

*Infrastruktur*

**CASHFLOW-QUELLE**

**MIT BESCHRÄNKTEM**

**ZUGANG**

*Stetige Cashflows und lange Durationen sorgen für ein wohliges Fixed-Income-Feeling, unterschätzte Komplexitäten und Risiken dagegen für akutes Unwohlsein.*

NOVEMBER 2013 PORTFOLIO PLATTFORM





*Robert Massing*  
Director,  
Solutio AG

*Thomas Mehlhorn*  
Kapitalanlagen,  
Verband der Bayerischen Metall-  
und Elektro-Industrie

*Katrin Husung*  
Geschäftsführung,  
Commerz Real



*Dr. Constantin Echter*  
Leiter Strukturierte Zinsprodukte  
und Spread-Investments,  
Bayerische Versorgungskammer

*Dajana Brodmann*  
Abteilungsleiterin,  
Alternative Investments & Aktien,  
WPV

*Götz Hoyer*  
Gründungspartner,  
FHP Private Equity Consultants



Moderator Patrick Eisele

**Herzlich willkommen zum Infrastruktur-Roundtable. Zunächst eine Aufwärmübung:  
Was ist eigentlich Infrastruktur? Ein Energieversorger oder sein Netz, ein Bahnhof  
oder ein Zug, ein Flughafen oder ein Flugzeug?**

**Götz Hoyer:** Diese Definitionsfrage ist durchaus berechtigt, da Asset Manager Infrastruktur unterschiedlich interpretieren. Dies birgt für Investoren beim Abschluss von Investments ein gewisses Überraschungspotenzial. Wenn wir einen Asset Manager prüfen, beginnen wir darum immer mit seiner Definition von Infrastruktur. Die Definition, die wir für uns gefunden haben, ist, dass es sich um immobile Objekte handelt, die einen Grundbedarf, wie Elektrizität, Wasserversorgung, Mobilität oder Kommunikation bedienen und deren Erträge weitgehend konjunkturunabhängig sind. Die Kombination Grundbedarf und abgesicherte Cashflows impliziert eine gewisse Alleinstellung beziehungsweise Monopolsituation.

**Zweite Aufwärmübung: Was war aus Ihrer Sicht der Urknall für Infrastrukturinvestments in Deutschland? War es das Chicagoer Parkuhren-Investment der Allianz, dass Allianz 80 Aldi-Süd-Läden gekauft hat, Amprion oder das EEG?**

**Robert Massing:** Für mich war es der Markteintritt von Macquarie und deren Fundraisings in den Jahren 2004/2005. Das sorgte für eine gewisse Aufmerksamkeit in Deutschland und brachte auch die Erkenntnis, dass solche Investments in Australien und Großbritannien bereits gang und gäbe sind.

**Thomas Mehlhorn:** Das sehe ich anders. Bis 2008 oder 2009 habe ich kaum institutionelle Anleger wahrgenommen, die sich mit dem Thema beschäftigt haben. Ich sehe den Ursprung von Infrastruktur hierzulande eher im Anlagenotstand und dem Interesse an Erneuerbaren Energien.

**Katrin Husung:** Einen Meilenstein setzte als Erste 2006/2007 die Rreef, die innerhalb von wenigen Monaten 500 Millionen Euro bei deutschen Institutionellen für ein sehr breites, aber ausschließlich internationales Portfolio einsammelte. Das war ein beeindruckendes – weil fast rein deutsches – Fundraising.

**Hoyer:** In meiner Beobachtung waren es zwei Phasen. Die erste Fondsaufgawelle erfolgte in den Jahren 2006 bis 2007 und verebte mit der Finanzkrise ziemlich schnell. Etwa 2012 ist dann der Knoten geplatzt: Viele europäische Fonds konnten geschlossen werden, und deutsche Investoren sind dort mittlerweile die größte Investorengruppe. Das ist ein entscheidender Schritt und bemerkenswert, da sich der deutsche Investor bei neuen Asset-Klassen eher abwartend verhält.

**Diese schnelle Aufgeschlossenheit deutscher Investoren scheint mir ein Spezifikum von Infrastruktur zu sein. Die derzeit von Ihnen, Herr Hoyer, erstellte Studie über Infrastrukturinvestments in Europa, zeigt, dass das meiste Geld innerhalb der vergangenen zehn Jahre aber nach Großbritannien und Spanien floss.**

**Hoyer:** In Großbritannien sind seit Margaret Thatcher Infrastrukturinvestments historisch gewachsen. Damals waren die Staatskassen leer und die Bevölkerung mit der bestehenden Infrastruktur sehr unzufrieden, was zur Einführung der Private Finance Initiatives führte. Diese sorgten für den rechtlichen Rahmen, innerhalb dessen Privatkapital in Infrastruktur fließen konnte. Nun hat Kontinentaleuropa, insbesondere Südeuropa, stark aufgeholt. Allerdings hat Spanien durch rückwirkende Änderungen viel Vertrauen verspielt. Derzeit findet wegen der vermeintlich sichereren Rahmenbedingungen eine Verlagerung nach Nordeuropa statt. Dies führt dazu, dass im Norden die Assets teurer werden, sich in Südeuropa aber durchaus günstige Investmentchancen ergeben.

**Eine wichtige Erkenntnis Ihrer Analyse ist für mich auch, dass das Durchschnittsvolumen der von Ihnen erfassten 144 Beteiligungen bei 121 Millionen Euro liegt, der Median aber nur bei 39 Millionen Euro.**

**Hoyer:** Richtig. Gemessen an den Volumina ist die Spannweite enorm. Bei sozialer Infrastruktur und bei Erneuerbaren Energien kam es zu vielen kleinen Transaktionen. Die anderen Segmente kommen dagegen im Maximum auf eine Milliarde Euro. Die Gefahr von Klumpenrisiken ist also gegeben.

**Eine weitere mögliche Gefahr scheint sich nicht zu bewahrheiten: Viele, eigentlich branchenfremde Private-Equity-Häuser legten flugs auch Infrastrukturfonds auf.**

**Massing:** Es kommt auf den Einzelfall an, ob dies ein Problem ist. Ein Kriterium ist, ob es sich um einen Dachfonds wie uns handelt oder um einen Zielfonds. Wichtig ist, dass der Manager eine eigene Infrastrukturexpertise hat. Ganz schlecht wäre, wenn dieselben Mitarbeiter eines Anbieters sowohl Private-Equity- als auch Infrastruktur-Investments bearbeiten. Das darf nicht sein. Solche Zielfonds selektieren wir nicht. Wir erwarten von einem Infrastrukturfonds, dass ein beispielsweise auf Verkehrsinfrastruktur, wie Tunnel oder das Management von Flughäfen, spezialisiertes Team besteht. Allgemein hat sich der Background deutlich verbessert und damit sind die Asset Manager auch vergleichbarer geworden.

Noch eine Anmerkung zu Private Equity versus Infrastruktur: Es gibt den Private-Equity-Ansatz, bei dem Infrastruktur-Assets nur relativ kurz gehalten werden, und andererseits einen längerfristigen, ausschüttungsorientierten Ansatz, der auf 15 bis 25 Jahre ausgelegt ist. Letzterer ist der echte Infrastrukturansatz.

**Unterscheiden sich die beiden Ansätze denn auch in den Fee-Strukturen? Eine IRR für 25 Jahre ist so unpassend wie, mit Blick auf die Infrastrukturrenditen, Management Fees von zwei Prozent.**

**Massing:** Eine Differenzierung zu Private-Equity-Fonds hat sich ergeben. Die bei manchen Infrastrukturfonds aufgerufenen Management Fees von bis zu zwei Prozent liegen heute im Mittel je nach gezeichnetem Volumen bei 1,5 bis 1,25 Prozent. Und bei Dachfonds beziehen sich, zumindest bei uns, die Gebühren nicht mehr auf das Commitment, sondern auf das tatsächlich abgerufene Kapital. Ich denke, dass die Anbieter hinsichtlich der Fee-Struktur den Investoren in den vergangenen Jahren gut zugehört haben.

**Dajana Brodmann:** Eine Ergänzung zu Private Equity: Insbesondere im Bereich der Utilities, aber durchaus auch in anderen Bereichen, waren früher und sind heute immer noch klassische Private-Equity-Fonds unterwegs. Blackstone beispielsweise tätigte bereits in den 90ern Transaktionen, die wir heute unter



Götz Hoyer

Infrastruktur subsumieren. Es handelte sich dabei um klassische Unternehmenskäufe und nicht um Transaktionen auf Projektebene, wie es bei Renewables oder Netzen typisch ist. Die Frage, die ich mir jedoch häufig stelle, ist, ob wir Investoren heute in einigen Fällen alten Wein in neuen Schläuchen serviert bekommen.

### **Alter Private-Equity-Wein in neuen Infrastrukturschläuchen entfaltet aber auch wieder eine Private-Equity-Risikonote. Das kann sauer aufstoßen.**

**Husung:** Nicht unbedingt. Am Ende kommt es auf das Underlying an. Bei dem von uns betreuten Amprion-Deal handelt es sich der reinen Lehre nach um einen Private Equity Deal. Schließlich haben wir Anteile an einem Übertragungsnetzbetreiber gekauft. Dennoch stammt der Cashflow aus einem regulierten Geschäft, ist also völlig anders als bei einem Private Equity Deal.

Diese Mischung ist natürlich gerade am Anfang schwer einzuordnen. Die rechtliche Struktur, die Due Diligence und alles Sonstige in der Herangehensweise entspricht der von Private Equity. Die mit Private Equity verbundenen

---

*„Es gibt den Private-Equity-Ansatz, bei dem Infrastruktur-Assets nur relativ kurz gehalten werden, und andererseits einen längerfristigen, ausschüttungsorientierten Ansatz. Letzterer ist der echte Infrastrukturansatz.“*

*Robert Massing, Solutio*

---

Renditevorstellungen kann Infrastruktur wegen der Regulierung aber nicht liefern. Wegen dieser Renditestruktur und der Stabilität der Cashflows landet Infrastruktur dann in der Konsequenz oft und auch sinnvollerweise in der Immobilienabteilung. In der Fondspraxis kommt es auch zu Mischungen aus regulierten Cashflows und Private-Equity-Risiken, weil zum Beispiel der Strom auch teilweise an der Börse verkauft wird. Diese Mischung gilt es richtig einzuschätzen.

### **Aber auch regulierte Cashflows könnte man ja Private-Equity-like mit viel Leverage in andere Renditeregionen hebeln.**

**Husung:** Nein. In Deutschland regulierte Gesellschaften haben feste Vorgaben zum Fremdfinanzierungsgrad. Der Leverage-Spielraum geht gegen null. Auf der Fondsebene mit Fremdkapital zu arbeiten, ist versicherungsaufsichtsrechtlich nicht gewünscht.

### **Frau Husung, die Commerz Real erwarb für Finanzinvestoren 75 Prozent an Amprion. Wie schwierig ist der Brückenschlag zwischen Versicherungen und Versorgungswerken sowie RWE, das die restlichen 25 Prozent hält?**

**Husung:** Aus früheren Transaktionen waren wir schon mit dem Thema Netzbetrieb vertraut, und RWE fand unseren Vorschlag, deutsche Institutionelle zu beteiligen, einleuchtend. Nach der Tennet-Transaktion wurde aus politischen Gründen eine nationale Lösung auch für sinnvoll erachtet. Sehr schwierig war aber, den Investoren zu erläutern, dass es sich zwar um einen Buyout handelt, zweistellige Renditen aber utopisch sind. 2010 führte ich die ersten Gespräche mit institutionellen Anlegern, und bei den meisten passte das damals nicht ins Portfolio. Dann haben wir uns auch wegen Solvency II noch sehr lange über verschiedene Strukturen, wie eine Verbriefung, Gedanken gemacht.

Finanzinvestoren und dieses Asset zusammenzubringen, war wirklich eine riesige Herausforderung. Das Projekt hatte über zwei Jahre hinweg einige ‚Nahtoderfahrungen‘ aus den verschiedensten Gründen gemacht, obwohl





## Reale Werte. Konkrete Opportunitäten.



Mit den großen Visionen für morgen wächst die Nachfrage nach den ganz realen Assets von heute. Investitionen jetzt und hier, die eine verlässliche Rendite bieten. Auf der Suche nach diesen konkreten Opportunitäten sind wir an Ihrer Seite und begleiten Sie quer durch Europa und durch alle Assetklassen. So hat die Commerz Real mit dem Höchstspannungsnetz Amprion sehr erfolgreich einen in seiner Art und Größe bis dahin beispiellosen Infrastrukturfonds aufgelegt. Wir identifizieren reale Werte und machen sie unmittelbar für Ihre Investitionen nutzbar. Lassen Sie uns gemeinsam darüber reden, was wir für Sie unternehmen können!

**Assetmanagement für Sachwerte – am besten mit der Commerz Real.**

[institutional.commerzreal.com](http://institutional.commerzreal.com)

**COMMERZ REAL**   
Commerzbank Gruppe

eigentlich alle Parteien ab einem bestimmten Zeitpunkt diese Transaktion wirklich machen wollten. Dies lag auch daran, dass die M&A-Abteilung von RWE eigentlich schnelle Bieterverfahren gewohnt ist und immer auf die Ad-hoc-Pflicht ihres Konzerns achten muss. Auf der anderen Seite haben aber die Finanzinvestoren durch Investment-, Risiko- und Anlageauswahlprozesse zum Schutz ihrer Fremdgelder umfangreiche Prüffolgen zu absolvieren. Da musste der eine lernen, auf die Erfordernisse des anderen Rücksicht zu nehmen. Investoren und ein ad-hoc-pflichtiges Unternehmen sind einfach verschiedene Zeitschienen gewohnt.

#### **Den Finanzinvestoren war offenbar klar, dass RWE unter Verkaufsdruck stand.**

**Husung:** Verkaufsdruck würde ich zur damaligen Zeit nicht sagen, aber heute würde der Deal RWE-freundlicher verlaufen, weil die Nachfrage nach Infrastruktur so stark gestiegen ist und alternative Anlagemöglichkeiten noch renditeschwächer geworden sind. Für die Investoren handelt es sich aus heutiger Sicht um eine hervorragende Transaktion. Andererseits waren aber auch über Monate hinweg sehr viele Kapazitäten dort gebunden. Die Zusammenarbeit mit RWE verläuft sehr gut und ich gehe davon aus, dass alle Parteien hier gewonnen haben.

#### **Dafür kann man diese Erfahrungen nun für ähnliche Transaktionen nutzen.**

**Husung:** Stimmt. Wir sind derzeit mit anderen Netzthemen, aber auch mit deutscher und türkischer Wasserkraft unterwegs. Dafür können wir auch Konzernvorteile, wie zum Beispiel unsere Investmentbank, nutzen.

#### **Herr Echter, Energieversorger haben technisches Knowhow und interessante Assets, Finanzinvestoren einen großen Anlagebedarf. Können Sie sich vorstellen, mit Energieversorgern zusammenzuarbeiten?**

**Dr. Constantin Echter:** Auf der Infrastructure-Equity-Seite ist eine Zusammenarbeit mit Energieversorgern vorstellbar, nicht jedoch bei Infrastrukturkrediten. Wir haben uns bislang auf der Immobilienfinanzierungsseite engagiert, wo wir mittlerweile wie eine Bank auftreten. Auf der Equity-Seite sammelten wir als bedeutender Immobilieninvestor seit Jahrzehnten Erfahrungen. Wir sind aber keine Infrastrukturkredit-Spezialisten. Wir bauen dieses Knowhow auf der Debt-Seite erst auf und sind noch am Beginn, uns in diese Welt hineinzudenken.

In dieser Asset-Klasse, die eine hohe Komplexität aufweist, haben wir gerade erst zu investieren begonnen.

Darum wollen wir hier, anders als bei Immobilien, nicht die komplette Origination-Structuring-Wertschöpfungskette abbilden. Unser Weg bei Infrastruktur-Debt ist, zwei Banken als Co-Investor zu begleiten. Die Banken kümmern sich um Origination, Vertragsverhandlungen, Pricing, und wir beteiligen uns dann auf der FK-Seite an dem Deal. Aufgrund dieses Ansatzes wird auf der FK-Seite eine direkte Zusammenarbeit mit Energieversorgern nicht möglich sein.

#### **Besteht nicht die Gefahr, dass die Banken nur bei wenig attraktiven Deals Co-Investoren beteiligen?**

**Echter:** Sehr wichtig ist, dass die Bank immer auch selbst einen Teil der Finanzierung in die eigenen Bücher nimmt. Mit den Banken schlossen wir individuelle Vereinbarungen. In den Verträgen ist genau definiert, wie hoch das Bankengagement in welcher Phase sein muss und welche Informationen wohin fließen. Uns ist auch wichtig, dass wir neben den Kreditunterlagen, die jeder Kreditgeber bekommt, zusätzlich noch bankinterne Unterlagen, zum Beispiel zu den internen Rating-Einstufungen, bekommen. Zudem ziehen wir zur inhaltlichen und aufsichtsrechtlichen Prüfung der Kreditverträge auch noch eine Kanzlei hinzu. Schließlich



Dr. Constantin Echter

haben wir keine Banklizenz. Diese ganzen Vereinbarungen im Vorfeld waren auch deshalb viel schwieriger als gedacht, da die Zusammenarbeit mit einem individuellen Investor auch für unsere Bankpartner ein komplett neues Geschäftsfeld war. Anfangs waren die Banken skeptisch und hatten kein Interesse, gute Assets rauszugeben.

### Was hat die Banken bewogen, die BVK als Co-Investor an Bord zu nehmen?

**Echter:** Ein Aspekt ist, dass die Bayerische Versorgungskammer als öffentlich-rechtliche Versorgungsgruppe implizit ein AAA-Rating hat. Das „Kreditrisiko BVK“, dass wir also im Falle einer anstehenden Unterbeteiligung nicht liefern können, kann somit als quasi nicht vorhanden eingeschätzt werden. Auch wird in den Bieterunden als attraktiv angesehen, wenn sich eine staatliche Adresse mit Quasi-Bund-Risiko beteiligen will. Für unsere Banken sind wir im Bieterprozess da ein bisschen ein Zugpferd.



### Interessanter Aspekt. Lässt sich ein internes Bank-Rating auch für die Aufsicht nutzen?

**Echter:** Das geht leider nicht. Aufsichtsrechtlich brauchen wir bei unserer Umsetzung auch kein Rating. Für diese Investments nutzen wir unser Sicav in Luxemburg. Dessen Performance kommt der BVK über einen Genussschein zugute. Wegen der Genussscheinelösung zählen die Loans zur Beteiligungsquote. Darum brauchen wir kein Rating. Für eine Versicherung mag diese Abbildung wegen den Eigenmittelunterlegungsvorschriften von Solvency II nicht ganz passend sein.

Aus Risiko-Rendite-Aspekten handelt es sich natürlich um Debt-Instrumente. Diese müssen dann auch entsprechend modelliert werden. Hier fließt dann auch das interne Bank-Rating mit ein.

### Können Sie sicher sein, dass die Bank die Loans auch tatsächlich noch hält?

**Echter:** Guter Punkt. Zunächst gilt: Pacta sunt servanda. Ein Vertragsbruch hätte also juristische Konsequenzen. Außerdem ist der Markt für Infrastructure Debt relativ klein, so dass die Bank davon ausgehen muss, dass es sich früher oder später auch bei der BVK rumspricht, dass bestimmte Tranchen im Markt rumgereicht werden.

### Wären für Equity-Beteiligungen für die VBM Co-Investments mit Energieversorgern eine Alternative zu Asset Managern?

**Mehlhorn:** Das würde bei uns mit Blick auf den nötigen Prüfungs- und Administrationsaufwand vom Volumen her nicht infrage kommen. Außerdem wollen wir uns nicht direkt an Assets beteiligen, sondern uns über Fonds lieber breiter aufstellen. Damit eine ausreichende Diversifikation besteht, sollte ein Fonds auch in mindestens zehn Assets investiert sein. Direkt in einzelne Deals zu gehen, hätte eventuell den Vorteil, dass die Volatilität geringer wäre. Dies hätte im Umkehrschluss dann aber wieder den Nachteil, dass bei geringeren Ausschlägen auch mit deutlich niedrigeren Renditen zu rechnen ist. Wenn wir uns aber mindestens zehn Jahre binden, streben wir in Richtung zweistellige Renditen. Bei Private Equity sollten es circa 15 Prozent sein, bei Infrastruktur wären für uns auch acht Prozent akzeptabel. Fonds haben auch den Vorteil, dass man gegenüber Gremien auch in Summe berichten kann und nicht über einzelne in Schieflage geratene Deals diskutieren muss. Genehmigungen für Aufstockungen wären dann schwierig.

Schlussendlich muss ein Investment auch immer zum Investor passen. Ich kann nachvollziehen, dass sich andere Gremien mit Direktinvestments in deutsche Netze oder Windparks sehr wohlfühlen.

**Massing:** Ich halte es für sehr gefährlich, wenn ein Investor auf der Equity-Seite nur Kapital, aber kein Knowhow mitbringt. Entweder muss intern Knowhow vorhanden sein, oder man nutzt externe Hilfe. Investoren haben verschieden große Volumina zur Allokation in Infrastruktur zur Verfügung, und damit bieten sich auch unterschiedlich

passende Zugangswege in Infrastruktur an. Speziell für Infrastruktur gilt aber, dass der Markt in seiner Entwicklung noch lange nicht so reif wie Private Equity ist. Gerade in der jetzigen Phase ist es besonders riskant, nur Singlefonds-Transaktionen anzupeilen.

Es ist kein Problem, fünf Millionen direkt in Erneuerbare Energie zu investieren – aber wo bleibt da die Diversifizierung? Eine gewisse Risikodiversifikation erleichtert es, diese Asset-Klasse gremienfähig zu kommunizieren. Daher bietet es sich an, mit Hilfe eines Consultants mehrere Singlefonds zu zeichnen oder Dachfonds-Strukturen zu nutzen. Bei Fund-of-Funds ist man schnell sehr breit in über 20 Singlefonds und 200 Assets investiert. Mit der daraus gewonnenen Erfahrung kann ein Investor in der nächsten Ausbaustufe dann gegebenenfalls selbst Singlefonds auswählen oder Einzeltransaktionen angehen.

**Brodmann:** Bei Infrastruktur handelt es sich in der Regel um sehr kapitalintensive Investments. Es ist also für ein Haus wie das WPV unmöglich, Einzelinvestments zu tätigen, ohne dabei Klumpenrisiken einzugehen. Auch im Falle von großen Investoren, bei denen es aufgrund ihrer AuM durchaus sinnvoll erscheint, direkt zu investieren, möchte ich zu bedenken geben, dass diese Assets aktiv gemanagt werden müssen und durchaus auch schlagzeilenträchtige Risiken haben können. Ein Buy-and-Hold-Ansatz, wie er gerne im Fixed-Income-Buch gepflegt wird, ist meines Erachtens nicht angemessen. Um Direktinvestitionen zu tätigen, braucht es meiner Meinung nach zwingend interne Fachkompetenzen für die jeweiligen spezifischen Infrastruktur-Assets sowie darüber hinaus in den Bereichen Sourcing, Finanzierung, Strukturierung und operatives Asset Management.

**Husung:** Bei Amprion ist für uns wichtig, dass mit der RWE ein sehr erfahrener Eigenkapitalgeber mit 25 Prozent beteiligt ist.

**Mit Blick auf Expertise und Diversifikation sind Fonds natürlich naheliegend. Nicht jedoch mit Blick darauf, dass bei Core-Infrastruktur aus eher überschaubaren Renditen auch noch der Asset Manager entgolten werden muss.**

**Massing:** Über Gebühren wird gerade bei Fund-of-Funds immer gesprochen. Ob die Fees teuer oder günstig sind, entscheidet die Rendite. Wenn die Investments gut laufen, kommen am Ende teure Gebühren günstig – und umgekehrt.

Wie erwähnt haben sich die Konditionen auch bereits zugunsten der Investoren geändert. Zudem fallen zusätzliche Performance-Gebühren auch nur an, wenn der Investor eine bestimmte Rendite erreicht hat.



### Nur sind die Kosten vorab bekannt, die Rendite aber nicht.

**Echter:** Gebühren sind in unserem Haus eine wichtige Thematik, und auf der Fixed-Income-Seite ist der Fee-Aspekt elementar. Den klassischen Weg, Asset Manager zu selektieren, beschreitet die BVK in vielen Asset-Klassen. Weltweit gibt es auch circa 15 Infrastruktur-Debt-Manager. Das Manageruniversum ist also sehr eng. Dadurch können höhere Margen durchgedrückt werden. Die Management Fee beträgt 30 bis 50 Basispunkte bei einem Spread von 200 Basispunkten. Bei etwas mehr Peripherierisiken, die wir aber nicht wollen, sind auch 300 Basispunkte möglich. Wenn die von uns avisierten Risiken mit etwa 200 Basispunkten bezahlt werden und dann 50 Basispunkte Management Fee fällig werden, dann macht es für uns keinen Sinn.

Kleineren Investoren, die Infrastructure Debt wollen, bleibt womöglich nichts anderes als Fonds übrig. Für diese Investoren könnten sich eventuell Mezzanine-Fonds eignen.

**Massing:** Dachfonds-Konzepte eignen sich aufgrund der aktuell niedrigen Spreads für die Debt-Schiene weniger. Bei Infrastruktur-Equity sind die Margen höher.

---

*„Finanzinvestoren und das Asset ‚Amprion‘ zusammenzubringen, war wirklich eine riesige Herausforderung. Das Projekt hatte über zwei Jahre hinweg einige ‚Nahtoderfahrungen‘ gemacht.“*

*Katrin Husung, Commerz Real*

---

**Brodmann:** Wir haben uns dieses Jahr sehr viele Infrastruktur-Equity-Fonds angeschaut. In deren Gebühren spiegelt sich doch oftmals sehr stark die Private-Equity-Welt mit Management Fees von 1,5 Prozent und einer Performance Fee von 20 Prozent bei einer Hürde von acht Prozent wider. Die von den Managern anvisierten Bruttozielrenditen von acht bis 15 Prozent – diese haben wir im Markt beobachtet – hören sich im aktuellen Niedrigrenditeumfeld zunächst hervorragend an.

Bei genauerer Betrachtung, und damit meine ich die Berücksichtigung sämtlicher Gebühren sowie steuerlicher Belastungen, ergeben sich mitunter aber Nettorenditen, bei denen man sich als Investor in Infrastruktur-Equity-Fonds zwingend die Sinnfrage dahingehend stellen muss, ob das eingegangene Risiko überhaupt angemessen entlohnt wird. Wohlgermerkt sind dabei Ausfälle auf Asset-Ebene noch nicht einkalkuliert. Eine Investition in Infrastruktur ist kein „Free Lunch“. Das im Markt verfügbare billige und viele Geld wirkt sich durchaus auch hier auf die Kaufpreise und damit auf die zu erwartenden Renditen aus. Aus meiner Sicht müssen die Anbieter diesen Aspekt in ihren Gebührenstrukturen berücksichtigen und diese weiter überarbeiten.

### Was wäre aus Ihrer Sicht der passendste Zugangsweg?

**Brodmann:** Grundsätzlich sind für ein Haus unserer Größenordnung, aus Gründen der Diversifizierung, Fonds sinnvoll. Teilweise stehen jedoch gerade im Bereich Core-Infrastruktur die Gebühren in keinem Verhältnis zu den angestrebten Bruttozielrenditen, die teilweise im einstelligen Bereich liegen.

**Husung:** Wir haben eine Grundsatzentscheidung getroffen, dass das Gebührenmodell bei Core-Infrastruktur auf Immobilienniveau liegen sollte. Eine solche Entscheidung ist natürlich dank der bereits vorhandenen Kapazitäten einfacher. Wir kommen ja auch aus der Immobilien- und nicht aus der Private-Equity-Ecke.

**Mehlhorn:** Weniger zu zahlen, ist immer schön. Wichtig ist mir aber die erfolgsabhängige Vergütung. Diese fehlt mir in der Asset-Klasse Immobilien meistens.

**Husung:** Eine Performance Fee ist bei uns gegeben. Allerdings nicht auf Private-Equity-Niveau, weil wir keinesfalls in diese Schublade wollen. Bei Infrastruktur streben wir nicht eine üppige Wertsteigerung für den Weiterverkauf



an. Wir wollen das Asset ähnlich wie bei Core Immobilien zehn oder auch 20 Jahre halten. Dies ist möglich, wenn das Asset gut gemanagt wird. Wir haben auch bei Immobilien die Erfahrung gemacht, dass nach zehn Jahren eine Wertsteigerung keinesfalls eine Selbstverständlichkeit ist, auch nicht bei Core-Immobilien. Wertsteigerungen hängen einfach entscheidend vom Zyklus ab.

**Mehlhorn:** Ich bin ein viel größerer Private-Equity- als Immobilien-Fan. Ich liebe es nahezu, dass der Manager sich mit eigenem Geld jahrelang binden muss und ein Bonus frühestens in drei Jahren ansteht. Dies aber auch nur, wenn ich meine acht Prozent habe. Natürlich ist es ganz wichtig, auf die Kosten zu schauen. Für meinen Geschmack wird aber die Private-Equity-Idee gerade zu negativ diskutiert. Es sind ja auch die Private-Equity-Manager, die operativ am Asset arbeiten und einer schlechten Konjunkturerwicklung nicht nur mit Fatalismus begegnen. Anders als bei einem Stromnetz sind die Weiterentwicklungsmöglichkeiten bei unternehmerisch geprägten Assets wie einem Flughafen gegeben. Das Aggressive in der Vorgehensweise, das Private-Equity-Managern gern vorgeworfen wird, ist oft das, was Werte schafft. Lieber ein bisschen mehr gezahlt, wenn am Ende richtig viel Geld rauskommt.

#### **Herr Mehlhorn, Ihre Vorstellungen vom Rendite-Risiko-Profil von Infrastruktur scheinen sich von denen anderer deutscher Investoren zu unterscheiden.**

**Mehlhorn:** Jedes Haus hat eben seine eigenen Vorstellungen. Die Mitglieder der VBM setzen sich aus 2.300 Unternehmen zusammen. Diese unternehmerische Prägung schlägt sich dann eben auch in der Anlagephilosophie nieder. Mit Private Equity haben wir auch sehr gute Erfahrungen gemacht. Über unsere Infrastrukturfonds gehen wir auch in Assets wie Krankenhäuser oder Autobahnen. Hier wollen wir aber statt einem subventionsgetriebenen lieber einen unternehmerisch geprägten Ansatz sehen. Spannend an Infrastruktur ist, dass es der eine als Fixed-Income-Ersatz sieht und wir eher Parallelen zu Private Equity sehen. Das Risiko von Infrastruktur wird aus meiner Sicht aber manchmal unterschätzt. Infrastruktur ist näher an Private Equity als an Staatsanleihen.

**Echter:** Teilweise ist ein Staatsanleihencharakter nach Fertigstellung der Baumaßnahme schon gegeben. Nehmen Sie ein Verfügbarkeitsmodell, bei dem der Konzessionsgeber eine staatliche Adresse ist. Quasi hat man dann eine besicherte Staatsanleihe. Vor Fertigstellung ist das Risiko natürlich deutlich höher.

#### **Zu einem unternehmerischen Ansatz gehört ja auch die Incentivierung. Besteht denn ein Zielkonflikt, wenn sich Infrastrukturanbieter sowohl NAV-Steigerungen als auch laufende Ausschüttungen honorieren lassen?**

**Husung:** Beide Ziele können parallel verfolgt werden. Zudem geben die Investoren normalerweise eine klare Guidance, ob Ausschüttungen oder Wertsteigerungen Priorität genießen.

**Hoyer:** Die Mehrheit der deutschen Investoren investiert in Infrastruktur wegen der Cash Yield. Insofern sind Fees auf die Ausschüttungen konsequent. Es nützt aber nichts, wenn man sich nicht mehr um den Asset-Wert kümmert. Darum müssen für beide Ziele Anreize gegeben sein. In der Praxis ist es aber noch nicht durchgängig so, dass Erfolgsbeteiligungen nur dann fällig werden, wenn ein gewisses Maß an Cash-Ausschüttungen erfolgt ist. Im Vergleich zu vor fünf Jahren hat sich die Branche aber deutlich weiterentwickelt.

#### **Sind die Fondsgebühren ein Einfallstor für Consultants, um die Investoren bei Direktinvestments quasi als managender Berater zu begleiten, Herr Hoyer?**

**Hoyer:** Definitiv nicht. Der klassische Consultant kann bei der Auswahl von Fonds und deren Monitoring hilfreich sein. Er kann sich aber nicht anmaßen, ein Asset wie Amprion zu managen. Die nötige Industrieexpertise erwarten wir ja von den Asset Managern. Asset Management ist aus meiner Sicht bei Infrastruktur eminent wichtig.

**Husung:** Bei wirklich regulierten Investments fällt der Managementbeitrag geringer aus. Mit einem solchen Asset ist es auch nicht möglich, die Rendite von acht auf zehn Prozent zu steigern. Also sind auch die Incentivierungsmöglichkeiten geringer. Gleichwohl muss die sehr spezielle Expertise für Regulierungsthemen vorhanden sein, um ein professionelles Controlling zu gewährleisten und Fehler erkennen zu können. Amprion ist natürlich durch seine hoch professionellen Geschäftsführer und dem Team aus leitenden Angestellten eigentlich meist sein eigener Asset Manager. Bei einem Shoppingcenter ist dagegen eine völlig andere Situation gegeben.

#### **Sollte ein Investor innerhalb seiner Infrastrukturquote eine genaue Suballokation planen, oder ist eine opportunistische Herangehensweise zielführender?**

**Hoyer:** Eine genaue Zielallokation für Subsegmente lässt sich in der Praxis schwer umsetzen. In den vergangenen zehn Jahren hatten die verschiedenen Sektoren ihre eigenen Wellen. Anfang der 2000er Jahre kamen viele Flughafen-Assets und soziale Infrastruktur an den Markt, dann kam die politisch gesteuerte Renewables-Welle und nun die Strom- und Gasnetze. Ein guter Ratschlag ist, sich für eine Sektordiversifikation Zeit zu nehmen.

**Massing:** Am Ende des Tages orientiert sich ein Portfolio an dem großen Bild, dass weltweit etwa 45 Prozent der Infrastruktur-Assets zum Energiebereich zählen, 30 Prozent dem Segment Transport und Verkehr entstammen, soziale Infrastruktur auf etwa 15 Prozent kommt und zehn Prozent zur Telekommunikation zählen.

#### **Sollte man auch im Debt-Bereich nicht zu dogmatisch vorgehen?**

**Echter:** Richtig. Am Anfang ist eine ausreichende Diversifikation nicht darstellbar. Im Laufe der Zeit wollen wir aber eine Streuung über die verschiedenen Subgruppen, Regionen und Risiken erreichen. Wobei wir momentan Mengen- und Preisrisiken so weit wie möglich nicht wollen. Das Verfügbarkeitsmodell ist uns lieber.

#### **Ist es gerade bei Debt wichtig, auf die Verfügbarkeit und nicht auf den Nutzungsgrad abzielen?**

**Echter:** Letztlich geht es einem Credit-Investor sehr stark um die Cashflow-Stabilität. Je mehr Mengen- und Preisrisiken bestehen, desto mehr Variablen bestehen für den Cashflow. Als Bayerische Versorgungskammer gehen wir generell, insbesondere aber auch bei neuen Asset-Klassen, Investments konservativ an. Gerade

*Katrin Husung*



bei ausländischen Mautstraßen lagen Modelle, die auf Mengenrisiken basieren, unter den Erwartungen. Grund waren Konjunkturinbrüche und Ausweichstrecken. Prinzipiell ist auch Onshore-Wind für uns ein Thema, aber auch hier liegen de facto Mengenrisiken je nach Windaufkommen vor.

**Brodmann:** 2008 hat sich gezeigt, dass insbesondere die konjunkturabhängigen Assets von der Krise betroffen waren. Diese waren häufig zu teuer eingekauft und mit zu viel Leverage belastet. Bei den von uns selektierten Produkten legen wir viel Wert darauf, dass die Manager einen Bogen um konjunkturabhängige Infrastruktur-Assets machen, deren Einnahmeseite nicht eindeutig zu prognostizieren ist.

**Ein interessanter Verkehrsinfrastruktur-Deal war die Konzessionsvergabe für den Betrieb der A8 zwischen München und Augsburg. Zum Zug kamen aber keine deutschen Investoren, sondern der holländische Pensionsfonds-Dienstleister PGGM.**

**Hoyer:** Diese Transaktion ist eine Kombination von Verfügbarkeit und Menge. Dass PGGM zum Zug kam, mag daran liegen, dass PGGM ein großer Direktinvestor mit eigenem Team ist. Allerdings investiert PGGM gemeinsam mit dem französischen Fonds OFI Infra-Via, den wiederum einige deutsche Investoren gezeichnet haben.

**Echter:** Höchstwahrscheinlich werden bald einige Autobahnprojekte von öffentlicher Seite als reine Verfügbarkeitsmodelle angeboten. Als Bayerische Versorgungskammer haben wir großes Interesse, hier in Deutschland und insbesondere in Bayern als Debt-Geber aktiv zu werden.

**Um sich an solchen und anderen Infrastruktur-Assets zu beteiligen, muss man sich meist in Bieterverfahren durchsetzen. Das heißt, dass man viel Zeit und Grips oft abteilungsübergreifend in die Prüfung stecken muss – und am Ende kommt ein wenig renditesensitiver strategischer Investor zum Zug.**

**Husung:** Es gab mit Sicherheit viele Bieterverfahren, wo strategische Käufer die Renditen drücken. Gerade bei Solar- und Windparks wird die Preisfindung extrem durch Stadtwerke geprägt. Bei nur noch vier Prozent Rendite sind Finanzinvestoren gezwungen, aus dem Bieterprozess auszusteigen.

**Hoyer:** Ein deutscher Hintergrund ist aber ein Vorteil. Vor allem muss man überhaupt zu einem Bieterverfahren zugelassen werden. Es braucht eine gewisse Bonität, aber auch die Qualifikation für ein bestimmtes Asset. Das ist ein Unterschied zu anderen Asset-Klassen. Am Ende ist der Preis natürlich ein entscheidendes Kriterium.

Robert Massing



### Ist es einfacher, sich auf der Debt-Seite über Projektbonds zu beteiligen?

**Echter:** Es gibt nur sehr wenige Projektbonds. Projektbonds haben für den Sponsor den Nachteil, dass die Emission sehr von der Marktsituation abhängt und offen ist, bei welchen Anlegern der Bond am Ende landet. Zudem fallen Emissions- und Rating-Kosten sowie Publizitätspflichten an. Ferner wird die Konsensfindung bei Projektschwierigkeiten (zum Beispiel Verletzung von Gläubigerschutzklauseln) unter den vielen Bondholdern aufwändiger als bei einem Banken-Club mit drei bis vier Banken. Infrastruktur bleibt ein Bankenmarkt, und deshalb möchten wir möglichst nah an den Banktranchen sein, um mehr Investitionsmöglichkeiten zu haben. Wir sehen Loans auch deshalb als attraktiver an, weil wir die Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie vereinnahmen wollen.

**Brodmann:** Welche Größenordnung, wenn ich fragen darf, haben denn diese Prämien?

**Echter:** Das ist schwer zu quantifizieren. Aus Bonitätssicht bietet sich ein Vergleich mit langlaufenden BBB-Corporates an. Die haben zurzeit einen Spread von 125 Basispunkten. Bei Infrastrukturprojekten liegt der Spread bei etwa 200 Basispunkten. Also kann man die Prämien mit etwa 75 Basispunkten veranschlagen.

### Würden Sie sich regulatorische Änderungen für die Fremdkapitalseite wünschen?

**Echter:** Anders als zum Beispiel in Holland dürfen wir beispielsweise in Deutschland nicht direkter Kreditgeber sein. Regulatorische Erleichterungen auf der Finanzierungsseite wären wünschenswert. Auch deshalb, weil es ja explizites Ziel der Regierungen ist, dass institutionelle Investoren Infrastrukturprojekte auch auf der Fremdkapitalseite finanzieren.



---

*„Höchstwahrscheinlich werden bald einige Autobahnprojekte von öffentlicher Seite als reine Verfügbarkeitsmodelle angeboten. Als BVK haben wir großes Interesse, als Debt-Geber aktiv zu werden.“*

*Dr. Constantin Echter, Bayerische Versorgungskammer*

---

### Sind heute noch Erneuerbare Energien attraktiv?

**Massing:** Es gibt Regionen in Europa, zum Beispiel im Norden, wo man bereits mit Wind- und Wasserkraft sehr nah am Marktpreis produzieren kann. Auch bei Hydropower in Spanien liegen die Produktionskosten unter dem Marktpreis. Es ist attraktiv, auf Umlageverfahren so weit wie bereits technisch möglich verzichten zu können. Offshore-Wind ist aus meiner Sicht keine Alternative.

**Hoyer:** Ein weiterer Zugang bietet der Sekundärmarkt. Es gibt eine Reihe von Investoren, Fonds und Unternehmen, die ihre Projekte verkaufen müssen. Solche Assets mit alten EEG-Konditionen sind im Moment günstig über den Sekundärmarkt zu bekommen. Neugeschäft ist dagegen eher schwierig.

**Husung:** Projekte unter dem alten EEG sind eine feine Sache. Künftig wird sich das EEG aber ändern. Für deutsche Offshore-Parks sehe ich da eine echte Gefahr.

**Mehlhorn:** Oder Offshore steht in zehn Jahren prächtig da. Wir sollten erst einmal die neue Regulierung abwarten. Offshore durchläuft eine extrem teure Lernkurve und hat hohe Gestehungskosten. Damit es weitergeht, müssen staatlicherseits Risiken übernommen werden und die Leitungen gelegt werden. Dann kann sich Offshore etablieren. Stand heute würde ich aber nie im Leben investieren.

**Husung:** Ich bin auch aus einem anderen Punkt skeptisch: Wenn tatsächlich in Nord- und Ostsee alles gebaut wird, was projiziert wurde, dann wird zu Windzeiten ein Übermaß an Strom erzeugt. Bei freien Preisen wird es dann unmöglich sein, gute Renditen zu erzielen.

### Dann hätte auch die unter neuem EEG laufende Onshore-Energie ein großes Problem. Was ist derzeit das interessanteste Segment innerhalb von Infrastruktur?

**Hoyer:** In den Deal-Pipelines der Fonds findet sich viel Energieversorgung. Die Krux ist aber, dass es sich um wenige, sehr große Projekte handelt.

**Mehlhorn:** Man muss schauen, wo sich in Märkten, die eine hohe Rechtssicherheit bieten, Opportunitäten auf-tun. Die USA investiert derzeit viel in seine Energieunabhängigkeit. Fracking ist ein sehr kapitalintensives Thema und risikoreicher als zum Beispiel ein Netz, so dass Private-Equity-ähnliche Renditen möglich erscheinen. Sehr wichtig ist aber die Strukturierung wegen der steuerlichen Aspekte. Allgemein gilt, dass die regional unterschiedliche Regulierung und Besteuerung Infrastruktur komplexer als Private Equity macht. Andererseits ist In-frastruktur einfacher zu modellieren, da bei gewissen Assets mit stabileren Annahmen gearbeitet werden kann.

**Massing:** Wir halten nach wie vor Energie und Versorgung für interessant. Über allem steht aber die Portfolio-diversifizierung. Man sollte, gerade bei diesem Subsegment, sich zumindest europaweit umschauchen.

**Brodmann:** Momentan liegt unser Fokus mehr auf Nordamerika. Dies liegt an unserer Marktmeinung und der Verfügbarkeit von geeigneten Managern. Manager, die wir in Europa für interessant erachtet haben, haben ihre Fonds leider vor unserer Nase geschlossen. In Nordamerika ist besonders das Thema „Energie“ ein sehr interes-santer, vielseitiger Markt für die kommenden Jahre. Die USA wollen sich bis zum Jahr 2025 von einem Energie-importeur zu einem Energieexporteur entwickeln. Hieraus ergeben sich spannende Opportunitäten.

### Ist derzeit nicht Energieerzeugung und Verkehrsinfrastruktur in den Emerging Markets das interessanteste Segment?

**Mehlhorn:** Investments in den Schwellenländern funktionieren dann, wenn man als Investor das Druckmittel hat, sein Geld nehmen und gehen zu können. Darum scheu ich mich, mich dort langfristig zu binden.

**Hoyer:** Das sind die klassischen Risiken, die man mit Schwellenländern verbindet. Aber auch in Europa ist man vor solchen Risiken nicht gefeit. Denken Sie an Spanien oder an die Probleme in Italien, Rechtsansprüche durchzusetzen. Aber auch in Deutschland wurde aus der konservativen Ecke eine Diskussion angestoßen, ob man nicht rückwirkend Einspeisetarife ändert. In Norwegen hat der Regulator die Vergütung für ein komplett reguliertes Asset zurückgenommen. Solche Risiken werden in den Emerging Markets zumindest eingepreist.

### Wie sehen Sie Zinsrisiken?

**Husung:** Im regulierten Geschäft in Deutschland wären steigende Zinsen relativ unproblematisch, da die Zins-kosten weitergegeben werden. Bei nichtregulierten Assets können steigende Zinsen ein Problem werden.

**Brodmann:** Aktuell ist das Finanzierungsumfeld sehr positiv, insbesondere für Assets, bei denen eine Refinan-zierung ansteht. Durch dieses sogenannte Financial Engineering können die Manager relativ einfach einen Mehr-wert generieren. Bei steigenden Zinsen kann es aber bei variablen Verzinsungen sehr schmerzhaft werden.

**Echter:** Tendenziell setzen die Banken durch, dass für die Planungssicherheit Kredittranchen mit variablem Zins zum Großteil in fixe Strukturen gewappt werden. Wir fokussieren uns auf Tranchen mit Festzinssatz, wobei opportunistisch auch Banktranchen (mit variablem Zins) beigemischt werden.

### Warum gibt es für Infrastruktur keine eigene aufsichtsrechtliche Quote?

**Husung:** Wegen der großen Bandbreite von Infrastruktur ist es sehr schwer, eine einheitliche Quote zu finden. Außerdem ist Solvency II ein europäisches Projekt. Bei der Anlageverordnung tut sich aber etwas.

**Mehlhorn:** Die Peripherieländer haben kein Interesse, etwas an den Infrastrukturquoten zu ändern. Sie wollen natürlich, dass die großen Versicherer ihre Staatsanleihen kaufen und nicht in deutsche Infrastruktur investieren. In Brüssel ist es ein absolutes Tabu, auch nur über die Null-Prozent-Hinterlegung für Staatsanleihen zu reden.

### Besten Dank für eine der Asset-Klasse entsprechende sehr vielseitige Diskussion!



*Im Bild von links nach rechts:*

*Katrin Husung, Commerz Real*

*Robert Massing, Solutio*

*Thomas Mehlhorn, Verband der Bayerischen Metall- und Elektro-Industrie*

*Dajana Brodmann, WPV*

*Götz Hoyer, FHP Private Equity Consultants*

*Dr. Constantin Echter, Bayerische Versorgungskammer*

*Patrick Eisele, portfolio Verlagsgesellschaft*