



Von Patrick Eisele

„Wir investieren aus Überzeugung in Infrastruktur – aber nicht freiwillig“, so fasste Lutz Horstick von der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe auf dem Infrastruktur-Summit von portfolio institutionell Anfang Juli in Düsseldorf das Kalkül wohl aller regulierten Investoren treffend zusammen. „Aus Überzeugung“, weil das Rendite-Risiko-Profil und die stetigen Ausschüttungen dieser Asset-Klasse gerade in einem Niedrigzinsumfeld ideal zu VAG-Investoren passen; „nicht freiwillig“ weil regulatorischer sowie Due-Diligence-Aufwand enorm sind. Außerdem könnte sich die Illiquiditätsprämie auch einmal als nachteilig erweisen, wenn die Zinsen wieder steigen. „Viele Investoren, auch wir, würden sicherlich lieber deutsche Staatsanleihen mit einer Rendite von fünf Prozent kaufen.“

Die Umsetzung von Infrastruktur ist nicht nur aus regulatorischer, investimentrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht eine Herausforderung, sondern auch die Anlageklasse selbst erfordert ein hohes Maß an Know-how. Die Öffentliche Versicherung Braunschweig hat in den vergangenen Monaten die strategische Asset Allocation um Infrastruktur-Equity ergänzt und einen umfangreichen Prüfprozess umgesetzt. Der vollständige Prozess wurde ausgehend von der Produktidee über umfangreiche New-Products-New-Markets (NPNM)-Prüfungen bis hin zur beraterunterstützten Manager- beziehungsweise Produktauswahl inklusive der abschließenden Legal- und Tax-Opinion durchgeführt. Erste Informationen wurden in einem Strategieworkshop diskutiert. „Wir beobachten über Gespräche mit Marktpartnern, Fachzeitschriften und Veranstaltungen wie dieser hier Trends, Produktinnovationen und deren Umsetzungsmöglichkeiten“, erklärte Jörg Steffens von der Öffentlichen Versicherung Braunschweig. Wichtig bei den ersten Auswertungen waren Fragen bezüglich der Abgrenzung zu Real Estate und Private Equity sowie ob Equity oder Debt, ob Brownfield oder Greenfield passender für die Öffentliche sind. „Aufgrund der verfügbaren Risikotragfähigkeiten und der grünen Ampeln in der mehrdimensionalen, risikoadjustierten Portfoliosteuerung sowie aufgrund der Ertragserwartungen kamen wir überein, dass Infrastruktur als ‚Risky Asset‘ das Rendite-Risiko-Portfeuille ergänzen soll und kein Substitut für die Rentendirektanlage ist“, so Steffens. Somit konzentrierte sich das weitere Vorgehen auf Unlisted-Infrastruktur-Equity und die Eingliederung in die jeweiligen Masterfondskonstruktionen.

Durch neue Produkte und neue Märkte kann die Komplexität im Portfeuille deutlich steigen. Daher wurden umfangreiche Analysen durch Front-, Middle- und Backoffice vorgenommen, zum Beispiel Integration in den Risikosteuerungs- und Messansatz, Auswirkungen auf die Rendite. Last but not least musste man auch darauf achten, dass eine „Übereinstimmung mit den aufsichtsrechtlichen, gesetzlichen und internen Rahmenbedingungen gegeben ist“, so Steffens. Er betont als Beispiel die „Sicherungsvermögensfähigkeit“. Eine besondere Herausforderung war die Risikomessung. „Mehrere umfangreiche Performance- und Risikostudien bescheinigen Unlisted-Infrastruktur zwar gerade auch in Down-Phasen sehr attraktive



*Hochkarätige Besucher und gute Gespräche: So lauten die Eckpunkte der portfolio institutionell Summits.*



*Lutz Horstick, ÄVWL, gab einen Überblick über das Infrastrukturportfolio seines Versorgungswerks.*



*Dr. Sofia Harrschar, Universal-Investment, referierte über zentrale Aspekte wie Liquidität, Komplexität und Kontrollmöglichkeiten.*

Diversifikationseigenschaften. Mangels Länge und mangels fehlender Kurs- oder Performance-Indizes fehlt es diesen Daten aber an Verlässlichkeit.“ Darum entschied man sich mit dem MSCI Infrastructure Sector Capped Index für einen Index auf gelistete Infrastruktur – wohl wissend, dass dabei die Ergebnisvolatilitäten überschätzt und die positiven Diversifikationseigenschaften unterschätzt werden. „Das gemessene diversifizierte Infrastrukturrisiko wird mit diesem Ansatz konservativ abgebildet“, so Steffens.

Abschließend waren für die Produktauswahl die bilanziellen, investmentrechtlichen und investmentsteuerrechtlichen Themen individuell zu prüfen. Eine weitere Klippe, zu deren Umschiffung die Versicherung mehrere Monate benötigte, war dann noch die Legal- und Tax-Opinion. Als knifflig erwies sich insbesondere die steuerliche Behandlung nach dem AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz. Hier sorgte letztlich das im April 2014 veröffentlichte BMF-Rundschreiben für Klarheit. „Mit Unterstützung eines Beraters zeichnete die Öffentliche dann im vergangenen Quartal einen Primary- und einen Secondary-Fonds mit einer zu uns passenden Anlegerstruktur“, erklärt Steffens. Die Infrastrukturquote liegt nun bei zwei bis drei Prozent.

Mit der Frage „Equity oder Debt?“ setzte sich auch Dr. Sofia Harrschar, Abteilungsleiterin Product Solutions bei der Service-KVG Universal-Investment, auseinander. Hierzu präsentierte Harrschar unter anderem die interessante Statistik, dass bei den Infrastrukturanlagen institutioneller Investoren in der OECD 2013 das Equity-Segment mit 64 Milliarden Dollar achtmal größer als das Fremdkapitalvolumen von Infrastruktur war – obwohl auf dem gesamten Kapitalmarkt das Volumen von Anleihen um ein Vielfaches größer als das von Aktien ausfällt. Innerhalb dieser beiden Segmente liegen dann große Unterschiede in puncto Liquidität, Komplexität, Kontrollmöglichkeiten und Risiken. „Je näher man bei Equity am Asset ist, desto höher die Komplexität und desto niedriger die Liquidität“, so Harrschar. Für die Equity-oder-Debt-Frage sind für sie die folgenden Faktoren kritisch: Erfahrung, Risikotragfähigkeit, Regulierung und Größe des Anlegers. Grundsätzlich ist aber auch der Zeithorizont nicht zu vernachlässigen. Harrschar erklärt: „Entscheidend ist, ob der Investor vom Vorstand bis zum Portfoliomanager bereit ist, auch schwierige Zeiten durchzustehen. Schließlich ist der Charakter von Infrastruktur langfristiger angelegt als eine Berufskarriere.“ Eine Einsicht, die für die Karriere, auch wegen deren kurzfristigeren Laufzeit, hilfreich ist: „Man kann Dienstleister für deren Erfahrung bezahlen. Oder man bezahlt selbst mit der eigenen Erfahrung“, so Harrschar.

Mit der Make-or-Buy-Entscheidung setzte sich auch Robert Massing von Solutio in einem Exkurs auseinander. „Den Kosten für die strategische und administrative Leistung beispielsweise eines Dachfonds sind alternativ der interne Aufwand für zum Beispiel Sourcing, Due Diligence, Reisekosten oder Verwaltung sowie Drittkosten wie Rechts- und Steuerberatungskosten gegenüberzustellen“, erklärte Massing. „Hinzu kommen noch implizite Kosten.“ Massings Hauptthema war jedoch mehr portfoliotheoretischer Natur. Wie Studien



*Wer es ernst meint mit den Potenzialen der Asset-Klasse Infrastruktur, muss sich mit einem Team ganz und gar darauf einlassen. Im Bild: Robert Massing, Solutio.*



*Kapitalanlagen-Abteilungsleiter Jörg Steffens referierte über die Einführung von Infrastruktur-Equity bei den Öffentlichen Versicherungen Braunschweig.*



ergeben, weist Infrastruktur mit Ausnahme von Cash eine deutlich stabilere Wertentwicklung als andere Asset-Klassen auf. Hierzu präsentierte Massing Statistiken, wonach die Aufnahme von europäischer Infrastruktur in ein Modellportfolio mit steigender Zielrendite zu einer deutlichen Reduktion des Portfoliorisikos führt. Allerdings ist das Gesamtrisiko nicht immer zwingend zugunsten des Investors verteilt. „Anders als bei Private Equity ist das Upside durch die Regulierung begrenzt. Regulatorische, finanzielle und operationelle Risiken können, wenn sie nicht aktiv von einem erfahrenen Manager überwacht werden, auch ein erhebliches Downside-Risiko darstellen“, referierte Massing. Demnach können einzelne fehlgeschlagene Infrastrukturprojekte die Performance eines ganzen Fonds nachhaltig beeinträchtigen. Die Diversifikation ist folglich auch ein Aspekt, der für eine Buy-Entscheidung spricht.

Einen Kontrapunkt zur Diversifikation setzte Georg Persigehl vom Windenergie-Spezialisten Reencon mit einer Präsentation zum kosteneffizienten Bau und Betrieb von Onshore-Windparks. Die Ausgangsthese von Persigehl, zuvor Head of Asset Strategy bei Eon Climate & Renewables: Ein Asset Manager streicht bei einem schlüsselfertigen oder sich bereits im Betrieb befindlichen Windpark einen IRR von sieben bis acht Prozent ein, von dem beim Finanzinvestor nur fünf bis sechs Prozent ankommen. „Geht der Investor aber direkt in den Windpark, kommt er abzüglich der Kosten von zusätzlichen internen Ressourcen auf einen IRR von 6,5 bis 7,5 Prozent“, so Persigehl. Im Betrieb fällt dann die kaufmännische und technische Betriebsführung an. Marktpreise hierfür seien 2,5 beziehungsweise 1,5 Prozent vom Ertrag. „Es gibt aber zahlreiche Ansatzpunkte, die Betriebskosten und die Erträge der Anlagen zu senken. Vor allem für größere Parks sind deutlich geringere Betriebsführungsentgelte möglich“, erläutert Persigehl und nennt Werte von unter zwei beziehungsweise von unter einem Prozent.

Die zwischen Dachfonds und Directs goldene Mitte: bayerische Windparks mit Lacuna. In Bayern, insbesondere im strukturschwachen, aber windstarken Oberfranken sieht Ottmar Heinen noch interessante Möglichkeiten für Windparks. Dagegen sprechen weder die EEG-Reform noch Horst Seehofer. „Aus unserer Sicht sind keine radikalen Einschnitte für unsere Windenergieprojekte erkennbar. Die Realisierung weiterer Projekte 2015/2016 scheint wirtschaftlich machbar.“ Insgesamt bleibt das EEG trotz der Reform eine große Unterstützung. „Das Investitionsrisiko ist durch das EEG abgeräumt“, sagte Heinen. Unklarer ist dagegen noch die 10H-Regelung. Das „H“ steht nicht für „Horst“, sondern für eine Abstandsregelung, nach der der Abstand eines Windrads zur Wohnbebauung das Zehnfache der Höhe dieses Windrads betragen soll. „Dann sind Windräder praktisch nur noch im bayerischen Staatsforst möglich“, monierte Heinen. Daraus könnte man Verschwörungstheorien stricken. Aber: „Im Einzelfall kann auch ein geringerer Abstand genehmigt werden.“ Dies ist nicht unrealistisch, da durch die Windparks für die Bevölkerung Verdienstmöglichkeiten entstehen. „Wir haben viele Stiftungen als Investoren. Denen ist es wichtig, dass wir dort auch Arbeitsplätze



*Fachvorträge und Diskussionsrunden sind fester Bestandteil der portfolio institutionell Summits.*



*Ottmar Heinen von der Lacuna AG analysierte die Ertragschancen von bayerischen Windparks.*

schaffen.“ Gefallen findet aber sicher auch, dass Heinen für ein Private Placement einen IRR von etwa 6,8 Prozent in Aussicht stellt. Diese Rendite sei auch deshalb möglich, weil die Kosten für die kaufmännische Betriebsführung laut Heinen unter dem von Persigehl genannten üblichen Marktpreis liegen.

Apropos „Markt“: „Es heißt oft, dass man bei Infrastruktur das Marktrisiko gegen ein regulatorisches Risiko ‚tauscht‘. Entscheidend ist in der Praxis aber tatsächlich meistens das Nachfragerisiko“, so Berater Götz Hoyer in seiner Präsentation, in der er Performance-Daten von über 140 Infrastrukturinvestments von zwölf internationalen Infrastrukturmanagern mit einem Investitionsfokus auf Europa auswertete. Gemäß diesen Daten lag die Ursache für das Verfehlen von Renditezielen zu 54 Prozent am „Demand Risk“. Das „Regulation Risk“ liegt mit Platz zwei aber auch weit vorne. Gegen Nachfragerisiken empfiehlt Hoyer eine konsequente Definition der Anlagekriterien und eine disziplinierte Investmentauswahl, gegen regulatorische Risiken eine Diversifizierung über verschiedene regulatorische Systeme. „Eine breite Diversifizierung über Regionen und Sektoren war insbesondere für diejenigen Investoren möglich, die über einen langen Zeitraum kontinuierlich investiert haben“, ergänzt Hoyer.

Die Renditen der analysierten Infrastrukturinvestments korrespondieren insgesamt mit den Renditezielen der Fonds. Der IRR-Median aller Einzeltransaktionen zwischen 2002 und 2012 lag bei 13,9 Prozent. Etwas verzerrt wird das Ergebnis aber dadurch, dass in das Top-Quartile einige erfolgreiche Investments mit Private-Equity-Charakter eingingen. „Wenn viel Geld in den Markt strömt, besteht die Gefahr, dass Private-Equity-nahe Investments abgeschlossen werden“, warnt Hoyer. Prinzipiell bestehe momentan aber keine Überhitzungsgefahr aufgrund eines Kapitalüberhangs. „In Europa wurde beziehungsweise wird derzeit eine ganze Generation von Fonds geschlossen. Dabei entspricht das aufgenommene Kapital dem investierten Kapital der vergangenen fünf Jahre – also der typischen Investitionsperiode eines Fonds.“ Man müsse diesen Aspekt aber im Auge behalten. Akuter seien Finanzierungsrisiken, die in einem anderen Zinsumfeld auftreten könnten. Die aus Sicht von Hoyer weiteren Einflussgrößen: „Ein Trend ist das Interesse an Mid Markets. Dort sind noch höhere Renditen möglich, es bestehen aber auch andere Risiken. Ein weiterer Trend ist, dass Fonds auf Ausschüttungen abstellen, was wiederum auf den IRR drücken kann.“ Eine interessante Statistik aus deutscher Sicht ist zudem, dass nur sechs Prozent aller analysierten Beteiligungen auf Deutschland entfallen, die Quote auf Basis des investierten Kapitals aber immerhin 14 Prozent beträgt. „Deutschland weist aufgrund einiger weniger großer Investments vergleichsweise hohe Investitionen auf“, so Hoyer. Aus diesen Daten geht auch hervor, dass Kontinentaleuropa seit 2008 gegenüber Großbritannien als Investitionsstandort aufholt.

Wie gut Infrastruktur grundsätzlich zu einem institutionellen Investor passt, zeigt sich zuletzt am Beispiel der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe. Schließlich ist die ÄVWL ein sehr langfristiger



*Wer sich für Infrastrukturanlagen interessiert, darf nicht nur über Cashflowplanungen sinieren, sondern muss auch Technologien und Innovationen im Blick behalten.*



*Mittendrin statt nur dabei: Dr. Heinz Kasten, Principal im Bereich Investment Consulting bei Mercer.*



*Herausragender Referent mit großem Erfahrungsschatz: Götz Hoyer aus dem Hause FHP.*

Investor, der laufende, stabile und reale Cashflows benötigt, den Rechnungszins von vier Prozent übertreffen und Illiquiditätsprämien vereinnahmen möchte. „Anders als etwa Versicherungsunternehmen haben wir kein Stornorisiko, verfügen also über einen langfristigen Planungshorizont“, ergänzt Lutz Horstick, Leiter Kapitalanlage, Wertpapiere und Darlehen bei der ÄVWL. Aber auch für ein Ärzteversorgswerk sind Infrastrukturinvestments nicht in jeder Hinsicht perfekt. So gibt es Segmente innerhalb der sozialen Infrastruktur, die aus Reputationsgründen für eine Direktanlage eher nicht infrage kommen, so zum Beispiel Justizvollzugsanstalten.

Im Transportsektor ist die ÄVWL bereits seit 2007 per Darlehensersatzgeschäft aktiv, es folgten Investments in Kavernen, Übertragungsnetze und Rechenzentren. Die Infrastrukturquote liegt derzeit bei vergleichsweise hohen elf Prozent beziehungsweise 1,1 Milliarden Euro, die über die Anlageklassen Alternatives, Darlehen und vor allem Renten abgedeckt werden. Die Zielquote liegt bei 15 Prozent. Etwa drei Viertel des Infrastruktur-Exposures ist als Fremdkapital strukturiert. „Aufgrund der Situation bei den Banken können wir unsere Margen durchsetzen“, sagte Horstick. Die mit der Vergabe von Senior Debt gewachsene Erfahrung will die ÄVWL nun auch sukzessive für Junior Debt nutzen. Ansonsten wählt man Verbriefungs- oder LP-Strukturen. Die ÄVWL finanziert seit 2007 hypothekarisch besicherte Schiffe und seit 2012 Flugzeuge. Dabei handelt es sich um besicherte, sich amortisierende Finanzierungsstrukturen, bei denen laufende Tilgungsleistungen erbracht werden. Hierfür bestehen strategische Partnerschaften mit Banken, die selbst im Finanzierungsrisiko bleiben. Für solche Debt-Transaktionen spricht auch die inzwischen weniger attraktive Situation bei Corporate Bonds. Horstick: „Wegen der Komplexität und der Illiquidität liegt die Prämie einer Flugzeugfinanzierung über der einer unbesicherten Anleihe der Lufthansa.“

Administriert werden die Transportmittelkredite unter anderem in einem Teilgesellschaftsvermögen (TGV). Aufgrund der Einbringung des TGV in eine Verbriefungsgesellschaft fällt das Investment zum Missfallen von Horstick unter die ABS-Quote. Über Namensschuldverschreibungen einer eigens geschaffenen Verbriefungsgesellschaft beteiligen sich auch weitere Versorgungswerke an Infrastrukturinvestitionen. „Mit Blick auf die Ressourcen ist es für Versorgungswerke wichtig, immer wieder auch gemeinsam zu investieren“, so Horstick.

Ressourcen sind aber auch für das Investment in den Übertragungsnetzbetreiber Amprion ein wichtiger Aspekt. Vergleichbar mit den Investments bei Schiffen und Flugzeugen, bei denen darauf geachtet wird, dass die Banken mit im Risiko bleiben, ist von Bedeutung, dass RWE bei Amprion – Stichwort „Fachinvestorkonzept“ – als Anteilseigner dabei bleibt und so ein Alignment of Interest besteht. „Wir erwarten einen weiteren Netzausbau, so dass unsere Beteiligung an Bedeutung gewinnt“, erklärt Horstick. Ein weiteres, mittelfristiges Zukunftsfeld der ÄVWL-Infrastrukturinvestments: Greenfields – auch wieder aus Überzeugung, aber nicht freiwillig.



*Gern gesehener Gast und begehrter Gesprächspartner: Dirk Brockhaus, Senior Asset Manager in der Abteilung Pension Asset Management bei Evonik Industries.*



*Die Ursache für das Verfehlen von Renditezielen liegt häufig am Nachfragerisiko, weiß Götz Hoyer.*



*Reencon-Berater Georg Persigehl referierte über den effizienten Bau und Betrieb von Onshore-Windparks.*