

**Investieren in Infrastruktur**

# Herausfordernd, aber reich an Chancen

In der anhaltenden Niedrigzinsphase sind alternative Assetklassen bei Anlegern besonders gefragt. Mit zuverlässigen Cashflows und geringer Korrelation mit klassischen Anlageklassen können Infrastrukturinvestments ein interessanter Baustein für das Portfolio sein.



Foto: © PUA-Graphic13/www.fotolia.com

Um Flughäfen und Straßen zu bauen, soziale Einrichtungen zu schaffen oder Versorgungsnetze für Wasser und Strom zu errichten, werden große Entwicklungs- und Bauvorhaben angestoßen. Finanziert werden sie durch den Staat und teilweise durch private, in der Regel institutionelle Investoren. Die langfristigen, stabilen Rückflüsse und positiven Diversifikationseffekte von Infrastrukturinvestments sind im aktuellen Marktumfeld besonders attraktiv. Entsprechend erfreut sich die Anlageklasse steigender Beliebtheit. In einer aktuellen Umfrage von Institutional Money gaben 54% der Teilnehmer an, ihre Investments in Infrastruktur ausbauen zu wollen. Der Anteil der baulichen Vermögenswerte an der globalen Wertschöpfung beträgt insgesamt etwa 40%. Laut Global Built Asset Performance Index 2016 führt China die Rangliste mit 9,3 Bio. EUR an, gefolgt von den USA, Indien und Japan. In Europa ist Deutschland mit 1 Bio. EUR führend, gefolgt von der Türkei und Frankreich.

#### Attraktivste Länder für Infrastrukturinvestments

1	Singapur
2	Katar
3	Vereinigte Arabische Emirate
4	Kanada
5	Malaysia
6	Norwegen
7	Schweden
8	USA
9	UK
10	Niederlande
11	Australien
12	Japan
13	Deutschland
14	Österreich
15	Saudi-Arabien
16	Chile
17	China
18	Belgien
19	Frankreich
20	Südkorea

Quelle: Arcadis

#### Public-Private-Partnerships

Private Investoren beteiligen sich an Infrastrukturprojekten in der Regel im Rahmen von Public-Private-Partnership (PPP-) Modellen. Die öffentliche Hand, die gemeinwohlorientierte Ziele verfolgt, und private Unternehmen, die wirtschaftliche Ziele verfolgen, arbeiten dabei zusammen. Doch diese Modelle sind in Deutschland selten. „Aufgrund der günstigen Finanzierungsmöglichkeiten des Bundes, der Länder und Gemeinden haben sich PPP-Modelle bei Verteilnetzen, Verkehrswegen und öffentlichen Gebäuden bislang nur in wenigen Fällen durchgesetzt“, so Thomas Kühnl, Leiter des Assetmanagements bei wpd invest. Gleiches gelte für Einrichtungen wie Häfen, Flughäfen, Mobilfunkmasten und Schienenverkehrsnetze. Darum gebe es hierzulande wenige Gelegenheiten, in Assets wie Autobahnbetreibermodelle, Stromnetze oder öffentliche Gebäude zu investieren. „Deutlich größer ist der Markt für Erzeugungskapazitäten aus erneuerbaren Energien“, so Kühnl. Wpd invest ist spezialisiert auf Investments in neue Energien und bietet institutionellen Investoren abgestimmte Leistungen bei der Strukturierung von Investmentvehikeln, im Einkauf und im Asset Management. Aktuell betreut das Münchner Unternehmen zwei Fonds, jeweils mit einem Volumen im dreistelligen Millionen-Euro-Bereich.



Thomas Kühnl,  
wpd invest

#### Hohe Anforderungen an die Risikokompetenz

Geschlossene Fonds sind branchenweit die Regel. Aus den Einkünften des jeweiligen Infrastrukturprojektes erhalten Investoren Dividendenausschüttungen. Die Investitionsobjekte sind häufig regionale Monopole und/oder öffentlich subventionierte Projekte. Damit bieten sie ein hohes Maß an Ausfallsicherheit. Doch staatliche und politische Einflussfaktoren, Regulierung und operative Risiken stellen hohe Anforderungen an Anbieter, Fondsmanager und Investoren. „Infrastrukturinvestitionen verlangen eine gründliche, sorgfältige und umfassende Prüfung. Die Anforderungen an die Risikokompetenz der Investoren sind hoch“, sagt Holger Kerzel. Als Geschäftsführer von MEAG leitet er den Bereich

Eigenkapitalanlagen des Vermögensmanagers von Munich Re und Ergo. Das Unternehmen ist in Europa, Asien und Nordamerika präsent. MEAG betreut auch externe institutionelle Anleger und Privatkunden und verwaltet derzeit Kapitalanlagen im Wert von rund 258 Mrd. EUR, davon 10 Mrd. EUR in Eigen- und Fremdkapital von Immobilien und Infrastruktur. Zu den Eigenkapitalinvestitionen zählen etwa Amprion, ein Betreiber von Hoch- und Höchststromnetzen, sowie Open Grid Europe, ein Transportnetzbetreiber für Erdgas. In Fremdkapital investiert MEAG z.B. bei der Finanzierung von Autobahnabschnitten.

### Anspruchsvolles regulatorisches Umfeld

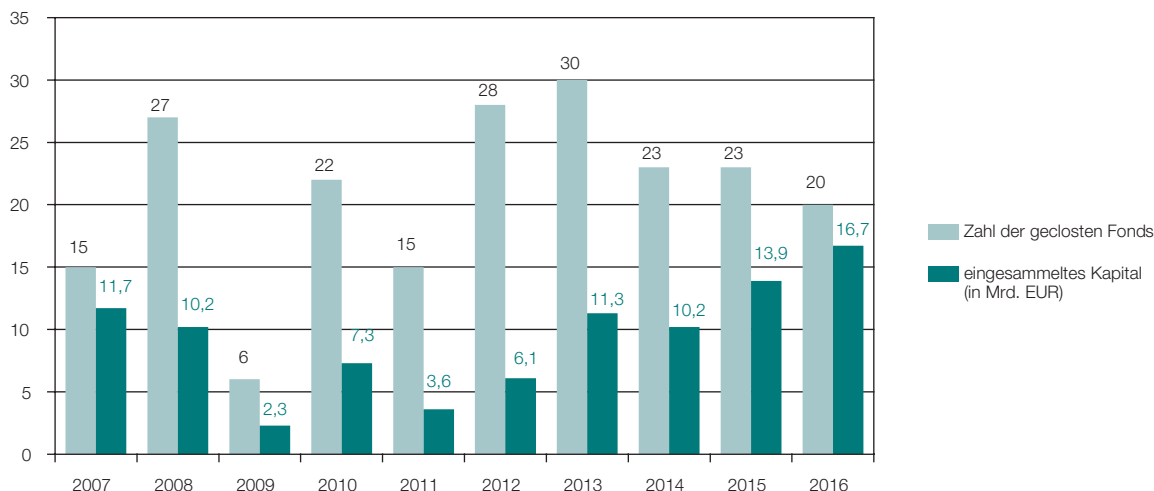
Das regulatorische Umfeld ist vielschichtig und ständig in Bewegung. P+P Pöllath + Partners ist als Sozietät mit insgesamt über 125 Anwälten und Steuerberatern an den Standorten Berlin, Frankfurt und München tätig. Die Partner begleiten M&A-, Private Equity-, Immobilien- und Infrastrukturtransaktionen in allen Größen. Im Bereich Infrastruktur berät P+P Initiatoren und Manager bei der Errichtung von Fonds, Investoren beim Erwerb von Anteilen und Fondsmanager bei der Durchführung von Transaktionen. Uwe Bärenz ist Partner in Berlin und arbeitet seit über 18 Jahren mit institutionellen Investoren, Managern und Intermediären in Fragen alternativer Kapitalanlagen und Fondsstrukturen zusammen. Im Vordergrund stehen dabei aufsichtsrechtliche und steuerrechtliche Aspekte bei der Produktgestaltung sowie entsprechender Beteiligungsstrukturen. „Bei Infrastrukturinvestments gilt es, die regulatorischen Beschränkungen und Risiken zu identifizieren und zu bewerten“, erklärt Bärenz. Drei Ebenen seien zu berücksichtigen: Erstens

müssen Risiken beim Erwerb von Infrastrukturinvestments durch entsprechende Vertragsgestaltung eingeschränkt werden. Zweitens gelte es auf der Fondsebene die aufsichtsrechtlichen Erfordernisse des Managers und die Anforderungen bestimmter Investoren zu berücksichtigen. Hier sei in erster Linie der Fondsmanager in der Pflicht. Und schließlich unterliegen institutionelle Investoren unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen. Diese verlangen die Berücksichtigung zahlreicher Beteiligungsvoraussetzungen, welche regelmäßig nur durch Nebenvereinbarungen mit den Fondsmanagern adressiert werden können.

### Unterschiedliche Anforderungen an die Investorentypen

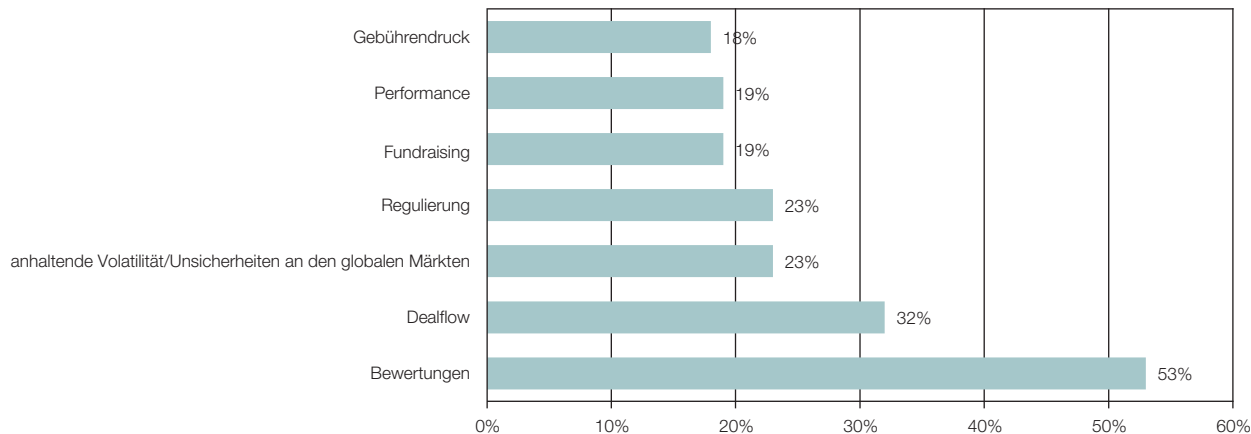
Je nach Investorentyp bestehen unterschiedliche Anforderungen. Unter den versicherungsaufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen von Solvency II etwa könne der Umfang, mit dem die Beteiligung an einem Infrastrukturfonds bei den erforderlichen Eigenmitteln zu berücksichtigen ist, erheblich variieren, sagt Bärenz. „Neben der Erfassung des Investments als Eigenkapitalbeteiligung kommt eine Optimierung bei Beteiligungen über bestimmte geschlossene, nicht hebel-finanzierte Infrastrukturfonds in Betracht“, so Bärenz. Bei der Investition in sogenannte „qualifizierte Infrastrukturanlagen“, die von einer Infrastrukturprojektgesellschaft gehalten und betrieben werden, können die Eigenmittelanforderungen weiter verbessert werden. Für Investoren wie z.B. Versorgungswerke und Pensionskassen, die der Anlageverordnung unterliegen, ist eine strategiebezogene Einordnung erforderlich. „Dazu muss eine Reihe von formalen und quotalen Voraussetzungen wie etwa Sitzfordernis,

### Fundraising von Infrastrukturfonds mit Fokus Europa



Quelle: Preqin

## Herausforderungen für ungelistete Infrastruktur-Manager in 2017



Quelle: Preqin

Managerregulierung und Streuungsvorgaben erfüllt und nachgewiesen werden“, so Bärenz. Zudem sind qualitative Kriterien wie z.B. die Vorerwerbsprüfung und das Monitoring des Investmentprozesses einzuhalten. Wiederum andere Voraussetzungen haben von institutionellen Investoren genutzte Beteiligungsplattformen wie offene Spezialfonds oder Luxemburger Beteiligungsfonds. Diese dürfen nur unter bestimmten, teils eng begrenzten Bedingungen in Infrastrukturfonds investieren, zum Beispiel über eine Qualifizierung der Anteile als „besondere Wertpapiere“.

### Investmentsteuerreform als Herausforderung

Die Strukturierung eines Fonds muss alle produktbezogenen rechtlichen und steuerlichen Aspekte berücksichtigen. „Dazu gehören Fragen der Regulierung des Managers, des weltweiten Vertriebs von Anteilen sowie sämtliche Vertragsgestaltungen zwischen den Beteiligten“, so Bärenz. Je nach Größe und Investitionsfokus ist der Umfang der Managerregulierung unterschiedlich. So ist etwa relevant, ob der Manager voll AIFM-lizenziert ist und ob Verwaltungsaufgaben ausgliedert sind. Die steuerliche Ausgestaltung verfolge grundsätzlich das Ziel der „steuerlichen Neutralität“, damit für die Anleger keine Steuerbelastung auf Fondsebene entsteht. Dies könne häufig durch Nutzung von Personengeschaftern als Fondsvehikel erreicht werden. Gleichzeitig verlangten jedoch einzelne Investorengruppen, z.B. steuerbefreite oder regulierte Investoren, die Errichtung intransparenter Beteiligungsvehikel. „Anders als exitorientierte Private Equity-Fonds sind Infrastrukturfonds



Uwe Bärenz,  
P+P Pöllath + Partners

in der Regel auf die Erzielung laufender Erträge ausgerichtet. Darum müssen Überlegungen zur Vermeidung von Doppelbesteuerungen einfließen“, so Bärenz. Neue Herausforderungen werden hier von der Investmentsteuerreform erwartet, die ab 2018 neue Rahmenbedingungen bei der Besteuerung von Investmentfonds schafft.

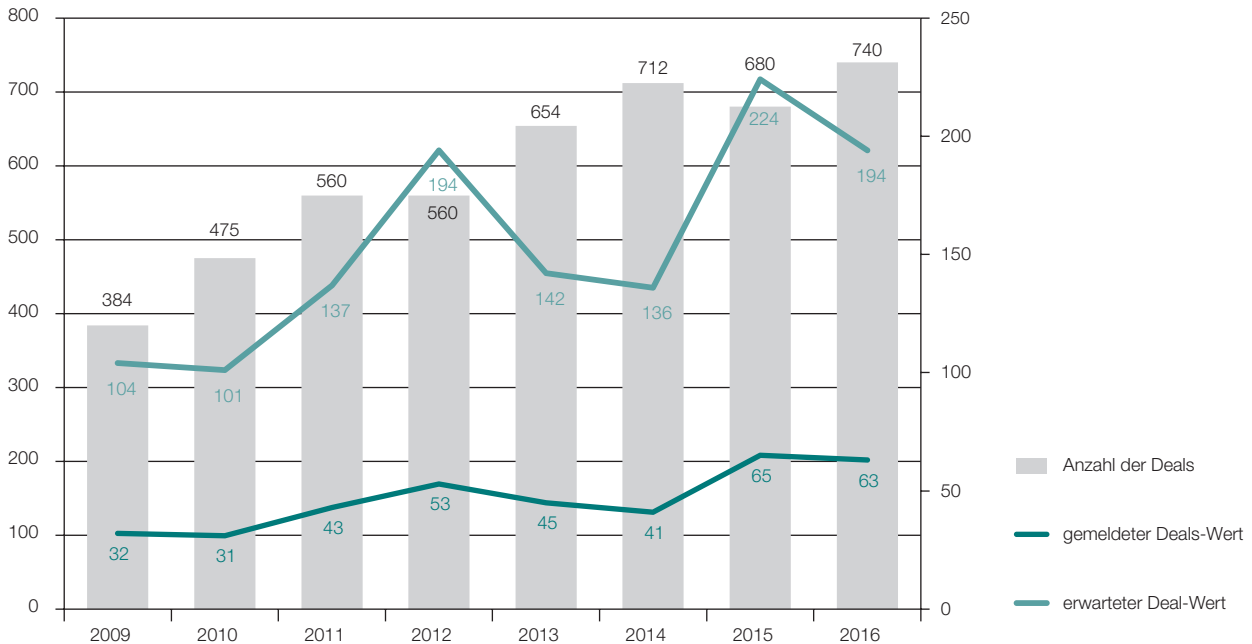
### Staatlich garantierte Verzinsung

Mitunter werden auch die Rückflüsse direkt von der Regulierung beeinflusst. „Für Investitionen in Stromnetze zum Beispiel gilt eine gesetzlich festgelegte Garantieverzinsung“, so Kühnl. Etwa alle drei Jahre wird der Garantiezinssatz neu bestimmt. In der aktuellen Regulierungsperiode beträgt dieser 5,12% p.a. für Altbestand und 6,91% p.a. für Neuinvestitionen. Eine Besonderheit bei den erneuerbaren Energien ist, dass der Abnahmepreis und der Einspeisevorrang gegenüber konventionell erzeugter Energie reguliert sind. „Damit beschränkt sich die Einnahmevolatilität auf die Faktoren Wind und Sonne sowie auf den Betrieb der Anlagen“, sagt Kühnl. Bis Ende 2016 wurde dieser Abnahmepreis vom Gesetzgeber festgelegt. Seit Anfang 2017 entsteht er per Auktion, bei der die Projekte mit den geringsten geforderten Einspeisevergütungen zum Zuge kommen. Bei anderen Objekten spiele die Regulierung eine geringere Rolle für den Zins. „Bei Häfen, Flughäfen und Bahntrassen ergeben sich die Preise aus der Monopolstellung des Projektes und den Ergebnissen der Ausschreibungen, die bei Konzessionsvergabe durchgeführt werden“, so Kühnl.

### Überdurchschnittliche Renditeerwartungen

Besonders für Versicherungen sind die langfristigen Rückflüsse attraktiv. „Versicherungen können mit den Cashflows aus Infrastrukturinvestitionen ihre Zahlungsverbindlichkeiten

**Infrastruktur-Deals im Bereich erneuerbare Energien**



Quelle: Preqin

im Kerngeschäft der Versicherung abdecken. Sie erwarten eine risikoadäquate Verzinsung oberhalb der Rendite von entsprechenden Staatsanleihen“, sagt MEAG-Geschäftsführer Kerzel. „Die Erwartungen an die Eigenkapitalrendite liegen erfahrungsgemäß bei einem IRR von 4% bis 8%, abhängig von den Risikopositionen bei Kosten und Einnahmen“, so Kühnl. Im Energiebereich entsprechen die Erwartungen in etwa den Regulierungszinssätzen. Bei Onshore-Windkraft liege sie in Europa zwischen 4,5% und 6,5% p.a. Bei Offshore-Windkraft werden aktuell 6% bis 9% erwartet, je nachdem, in welcher Phase der Einstieg in das jeweilige Projekt erfolgt. Für Fotovoltaik liegen die Erwartungen aufgrund der weniger volatilen und einfacher einzuschätzenden Ressource etwa zwischen 3,5% und 4,5%. Bei internationalen Projekten können die Art der Regulierung und der Unterschied zum lokalen Zinsniveau auch höhere Renditen versprechen. „Allgemein bemerkt man, dass Investoren gewillt sind, im Umfeld der erneuerbaren Energien geringere Renditen als bei sonstiger Infrastruktur in Kauf zu nehmen“, so Kühnl. Der Vorteil sei, dass diese Assets gut kalkulierbar seien und typischerweise keine J-Curve durchliefen. Das werde preislich honoriert.

**Technologie- und Marktkenntnis erforderlich**

Kühnl betont, dass für das Management von Infrastruktur-Assets detaillierte Kenntnisse der jeweiligen Märkte erforderlich sind: „Der Manager muss nicht nur den regulato-

rischen Rahmen im Griff haben, sondern auch über technische Kenntnisse, Branchen-Insights und das Wissen über lokale Marktgegebenheiten verfügen.“ Mit tiefgehendem Know-how in der jeweiligen Assetklasse ließen sich Risiken und Herausforderungen von Infrastruktur-Assets gut managen. Bei wpd invest baut man auf Erfahrung. „Als Tochtergesellschaft der wpd AG, einem weltweit agierenden Entwickler und Betreiber von Windparks mit 1.800 Mitarbeitern, können wir auf das Know-how aus über 20 Jahren Entwicklung, Bau, Betrieb und Wartung von Windenergie- und Fotovoltaikanlagen zurückgreifen“, so Kühnl. Damit keine Interessenkonflikte entstehen, erwirbt wpd invest die Assets nicht vom Mutterhaus, sondern von Drittanbietern.

**Perspektiven in langfristigen Trends**

In Deutschland gibt es nur bislang nur wenige spezialisierte Anbieter. „Mit Ausnahme des Bereiches erneuerbare Energien sehen wir nur vereinzelt Fonds, die sich auf Infrastruktur in Deutschland konzentrieren“, so Kühnl. Allerdings gebe es eine Reihe von Fonds von Anbietern aus dem angelsächsischen Raum, die auch in deutsche Infrastruktur investierten. „Die europäischen Länder sind unterschiedlich mutig, wenn es um die Beteiligung von privaten Investoren an der Infrastruktur geht. Deutschland ist zuletzt sehr zurückhaltend gewesen und verspielt leichtfertig Chancen, von effizienzfördernden Wirkungen privatwirtschaftlicher

Anreize zu profitieren“, sagt Kerzel. Für Investoren gilt es darum, die bestehenden Möglichkeiten zu nutzen oder neue zu erschließen. „Größere Chancen haben Investoren im Bereich Energieinfrastruktur. Dort sind aktuell einige Dinge in Bewegung, und die großen Energieversorger werden nicht das ganze Spielfeld abdecken können. Privates und institutionelles Kapital wird hier auch weiterhin gefragt sein“, so Kühnl. Auch der enorme Anstieg der Kapazitäten im Bereich Off-Shore-Windkraft erfordere ein gewaltiges Finanzierungsvolumen. Heutzutage besser bewertbare Risiken ließen dabei mittlerweile auch die Beteiligung eher konservativ ausgerichteter institutioneller Investoren sinnvoll erscheinen. „Und auch im Rahmen der Energiespeicherung zeichnen sich die ersten wirtschaftlichen Konzepte ab und lassen einen kommenden Investmentmarkt vermuten“, so Kühnl. Ein weiterer Zukunftsmarkt hingegen, die



Holger Kerzel,  
MEAG

Internetinfrastruktur, werde stark von großen Unternehmen geprägt und sei für institutionelle Gelder bislang kaum erschlossen.

### Fazit

Um beim Thema Infrastruktur dabei zu sein, betreiben Investoren zunehmend Aufwand und gehen steigende Risiken ein. „Der hohen Nachfrage nach regulierten Assets steht ein deutlich geringeres Angebot gegenüber“, so Kühnl. „Immer mehr Investoren richten ihren Blick auf fernere Märkte und sind bereit, Fremdwährungs- und Zinsrisiken in Kauf zu nehmen“. Bärenz stellt fest, dass sich auch der Prüfungs- und Verhandlungsaufwand sowie der Umfang der vertraglichen Dokumentation erheblich erhöht habe. „Doch die Investoren haben sich von den stetig steigenden rechtlichen Anforderungen und steuerlichen Änderungen bislang nicht abschrecken lassen.“

Lukas Henseleit  
redaktion@vc-magazin.de