat. Bei Family Offices besteht zudem insbesondere das Risiko, dass sie eine Zulassung der BaFin nach KAGB benötigen – insbesondere, wenn sich das Family Office auch Anlegern öffnet, die nicht dem engsten Familien- bzw. Begünstigtenkreis angehören. In einem solchen Fall würde die BaFin das Family Office als eine Art Kapital-sammelstelle einstufen.

Frage 2: Wie sind Renditechancen und Risiken verteilt?

Bei Infrastrukturinvestments existieren in der Regel zwei unterschiedliche Modelle: Das Erwerbermodell, bei dem der Staat das Projekt nach dem Bau kauft, und das Vermietungsmodell, bei dem der Staat das Projekt nur zurückmietet. Bei der Strukturierung eines Investments ist insbesondere die Frage nach der Verteilung von Risiken und Renditechancen entscheidend. Die Verteilung wird in den Verträgen zwischen dem – in der Regel kommunalen bzw. staatlichen – Auftraggeber und dem Betreiber des Projektes festgelegt. Insbesondere seit dem KAGB die Möglichkeit



Foto: © Fotolia/parimoni

Tab. 1: Chancen-Risiken-Verteilung bei Erwerber- und Vermietungsmodell

Phase	Risikoart	Erwerbermodell	Vermietungsmodell
Planungs-/Herstellungsphase	Planungs-/Herstellungsrisko	Betreiber	–
	Sanierungsrisiko	–	regelmäßig Betreiber
Betriebsphase	Investitionskosten	Staat als Erwerber	Betreiber; Staat zahlt feste Miete
	Betriebskosten	Staat (i.d.R.)	Betreiber (i.d.R.)
Verwertungsphase		Staat	Betreiber

Quelle: TPW Todt & Partner

eröffnet, schon in der Errichtungs- bzw. Sanierungsphase in Infrastrukturprojekte zu investieren, lohnt sich ein Blick auf gängige Vertragsmodelle für ÖPP-Bauprojekte. Tabelle 1 verdeutlicht die Chancen-Risiken-Verteilung für beide Modelle.

Frage 3: Investieren über Eigenkapital- oder Fremdkapitalstrukturen?

Ist die Frage nach der Anlegergruppe und der Risikoverteilung entschieden, muss noch geklärt werden, ob die Investoren über eigenkapital- oder über fremdkapitalbasierte Instrumente investieren. Für Family Offices und vermögende Privatanleger kommen aus o.g. Gründen eher Strukturen auf Eigenkapitalbasis infrage. Versicherer dagegen können theoretisch bis zu 5% ihres aus Versicherungsbeiträgen gespeisten Investitionsvolumens in ausreichend gesicherte Infrastrukturdarlehen anlegen. Allen Anlegern stehen zudem die fondsbasierten Investmentvehikel des KAGB zur Verfügung. Allerdings besteht dabei eine grundsätzliche Anforderung. Die Betreibergesellschaft des Projektes muss (un-)mittelbar dem Portfolio- und Risikomanagement einer von der BaFin zugelassenen Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) unterliegen. Ein weiterer Vorteil von KAGB-Fonds: Auch private Investoren können dabei in den Genuss der sehr günstigen Fremdfinanzierungskonditionen kommen. Über geeignete Finanzierungsstrukturen kann die sehr gute Bonität öffentlicher Stellen für die Zinsbemessung genutzt

werden („Mogendorfer Modell“). Zudem ermöglichen Spezialfonds mit einer Fremdfinanzierung von 80% und mehr einen sehr hohen Leverage.

Fazit

Der regulatorische Rahmen von Infrastrukturinvestments hat sich also gerade deutlich verändert und wird sich auch noch weiter verändern. Insgesamt strebt die Politik an, Investitionen in Infrastruktur zu vereinfachen. Ob Produktanbieter und Investoren die neuen Möglichkeiten nutzen, wird sich zeigen. Die Vorzeichen jedenfalls sind günstig. ■

Aykut Bußian

ist Partner der TPW Todt & Partner GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Hamburg. Zu den Tätigkeitsschwerpunkten des Wirtschaftsprüfers und Certified Information Systems Auditors (CISA) zählen Abschluss- und Sonderprüfungen nach KWG, WpHG und KAGB, Einführung und Strukturierung von Risikomanagement- und internen Kontrollsystemen sowie die prüfungsbegleitende IT-Beratung.



Aufsichts- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Infrastrukturfonds – Aktuelle Trends

Auf der Suche nach langfristig prognostizierbaren jährlichen Renditen und Zahlungsströmen fokussieren sich immer mehr Investoren auf Infrastrukturinvestitionen. Bedingt durch (Staats-)Schuldenkrise(n) und ein seit Jahren historisch niedriges Zinsumfeld ist das Fundraising-Umfeld für diese Assetklasse ausgesprochen stark.

Auch wenn statistisch immer noch ein Großteil der Investoren aus Nordamerika und zunehmend aus Asien kommt, sind deutsche Investoren wie Lebensversicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke, aber auch Family Offices nicht mehr wegzudenken. Ebenso hat sich der Markt der Anbieter von Infrastrukturfonds stetig weiterentwickelt: Eine Zunahme der Anzahl europäischer Fondsanbieter steht erfreulicherweise zu erwarten. Unter Berücksichtigung der jüngsten aufsichts- und steuerrechtlichen Entwicklungen lassen sich einige aktuelle Trends aufzeigen.

Private Equity oder Yield? Oder: Was will der Investor?

Zehn plus zwei Jahre und 20/2 oder doch lieber 30 Jahre Laufzeit und yieldbezogene Vergütung? Diese Diskussion begleitet den Infrastrukturmärkte seit Anbeginn, und sie ist auch nicht abgeschlossen. In Übereinstimmung mit den Erwartungen institutioneller Investoren sind sicherlich eine Zunahme langer Laufzeiten und alternative Waterfall-Modelle zu beobachten. Aber die Kassandrarufer, dass das Private Equity-Modell im Infrastrukturbereich tot sei, bestätigen sich nicht. Derzeit ist sicherlich eine stärkere Ausdifferenzierung im Markt zu beobachten, sodass Mischformen beider Modelle eher seltener werden. Der Fondsmanager muss sich entscheiden, welches Modell er anbietet. Dadurch sind natürlich auch mehr yieldbezogene Vergütungsmodelle zu beobachten, die stärker reflektieren, dass bei yieldstarken Investments häufig ein „Verbrauch“ des Investments (z.B. Auslauf des Nutzungsrechts, Ende der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer) stattfindet. Diese Fokussierung auf Yield hat natürlich Auswirkungen auf verschiedene Aspekte der Fondsstruktur: angefangen von tendenziell länger werdenden Laufzeiten bis hin zu flacher werdenden Incentivierungsmodellen für das Management. Letztere sehen zwar betragsmäßig geringere, aber schon bei Erzielung bestimmter Cash-Renditen und damit effektiv vor Kapitalrückzahlung einsetzende Incentivierungen vor.

Mittelfristiger Anlagehorizont bevorzugt

Dagegen zeigt sich weiterhin kein stärker werdender Trend zu Evergreen-Strukturen. Dies ist durch den allenfalls mittelfristigen Anlagehorizont vieler Investoren bedingt. Die bei langen Fondslaufzeiten erforderlichen Ausstiegsszenarien werfen weiterhin eine Vielzahl von wirtschaftlichen (faire Bewertung) und technischen Problemen (Management von Interessenkonflikten) auf. Entsprechende Trends sind auch bei den Management Fees zu verzeichnen, die sich je nach Modellwahl ausgestalten. Von erheblicher Bedeutung für die Ausgestaltung von Infrastrukturfonds sind vielmehr Aufsichts- und steuerliche Überlegungen.

Aufsichtsrechtliche Trends

Mit der AIFMD-Umsetzung sind neue Vermarktungsregime eingeführt worden. Europäische Fondsanbieter, meist aus Großbritannien oder Frankreich, hat dies in der Regel nicht vor Probleme gestellt, da diese oft über Strukturen verfügen, die einen EU-weiten Passport für die Vermarktung vorsehen. Am Anfang hat es dabei oft in dem vorgesehenen Notifizierungsverfahren Probleme gegeben. Denn die BaFin prüfte nochmals die schon von der Heimatstaatbehörde geprüfte Dokumentation und monierte z.B. die Darstellung der vom Fonds zu tragenden Aufwendungen. Diese Kinderkrankheiten sind aber zwischenzeitlich überwunden worden. Viele Infrastrukturfonds sind weiterhin in Drittstaaten angesiedelt. Hier sieht die AIFM-Richtlinie Mindestvoraussetzungen für einen Vertrieb an professionelle Anleger vor. Die Mitgliedstaaten haben diese Grundregelung sehr unterschiedlich umgesetzt, sodass bei einer Vermarktung in mehreren Mitgliedstaaten teils sehr unterschiedliche Anforderungen und Verfahren zur Anwendung kommen. Anbieter sollten daher auch hinreichend Vorbereitungszeit einplanen, um einen zeitgerechten Start der Vermarktungsaktivitäten zu gewährleisten. Insbesondere Deutschland gilt als herausforderndes Land für den Drittstaatenvertrieb, da hier zusätzliche Voraussetzungen wie z.B. eine Verwahrstelle einzuhalten sind. Die anfängliche Zurückhaltung von Drittstaaten-

102030

Foto: © eigene Komposition

fonds ist in jüngster Zeit einer regen Notifizierungsaktivität gewichen, da sich auch in Deutschland herausgestellt hat, dass diese Notifizierungsverfahren praktikabel zu handhaben sind. Der in der Richtlinie geplante EU-Vertriebspass für Drittstaatenfonds dürfte aber noch auf sich warten lassen.

Quantensprung in der Regulierung

Als Quantensprung in aufsichtsrechtlicher Sicht ist die jüngste BaFin-Verlautbarung vom 12.05.2015 in Bezug auf die Vergabe von Darlehen sowie zur sogenannten Restrukturierung und Prolongation von Darlehen für Rechnung von Investmentvermögen zu sehen. Die BaFin ändert darin ihre

ANZEIGE



kontakte

Financial Planning Praxis
8. und 9. September, Mainz

2015

Fachkongress für Financial und Estate Planner sowie alle anderen im Private Banking und Wealth Management tätigen Berater

Thema: Chancen identifizieren, Risiken meiden:

Marktumfeld und die Konsequenzen für Financial Planning, Private Finance & Wealth Management

Beratungsansätze und Lösungen für Financial Planning, Private Finance & Wealth Management

Weitere Informationen und Anmeldung unter:
www.ebs-finanzakademie.de/fpp

EBS PFI.
Private Finance Institute

Institut für Private Wealth Management

bisherige Verwaltungsauffassung und hält nunmehr die Vergabe von Darlehen sowie die Darlehensrestrukturierung und -prolongation durch alternative Investmentfonds als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung und damit – soweit das mit den KAGB-Produktregelungen vereinbar ist – für zulässig. Dies bedeutet auch für geschlossene Infrastruktur-Spezial-AIF die erhoffte Klarstellung der Rechtslage, da auch diese Fonds Gesellschafterdarlehen z.B. zur Darstellung eines Cash Yields einsetzen. Auf europäischer Ebene wurde zudem die Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF-Verordnung) vom 29.04.2015 veröffentlicht, die ab 09.12.2015 in den Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbar ist. Dieses europäisch regulierte Investmentvehikel soll langfristige europäische Investitionen insbesondere im Infrastrukturbereich fördern. Der ELTIF zielt insbesondere auf Infrastrukturfonds ab und kann für Anbieter eine interessante Alternative darstellen, da damit z.B. auch bisher nicht ansprechbare Investorengruppen ins Auge gefasst werden können. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob der ELTIF ein Erfolg wird. Die Kommission hätte dieses für sie wichtige Projekt durchaus mit flankierenden Maßnahmen z.B. bei Solvency II unterstützen sollen. Eine spannende Entwicklung ist sicherlich für Infrastrukturfonds auch der Fonds für strategische Investitionen (EFSI, auch „Juncker-Fonds“), der vielleicht zukünftig Co-Finanzierungen der öffentlichen Hand zur Verfügung stellen wird und damit die Deal-Aktivität der Infrastrukturfonds unterstützen kann. Noch nicht abschließend geklärt ist, ob dieses Leverage-Programm auch als Fondsinvestor praxisrelevant agieren kann. Dies wäre wünschenswert, sollte aber nicht mit überbordenden Strukturvorgaben einhergehen.

Änderung der Anlageverordnung

Auf nationaler Ebene ist das Inkrafttreten der geänderten Anlageverordnung hervorzuheben. Viele Infrastrukturfondsinvestitionen wurden bisher § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV zugeordnet. Es ist davon auszugehen, dass auch zukünftig § 2 Abs. 1 Nr. 13b AnIV im Rahmen der durch die AIFM-Richtlinie bedingten Vorgaben nutzbar sein wird. Last Minute wurde bei den zulässigen Anlagegegenständen in § 2 Abs. 1 Nr. 13 b AnIV der Katalog um sonstige Formen der Unternehmensfinanzierung erweitert, sodass klargestellt ist, dass auch Fremdkapitalinvestitionen nicht einer Zuordnung zu § 2 Abs. 1 Nr. 13b AnIV entgegenstehen. Es wäre wünschenswert, dass das sogenannte Anlagerundschreiben der BaFin in Kürze überarbeitet wird. Auch wenn damit alles beim Alten bleibt, besteht dennoch bei der Strukturierung von Infrastrukturfonds weiterhin der Trend zu alternativen Lösungen. Diese sind häufig auch von Solvency II-bezogenen Überlegungen geprägt, auch wenn sich hier durch die nunmehr vorliegende delegierte Rechtsverordnung der Kommission maßgebliche Änderungen ergeben haben. Es ist nunmehr gesichert, dass

auch durch Infrastrukturfonds durchgesehen werden kann und damit nicht der Fonds, sondern die Projektebene für die Ermittlung des Shock Levels maßgeblich ist. Führt dies auch eventuell zu mehr Aufwand bei der Analyse, können sich dadurch im Einzelfall allerdings auch erheblich niedrigere Shock Level als bisher befürchtet ergeben. Gleichzeitig hat die Kommission aber auch für eine intransparente Betrachtung eine Verbesserung eingeführt, indem sie für ungehebelte EU-Fonds und zukünftig auch für bestimmte Drittstaatenfonds ein generelles Shock Level von 39% vorsieht.

Steuerrechtliche Entwicklungen

Wie schon in der Vergangenheit ist auch derzeit insbesondere das Steuerrecht maßgeblicher Trendsetter. Durch die Einführung der Kapital-Investitionsgesellschaft hat sich ein Trend weg von der Kapitalgesellschaft als Rechtsform für den Fonds entwickelt. Der oft eintretende Ausschluss von § 8b KStG, Gewerbesteuer-mehrbelastungen und außensteuerliche Thematiken, aber auch die nunmehr im Rahmen der anstehenden Investmentsteuerreform wieder drohende Einführung einer Wertzuwachsbesteuerung machen korporativ organisierte Strukturen nicht für deutsche Investoren attraktiv. Bei deutschen steuerpflichtigen Investoren ist daher ein klarer Trend zur Personengesellschaft zu erkennen, auch wenn mit der nun drohenden Einführung einer 10%igen Mindestbeteiligungsgrenze auf Veräußerungsgewinne im Rahmen von § 8b KStG ein wesentlicher Vorteil der Personengesellschaftslösung vielleicht verloren geht. ■

Lutz Boxberger,

Rechtsanwalt und Steuerberater, ist Counsel der Kanzlei King & Wood Mallesons in München und spezialisiert auf die vollumfängliche Beratung im Zusammenhang mit alternativen Investments an der Schnittstelle zwischen Investmentaufsichtsrecht und Steuerrecht.



Christian Schatz,

Rechtsanwalt und Steuerberater, ist Partner der Kanzlei King & Wood Mallesons in München und spezialisiert auf steuerliche und aufsichtsrechtliche Aspekte der Fondsstrukturierung.





CEE mit Sitz in Hamburg ist eine auf erneuerbare Energien spezialisierte Beteiligungsgesellschaft mit einer Milliarde Euro Assets under Management. Es werden Eigenkapital-Investments in Energieerzeugungs-projekte 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 Equity Management 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 16 Jahren hat die SOLUTIO AG zusammen mit ihren Joint-Venture-Partnern insgesamt neun Anlageprogramme mit einem Gesamtvolumen von über 3 Mrd. EUR aufgelegt.

www.solutio.ag



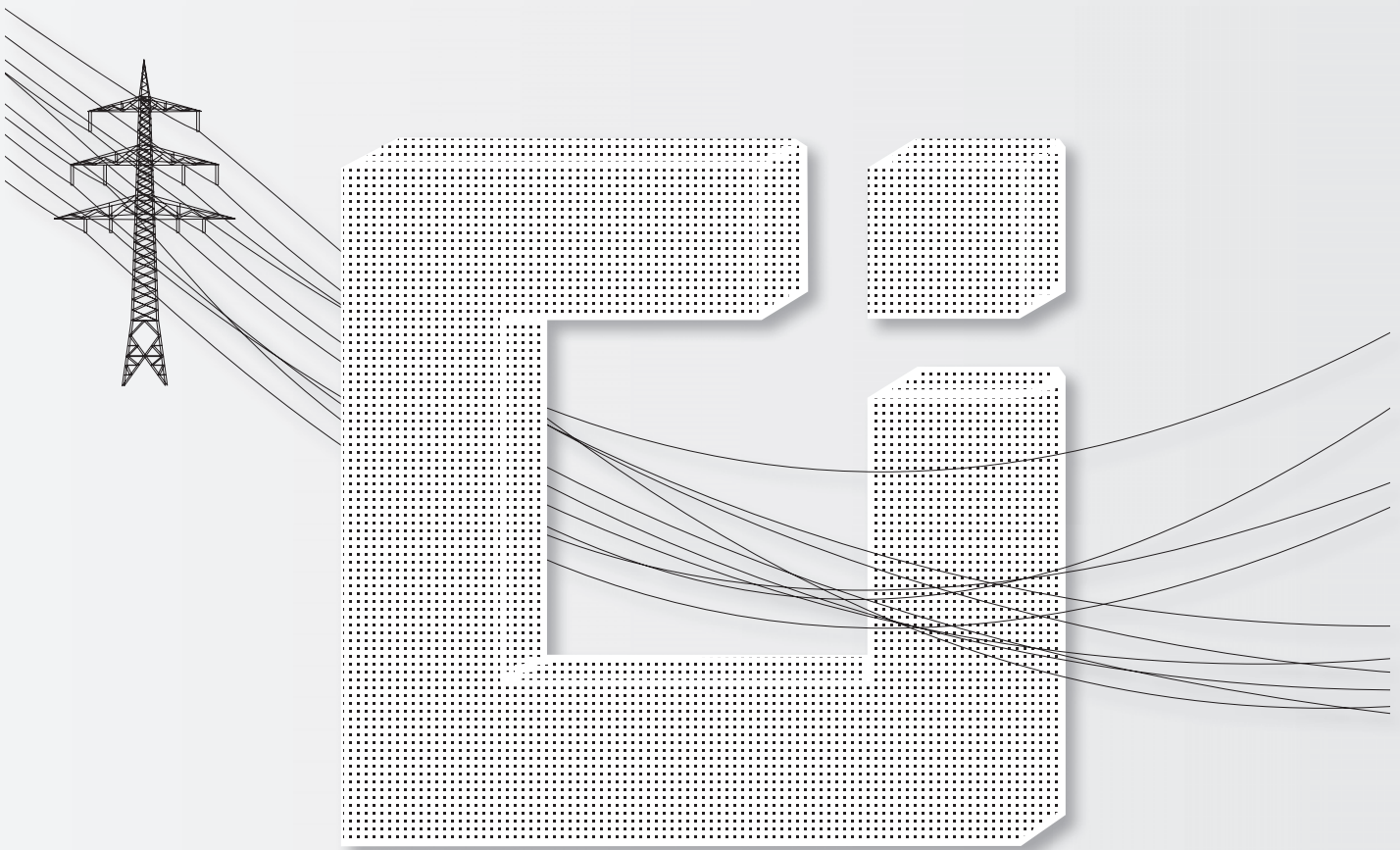
YIELCO Investments, gegründet 2011, ist ein unabhängiger Investmentmanager mit Fokussierung auf Investitionen in Infrastruktur- und Private-Debt-Kapital. Im Vordergrund steht hierbei die Erzielung von langfristig planbaren und stabilen Cashflows für institutionelle Investoren. Mit einem hochspezialisierten Team betreut YIELCO Investments aktuell Kapitalzusagen in Höhe von rd. 1 Mrd. EUR im Auftrag von institutionellen Investoren.

Durch das globale Netzwerk der Partner erhalten Investoren Zugang sowohl zu weltweit führenden Fondsanbietern als auch Nischenanbietern sowie zu Co-/Direkt-Investitionsmöglichkeiten. Investitionen erfolgen nach einem stringenten Auswahlprozess anhand vielfältiger Kriterien über flexible

und kundenindividuelle Strukturen, die sich durch hohe Transparenz und attraktive Gebührenmodelle auszeichnen.

Hinter YIELCO Investments steht ein Team von 14 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 Direktinvestment-Erfahrung bietet YIELCO Investments seinen Kunden ein umfassendes Leistungsspektrum.

www.yielco.com



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