

Den Kinderschuhentwachsen

Kirsten Kücherer sprach mit institutionellen Investoren und einem Consultant über die Etablierung der Asset-Klasse Infrastruktur, Diversifikationspläne und die politischen Rahmenbedingungen.

Vor ein paar Jahren konzentrierten sich die Institutionellen bei Infrastrukturanlagen tendenziell noch auf erneuerbare Energien und auf Deutschland;

mittlerweile arbeiten viele am Aufbau eines internationalen, diversifizierten Portfolios.

Pascal N. Goettmann, Head of Investment Solutions Sales bei Mercer, bestätigt den Wunsch der institutionellen Investoren, bei den Infrastruktur-Investments global und sektoral zu diversifizieren. Investitionen in Emerging Markets sieht er jedoch eher als opportunistische Beimischung und nicht als Kern-Investment. „Ein Grund ist, dass die Investitionsprojekte in den Emerging Markets tendenziell Early-Stage-Greenfield-Projekte sind. Und das heißt: Sie haben eine längere Laufzeit, ein höheres Risiko und es dauert länger, bis die ersten Cashflows generiert werden.“ Dazu komme ein politisches Risiko und – ganz wichtig – das Währungsrisiko.

Co-Investments und Club Deals auf dem Vormarsch

Was die Anlagevehikel insgesamt angeht, so schätzt Goettmann: 70 bis 80 Prozent Fonds, ein bisschen weniger als 10 Prozent Listed Infrastructure und der am dynamischsten wachsende Bereich mit 20 bis 30 Prozent Co-Investments und Club Deals. Die Nachfrage sei dort riesengroß, allerdings gibt er zu bedenken: „Co-Investments und Club Deals ergeben nur Sinn, wenn die Investoren inhouse auch über die Manpower verfügen, um Investments entsprechend professionell zu prüfen; schließlich sind Infrastrukturinvestitionen in den Strukturen doch komplexer, als sie vielleicht auf den ersten Blick erscheinen.“ Um profes-

KEY FACTS

- **Infrastruktur ist als Asset-Klasse den Kinderschuhentwachsen.**
- **Immer mehr institutionelle Investoren wollen den Anteil an Infrastruktur-Investments in ihren Portfolios (weiter) erhöhen.**
- **Dabei geht es ihnen um Diversifikation, und zwar regional und sektoral innerhalb der Asset-Klasse Infrastruktur.**
- **Der Wunsch nach besseren politischen Rahmenbedingungen für Investitionen in Infrastruktur besteht nach wie vor.**

sionelles Exposure zu bekommen, rät er dazu, einen strategischen Partner zu suchen.

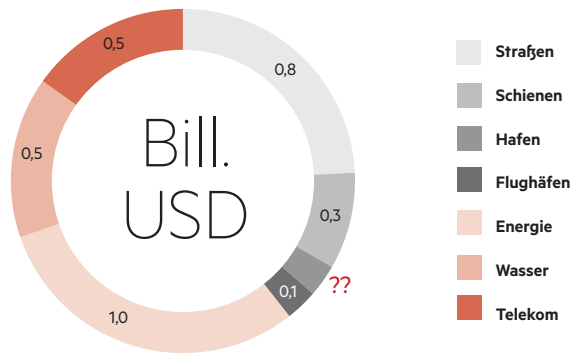
Von einer Überhitzung des Marktes will er nicht sprechen. „2006 gab es die ersten großen Studien mit der Erkenntnis, es gebe eine riesige Lücke zwischen Investitionsbedarf und verfügbarer Finanzmittel.“ Zum einen sei diese klaffende Schere heute eben etwas kleiner geworden; „zum anderen“, so Goettmann, „sehen wir zudem stetig steigende Transaktionsvolumina.“

Die Investitionszyklen sind angemessen und die Gelder werden auch investiert, was bedeutet, das – global gesehen – genug Projekte vorhanden sind. Bei einzelnen Ländern mag sich vielleicht ein etwas anderes Bild ergeben, aber wenn Sie als institutioneller Investor ein diversifiziertes Infrastrukturportfolio aufsetzen wollen, dann können Sie das auch.“

Diversifikation innerhalb der Asset-Klasse Infrastruktur

Auf Diversifikation setzt auch die UNIQA. Sie investiert derzeit in soziale Infrastruktur, erneuerbare Energien, Transport und Kommunikation. Geographische Schwerpunkte dabei sind Westeuropa sowie ausgewählte Peripherie- beziehungsweise CEE-Länder. Der Portfolioaufbau weist eine geringe Korrelation innerhalb der Segmente und zu anderen Anlageklassen und damit ein hohes Diversifikationspotenzial auf. Andreas Bertl, Head of UNIQA Asset Management, erklärt: „Wir streben mittelfristig ein Investitionsvolumen von bis zu 1 Milliarde Euro beziehungsweise 4 Prozent des gesamten Veranlagungsvolumens an.“ Seiner Meinung nach gab es in den letzten Jahren weniger investierbare (Greenfield-)PPP-Infrastrukturpro-

Abb. 1: Steigender Investitionsbedarf
Weltweiter Investitionsbedarf 2016–2030 p.a. (geschätzt)



Großer Einfluss von Infrastrukturinvestitionen auf die volkswirtschaftliche Entwicklung
Quelle: McKinsey Global Institute; „Bridging Global Infrastructure Gaps“, 2016

jekte in Europa. „Wir würden ein größeres Angebot begrüßen.“ Der Fokus der Investitionstätigkeit im Bereich Infrastructure Debt liegt auf Direktkredit und Projektanleihen (inklusive PPPs) mit langfristiger Duration und fixer Verzinsung. Da Infrastruktur eine sehr geringe Konjunkturabhängigkeit, stabile Cashflows, niedrige Volatilität (bei angemessenem Leverage) beziehungsweise gutes Diversifikationspotenzial aufweist, sind viele Infrastrukturprojekte stark nachgefragt. Zudem setzt nach Bertls Meinung die Höhe des Dry Powder viele Fondsmanager beziehungsweise Investoren unter hohem Druck, das vorhandene Kapital einzusetzen. „Dies führt zu immer weiter sinkenden Margen bei Infrastruktur-Fremdfinanzierungen, sodass aus Rendite-Gesichtspunkten die Asset-Klasse nicht mehr eindeutig gegenüber Unternehmensrisiken zu bevorzugen ist.“ Eine weitere Herausforderung sieht er in der Struktur des Vergabeprozesses: „Investoren müssen sich bei neuen Projekten einer von meist mehreren Bietergruppen anschließen und den gesamten Aufwand der oft schwierigen rechtlichen, technischen und wirtschaftlichen Due Diligence durchlaufen, obwohl die Wahrscheinlichkeit eines Projektzuschlags mit steigender Anzahl der Bietergruppen sinkt.“ Dies führe zu Ineffizienzen, höherem Gesamtaufwand und dazu, dass in Verbindung mit sinkenden Margen die Attraktivität der Anlage perspektivisch sinkt.

Infrastruktur als Teil der Nachhaltigkeitsstrategie

Talanx hat seit 2014 ein eigenes Infrastruktur-Team aufgebaut. Herr Dr. Peter

„Co-Investments und Club Deals ergeben nur Sinn, wenn die Investoren inhouse auch über die Manpower verfügen, um Investments entsprechend professionell zu prüfen; schließlich sind Infrastrukturinvestitionen in den Strukturen doch komplexer, als sie auf den ersten Blick erscheinen.“

PASCAL N. GOETTMANN
HEAD OF INVESTMENT SOLUTIONS
SALES, MERCER

Brodehser, Head of Infrastructure Investments bei Talanx Asset Management, berichtet: „2018 erwartet das Team Neuinvestitionen in Höhe von circa 300 Millionen Euro in Form von Eigen- und Fremdkapital. Mittelfristig planen wir, deutlich über 2 Milliarden Euro in Infrastruktur zu investieren, und halten ein Investitionsvolumen in breit diversifizierte alternative Anlagen von bis zu 5 Milliarden Euro für machbar.“ Ende 2017 ist Talanx in Form von direkten Investments bereits mit rund 2 Milliarden Euro in Infrastrukturprojekten engagiert. „Diese Möglichkeit zur Renditeanreicherung und zusätzlichen Diversifizierung werden wir künftig nicht nur auf Basis der anhaltenden Niedrigzinsen nutzen. Vielmehr stellen unsere Aktivitäten im Infrastrukturbereich einen wichtigen Teil der Nachhaltigkeitsstrategie des Konzerns dar.“ Dabei hält das Unternehmen bei Infrastrukturprojekten im Fremdkapitalbereich Renditen von 2 bis 4 Prozent und im Eigenkapitalbereich von 6 bis 8 Prozent für grundsätzlich erreichbar. „Wir heben mit unseren Investments Illiquiditäts-, Durations- und Komplexitätsprämien, ohne (!) hierbei das Risiko übermäßig zu erhöhen“, so Brodehser weiter. „Derzeit interessieren wir uns insbesondere für die Sektoren Transport, Energie und soziale Infrastruktur einschließlich Krankenhaus-Nebenbetrieben. In diesen Sektoren sehen wir nicht nur interessante Möglichkeiten, sondern verfügen auch über eine große Sektorexpertise, von der sowohl wir als auch unsere Finanzierungspartner profitieren können.“ Der Schwerpunkt liegt generell auf Europa. „So schließen wir das Wechselkursrisiko aus und bewegen uns in den Märkten, in denen wir uns am besten auskennen.“ In den Bereichen Solar und Wind, aber auch Infrastruktur ist Talanx schon länger über mehrere getätigte Fondsanlagen investiert. Seit Anfang 2014 investiert der Konzern schwerpunktmäßig direkt. Er ergänzt: „Club Deals und Co-Investments tätigen wir gerne, sofern gleichgerichtete Interessen vorhanden sind, aber wir haben Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien auch zu 100 Prozent ohne Partner erworben.“ Auch PPP findet er attraktiv; Talanx hat sich bereits in Irland an zwei entsprechenden Projekten beteiligt. Zur Umsetzung brauche es bei PPP jedoch die entsprechenden Strukturen auf Ebene der Länder.

Brownfields bevorzugt

Bei der MEAG bleibt man in puncto Infrastruktur-Investments trotz aller Rück-

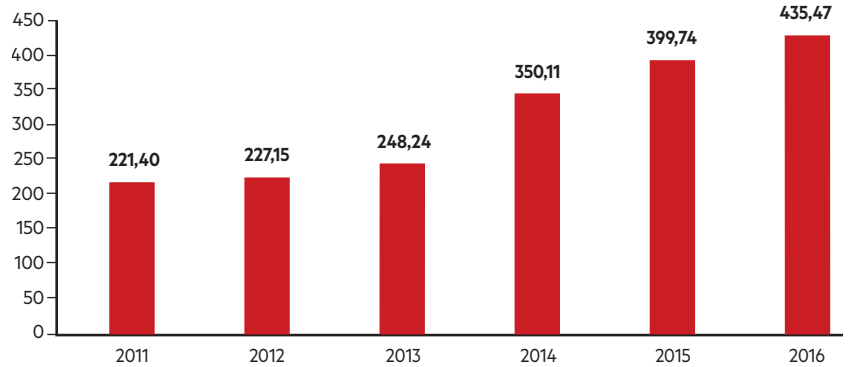
schläge zuversichtlich. „In Europa sind Rahmenbedingungen für mehr Investitionen in die Infrastruktur geschaffen worden. Wir erhoffen uns durch die Initiative neue Projekte und eine Sanierung und einen Ausbau der Infrastruktur“, so Holger Kerzel, Geschäftsführer der MEAG. 2010 haben Munich Re und MEAG beschlossen, in erneuerbare Energien zu investieren, und das Spektrum seitdem deutlich erweitert. Dabei fassen sie Infrastruktur und erneuerbare Energien zusammen. „Wir sind heute mit rund 3,4 Milliarden Euro per 30. September 2017 investiert (Infrastruktur und erneuerbare Energien, Eigenkapital und Fremdkapital). Wir streben an, bis zu 8 Milliarden Euro an Eigenkapital und Fremdkapital zu investieren“, sagt Kerzel. Dabei sei die Palette an Vehikeln breit gestreut. „Aus Risikogesichtspunkten bevorzugen wir Bestandsobjekte (sogenannte Brownfields) in stabilen OECD-Ländern, deren Erträge in geringem Umfang von Marktpreisrisiken abhängen und gleichzeitig eine Stabilität aufweisen.“ Wegen der Größenordnung der Gesamt-Investments bevorzuge man auch unter Berücksichtigung einer hinreichenden Diversifizierung Direkt-Investments – sowohl bei Eigen- wie auch Fremdkapitalinvestitionen.

Seit Anfang 2015 investiert die MEAG auch in Infrastrukturkredite. Kerzel dazu: „Das Management-Team hat Hunderte von Transaktionen einer Erstprüfung unterzogen und nur wenige davon hielten den anspruchsvollen Kriterien stand und in aktuell 28 resultierenden Bietungsverfahren konnte ein erfolgreicher Abschluss erzielt werden.“ Die MEAG will nun – nach der erfolgreichen Etablierung der Strukturen und Prozesse – die Asset-Klasse Infrastruktur-Fremdkapital auch für institutionelle Kunden öffnen.

Armutszeugnis für den Standort Deutschland

Die Politik hat in einigen Ländern nachträglich in die Investitionsentscheidungen eingegriffen. „Wir fordern und bestehen auf Bestands- beziehungsweise Vertrauensschutz. Ein nachträgliches und rückwirkendes Eingreifen der Politik in Investitionsentscheidungen darf es nicht geben.“ Kerzel meint auch, dass die private Finanzierung von Infrastruktur in Deutschland in ihrer Vorteilhaftigkeit leider noch unterschätzt wird und dass insgesamt das Investitionsthema öffentliche Infrastruktur vernachlässigt

Abb. 2: Weltweites Transaktionsvolumen im Zeitverlauf
(in Mrd. USD)



Stetig steigendes Transaktionsvolumen weltweit, Trend setzt sich fort.
Quelle: Palladio Partners, Inframation

wird. „Es fehlt an einer langfristigen Planung sowie an einer professionellen Organisation mit hinreichend qualifiziertem Personal. Dass erst Autobahnbrücken als einsturzgefährdet klassifiziert werden müssen und Großprojekte wie der Berliner Flughafen krachend scheitern müssen, ist für unseren Standort ein Armutszeugnis.“

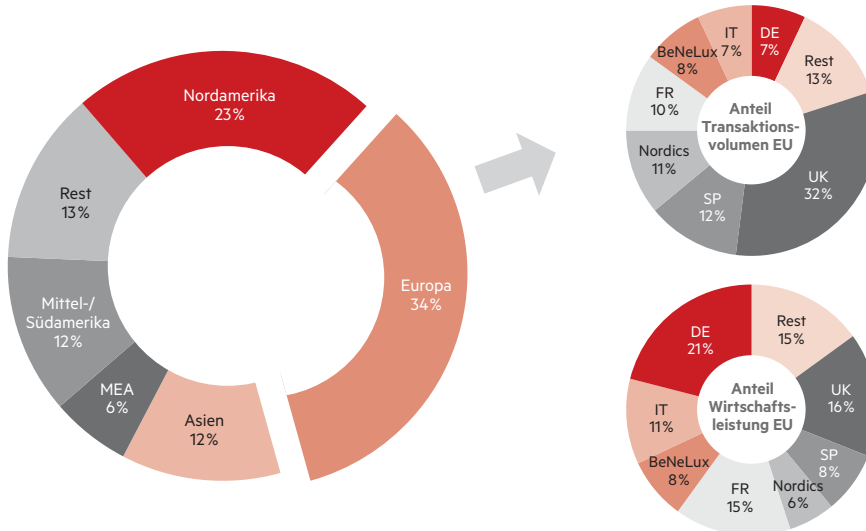
Fokus auf gut regulierte Branchen

Bei der Allianz betrug der Anteil an Infrastructure Equity 3,7 Milliarden Euro, an Infrastructure Debt 7,4 Milliarden Euro, jeweils zum 31. Dezember 2016. Renewable Energy wird nicht zu Infrastruktur gerechnet, der Anteil an Renewable Energy betrug 3,5 Milliarden Euro. „Wir investieren in Vermögenswerte, die der Öffentlichkeit wesentliche Dienstleistungen bieten, wie zum Beispiel die Versorgungs- und Transportsektoren. Unser Hauptaugenmerk liegt auf stark entwickelten Märkten, in denen die Branchen, auf die wir spezialisiert sind, gut reguliert sind.“ Zu den jüngsten Transaktionen im Transportsektor gehört der Abschluss der Übernahme von 6,94 Prozent an Autostrade per l’Italia, dem größten italienischen Maut-Strasennetz im Juli 2017; Konsortialpartner sind EDF Invest und DIF. Im Versorgungssektor (die zuständigen Kartellbehörden müssen dem Vollzug dieser Transaktionen noch zustimmen) hat die Allianz im August 2017 in Spanien eine Vereinbarung mit dem größten Gasverteilungsnetzbetreiber – Gas Natural Fenosa – über den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung von 20 Prozent an seinem Gasliefergeschäft unterschrieben (Konsortialpartner: Canada

„2018 erwartet das Team Neuinvestitionen in Höhe von circa 300 Millionen Euro in Form von Eigen- und Fremdkapital. Mittelfristig planen wir, deutlich über 2 Milliarden Euro in Infrastruktur zu investieren, und halten ein Investitionsvolumen in breit diversifizierte alternative Anlagen von bis zu 5 Milliarden Euro für machbar.“

DR. PETER BRODEHSER,
HEAD OF INFRASTRUCTURE
INVESTMENTS, TALANX ASSET
MANAGEMENT

Abb. 3: Private Investitionen im Vergleich
Regionale Verteilung nach Transaktionsvolumen 2016



Prozentualer Anteil Deutschlands in Europa seit 2011 nur zwischen 6–10%, obwohl höchster Anteil an der Wirtschaftsleistung der Europäischen Union
Quelle: Palladio Partners, Inframation, Statista

Pension Plan Investment Board). Im Dezember 2017 vereinbarte das Unternehmen die Übernahme von Elenia Oy, Finnlands zweitgrößtem Stromverteilungsnetzbetreiber, und Elenia Lämmö Oy, Finnlands neuntgrößtem Fernwärmenetz. Partner des Konsortiums sind Macquarie Infrastructure and Real Assets und der staatliche Pensionsfonds von Finnland.

Kapazitäten und Know-how notwendig
uniVersa will den Anteil an Infrastrukturanlagen von derzeit etwa 4 Prozent bis 2020 auf 5 bis 6 Prozent steigern, und zwar breit diversifiziert: sowohl über die Länder/Regionen als auch über die verschiedenen Infrastruktursektoren. Frank Sievert, Mitglied des Vorstandes bei uniVersa, hat bereits 2009/2010 angefangen, erste Infrastruktur-Investments zu tätigen, damals noch im Rahmen seiner Tätigkeit bei Barmenia. „Ich habe schnell die Erkenntnis gewonnen, dass für ein Versicherungsunternehmen beispielsweise einen einzelnen Windpark oder eine Photovoltaik-Farm zu kaufen und entsprechend zu verwalten, überhaupt nicht infrage kommt; da fehlen – zumindest in unserer Größe und Ausrichtung – die Kapazitäten und das Know-how.“ Die Lösung: Fonds und Club Deals.

Eine Überhitzung des Marktes sieht Sievert nicht. „Wenn wir investieren, versuchen wir

es jetzt durchaus weltweit, in Europa und in Übersee, natürlich auch in den USA. Da gibt es doch sehr, sehr breite Marktfelder.“ Allerdings bemerkt er angehobene Preise und auch Abschlüsse größerer Deals. „Natürlich ist eine gewisse Rendite-Compression vorhanden; aber da befinden wir uns in guter Gesellschaft mit allen anderen Asset-Klassen.“

Infrastrukturinvestoren im Mittelstand

uniVersa setzt bei Infrastruktur nach wie vor auf Fonds-Investments und Club Deals als adäquate Mittel für die Größe der Versicherung. Sievert betont aber auch: „Durch die Erfahrungen, die wir gesammelt haben, haben wir mittlerweile selektiv Interesse an Co- oder Direktinvestitionen. Allerdings brauchen wir dabei immer Begleitung durch externe Spezialisten und auch weiterhin den Zusammenschluss mit zwei, drei Unternehmen – eben um das nötige Eigenkapital zur Verfügung zu haben.“ Auch PPPs findet er interessant. Grundsätzlich meint er: „Wir wollen in dem Marktsegment dauerhaft als Investor tätig bleiben und begrüßen daher alle Bemühungen, die Rahmenbedingungen zu verbessern. Deswegen freuen wir uns über die öffentliche Diskussion und auch über die Initiative Deutsche Infrastruktur (siehe nachfolgendes Interview) und versuchen uns einzubringen. Schließlich wollen wir zeigen, dass es auch im breiten Mittelstand Infrastrukturinvestoren gibt.“ ●

„Wir wollen in dem Marktsegment dauerhaft als Investor tätig bleiben und begrüßen daher alle Bemühungen, die Rahmenbedingungen zu verbessern. Deswegen freuen wir uns über die öffentliche Diskussion und auch über die Initiative Deutsche Infrastruktur und versuchen uns einzubringen. Schließlich wollen wir zeigen, dass es auch im breiten Mittelstand Infrastrukturinvestoren gibt.“

FRANK SIEVERT
MITGLIED DES VORSTANDS,
UNIVERSA