



## *Wir müssen mal reden*

Infrastruktur ist Anlegers Liebling, aber anscheinend Politikers Stiefkind. Dies ist nicht nur im Straßenverkehr spürbar, sondern nun auch in einer aktuellen Infrastrukturstudie sichtbar. Insgesamt stimmt diese repräsentative Studie aber optimistisch. Schließlich sind die Chancen von privaten Infrastrukturinvestoren für Anleger und die Politik aufgrund der sehr ähnlichen Interessenlage enorm. Es fehlt nur ein Austausch zwischen diesen beiden Gruppen.

## Infrastrukturinvestoren suchen den Dialog mit der Politik

Von Patrick Eisele

Deutsche Anleger reagieren auf neue Themen in der Regel eher abwartend. Umso erstaunlicher, wie schnell und zügig Investments in der Asset-Klasse „Infrastruktur“, der ein hohes Maß an Illiquidität eigen ist, aufgebaut wurden. Der Grund ist, dass die Struktur der Renditen nahezu perfekt zu den Verbindlichkeiten passt und das Vertrauen in den Gesetzgeber hoch ist. Letzteres wurde 2013 durch einen unausgereiften EEG-Reformvorschlag des damaligen Bundesumweltministers aber erschüttert. Diese verschiedenen Aspekte spiegelt eine aktuelle Umfrage zu Infrastrukturinvestments unter deutschen Investoren wider. Insbesondere zeigt diese auf, wie wichtig das Vertrauen in den regulatorischen Rahmen ist, dass es aber am Dialog mit dem Gesetzgeber hapert – obwohl Infrastrukturinvestments helfen, Renten und Lebensversicherungen zu finanzieren.

Was ist das: Loch an Loch und hält doch? Eine Kette! Dieses Kinderrätsel an Autofahrer adressiert lautet: Schlagloch an Schlagloch und muss halten? Eine deutsche Straße! Auf jährlich mindestens sieben Milliarden Euro beziffert die von der Verkehrsministerkonferenz eingesetzte Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ den über die im Bundeshaushalt vorgesehenen Mittel für die Verkehrswege hinausgehenden benötigten Finanzierungsbedarf für die Erhaltung von Straßen, Schienen und Wasserstraßen. Einiges liegt also im Argen. Vergleichbar problematisch ist aufgrund von fehlenden rentierlichen Anlagemöglichkeiten die Finanzierungssituation für Pensionen und Lebensversicherungen. Betrachtet man die beiden Dilemmata einmal gemeinsam, wird eine Lösung greifbar: institutionellen Anlegern die nötigen rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen zu geben, in Verkehrsinfrastruktur zu investieren. Ein solches Vorgehen ließe sich auch auf andere Infrastruktur-

segmente übertragen, die ebenfalls unter großem Finanzierungsdruck stehen. Hierbei ist aus dem deutschen Blickwinkel betrachtet an die beschlossene Energiewende, aber auch an soziale Infrastruktur zu denken.

### Auf die Umfrage antworteten 1,3 Billionen Euro

Diese Problematik greift die Studie „Öffentliche Aufgaben und private Investitionen“ auf. Diese Studie unterscheidet sich von anderen Infrastrukturstudien vor allem in dem Punkt, Anlagenotstand und Finanzierungsnotstand zusammengebracht zu haben. Durchgeführt wurde die Umfrage unter deutschen institutionellen Anlegern vom Berater Palladio Partners, der dabei von Prof. Dr. Stefan Jugel von der Hochschule Rhein-Main in Wiesbaden und portfolio institutionell unterstützt wurde. An dieser als Vollerhebung angelegten und im Herbst vergangenen Jahres durchgeführten Studie beteiligten sich 70 Prozent des Gesamtkapitals der deutschen institutionellen Anleger beziehungsweise 1,3 Billionen Euro. Zu 40 Prozent trugen Versicherungsunternehmen zur Studie bei, zu 35 Prozent betriebliche Altersvorsorgeeinrichtungen, zu 14 Prozent die Gruppe „Berufsständisches Versorgungswerk/Unterstützungskasse/Zusatzversorgungskasse“ und zu elf Prozent die Gruppe „Sonstige“. Stefan Jugel konstatiert mit Blick auf die hohe Rücklaufquote und die detaillierte Auskunftsbereitschaft von 105 Anlegern: „Wir können daraus schließen, dass Investoren dieses Thema unter den Nägeln brennt.“

### Infrastruktur ist und bleibt sehr attraktiv

Wie die Studie ergeben hat, haben sich Infrastrukturinvestments zu einem festen Bestandteil der Vermögensanlage deutscher institutioneller Anleger gemauert. 87 Prozent der Befragten sind mit einem Volumen von 9,4 Milliarden Euro investiert. Fast zwei Drittel halten

Infrastruktur für „attraktiv“ oder „hoch attraktiv“. Dieses Ergebnis ist weniger mit der absoluten Höhe der durchschnittlich angestrebten Nettorendite von 6,5 Prozent zu erklären als mit der Erwartung, dass diese langfristig, planbar und stetig erfolgt und sich damit zur Bedeckung der Verbindlichkeiten eignet. In Zahlen ausgedrückt: Eine Renditemaximierung halten nur zwölf Prozent der Studienteilnehmer für „wichtig“, dagegen sind für 94 Prozent „Renditen, die den Rechnungszins übersteigen“ und für 85 Prozent der „langfristig zur Verpflichtungsseite passende Anlagehorizont“ „wichtig“ bis „sehr wichtig“.

Wenig überraschend bilden Erneuerbare Energien, aber auch Netze die beiden großen Schwerpunkte, und Deutschland ist die präferierte Region für Investments. Der Zugang erfolgte bislang meistens über (Eigenkapital-)Fonds. Überraschend ist aber, dass bereits 27 Prozent des Investitionsvolumens direkt in Projekte geflossen sind. Als eine mögliche Erklärung führt Palladio die Präferenz der institutionellen Anleger für Erneuerbare Energien und Netze in Deutschland an. Mindestens genauso überraschend ist, dass Direktinvestments in der Kategorie „hoch attraktiv“ mit 19 Prozent die meisten Nennungen bei den Fondszugängen bekommt. Gewichtet man diese Aussage nach dem Kapital der Antwortenden, ergibt sich interessanterweise mit 24 Prozent ein Wert, der nur wenig höher liegt. In ausgewählten Projekten trauen es sich deutsche Anleger offensichtlich zu, die nötige Expertise selbst aufzubringen, und es haben sich auch kleinere Anleger trotz zum Teil geringeren Ressourcen bei Einzelthemen einen Erfahrungsschatz aufgebaut. „Dieses Ergebnis zeigt aber auch, dass die Investoren individuell abgeholt werden wollen“, ergänzt Michael Rieder von Palladio. Zu erwarten ist, dass die Bedeutung von Directs aus Kostengründen künftig wächst. Der

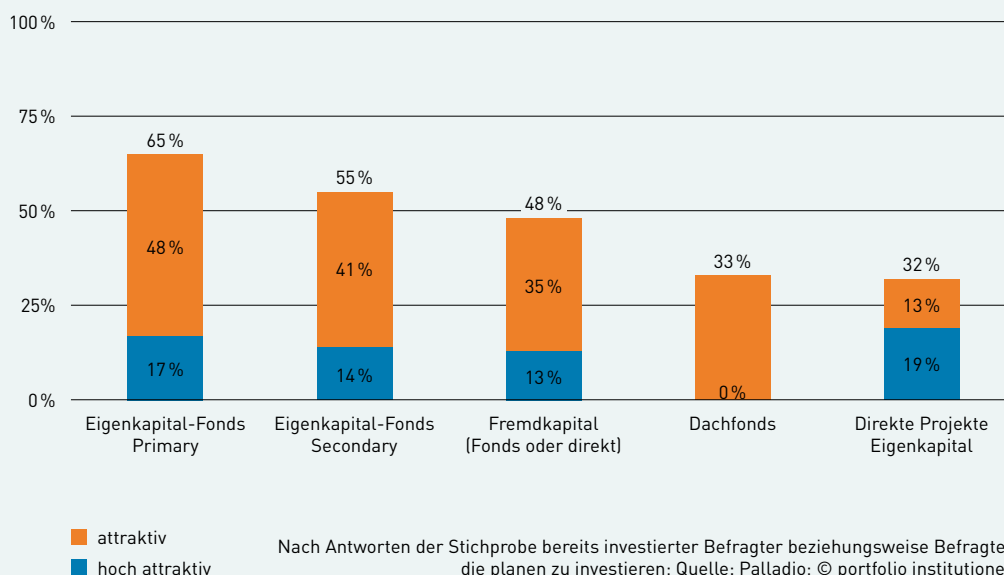
wichtigste Zugangsweg wird jedoch auch in Zukunft der Zugang über Fonds sein, die Eigenkapital einsammeln. Bei Dachfonds fällt auf, dass niemand dieses Vehikel als „hoch attraktiv“ bezeichnet.

#### 14 Milliarden Euro wollen investiert sein

Eine gute Nachricht für Vater Staat ist, dass die Befragten planen, in den kommenden zwei bis drei Jahren weitere 14 Milliarden Euro in Infrastruktur zu investieren. Dazu wollen Versicherungsunternehmen 8,4 Milliarden Euro beitragen. Fast drei Viertel der befragten Anlegerschaft möchte am liebsten in Netze investieren, gefolgt von Public-Private-Partnerships (PPP) und Erneuerbaren Energien, die jeweils von jedem Zweiten genannt werden.

Weniger gut ist für den Gesetzgeber, dass Deutschland zwar beliebtester Investitionsstandort bleibt, aber nicht einmal von einem Viertel der Befragten als hoch attraktiv angesehen wird. Hier lassen sich regulatorische Diversifikationsbestrebungen erkennen, die stark auf einen Altmaier-Effekt zurückzuführen sind. Dem Ex-Bundesumweltminister gelang im Bundestagswahlkampf zwar keine Reform des EEG, mit seinen Reformvorschlägen jedoch eine nachhaltige Verunsicherung der institutionellen Anleger – und wohl nicht nur im Energiesegment. Michael Rieder: „Aus meinen persönlichen Gesprächen mit institutionellen Anlegern weiß ich, dass man beispielsweise bei rückwirkenden Eingriffen bei Renewables davon ausgegangen wäre, dass ein solcher Schritt auch für andere Segmente der Infrastruktur möglich sein kann.“ Die Sensibilität der Investoren in diesem Punkt lässt sich auch daran herauslesen, dass 97 Prozent eine mögliche Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen als (hohes) Risiko bezeichnen. Erkennbar ist, dass die Wunden, die sich

### Einschätzung der Attraktivität der Zugangsvarianten



viele bei Investments in Spanien durch rückwirkende Änderungen bei den Einspeisevergütungen von Solarparkinvestments zugezogen haben, noch nicht verheilt sind. Auf der iberischen Halbinsel krankte das System bekanntlich daran, dass keine Möglichkeit vorgesehen war, die Kosten von alternativen Energien auf den Endverbraucher umzulegen.

### Zwei Wünsche an die Politik: eine Infrastrukturagenda ...

Festzuhalten ist somit, dass neben dem Risiko-Rendite-Profil und der Langfristigkeit die Sicherheit für die Attraktivität von Infrastrukturinvestitionen für deutsche institutionelle Anleger entscheidend ist. Hilfreich wäre es aus Sicht von 66 Prozent der Investoren auch, wenn die Politik eine Infrastrukturagenda mit klar erkennbaren Schwerpunkten aufstellen würde.

Die veränderte „Rangliste“ Netze, PPPs und Erneuerbare Energien – Letztere haben also ihren Nummer-Eins-Status eingebüßt – lässt sich ebenfalls damit interpretieren, dass die anstehenden EEG-Reformen für Unsicherheit sorgen. Ein gewichtiges Argument ist aber auch, dass in diesen Sektor bereits viel Geld geflossen ist und nun die Portfoliotheorie eine breitere Aufstellung bei Infrastrukturanlagen ratsam erscheinen lässt. Einen bislang ungesättigten Appetit verspüren die Anleger dagegen auf PPPs. Hier zeigt sich ein großer Nachholbedarf beim Angebot.

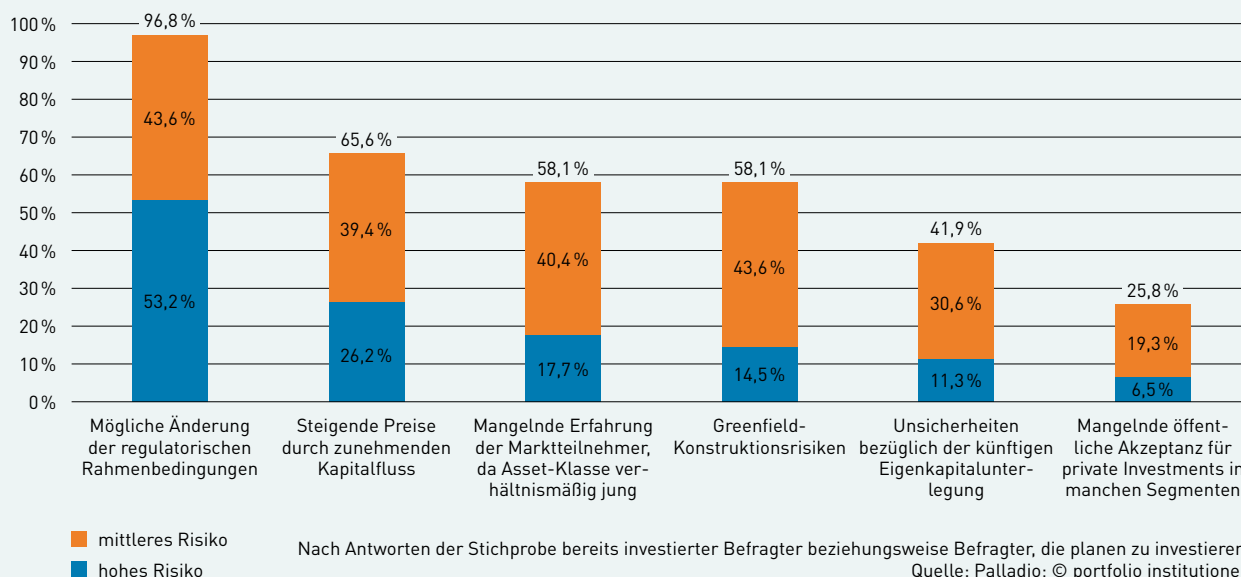
### ... und ein besserer Dialog

Ängste bezüglich Änderungen bei den regulatorischen Rahmenbedingungen, der Wunsch nach einer Infrastrukturagenda und ein ungesättigter Appetit auf PPPs: Daraus lässt sich ableiten – und hierin

liegt eine wesentliche Erkenntnis der Palladio-Umfrage –, dass es am gegenseitigen Austausch zwischen den Vertretern der Anlagegelder und den Vertretern des Volkes hapert. Offenbar haben Finanzkrise, Bankenkrise und die Heuschreckendebatte in den Parlamenten für ein verzerrtes Bild von der hiesigen institutionellen Anlegerschaft, oder auch bislang für andere Prioritäten gesorgt. Ableiten lässt sich diese Schlussfolgerung zudem aus den Angaben eines knappen Drittels der Investoren, die nur ein geringes bis sehr geringes Interesse der Politik an privaten Investitionen deutscher institutioneller Anleger erkennen. Weitere 50 Prozent empfinden dieses Interesse als mäßig. 93 Prozent der Befragten wurden nach eigenen Angaben bislang auch noch nicht konkret von der öffentlichen Hand, sei es auf Bundes-, Landes- oder kommunaler Ebene, auf private Finanzierungen von Infrastrukturprojekten angesprochen. Damit stellen die Anleger der Politik ein Armutszeugnis aus. Positiv betrachtet besteht jedoch ein sehr großes Potenzial für beide Seiten, das jedoch noch gehoben werden muss. „Derzeit scheint jedoch die Erkenntnis oder der politische Wille zu fehlen, auf diese vorhandenen (Finanzierungs-)Ressourcen zurückzugreifen“, kommentieren die Studienautoren von Palladio Partners.

Ein wichtiges Detail bezüglich der Wahrnehmung institutioneller Kapitalanleger gibt auch die Einschätzung der Risiken bei Infrastrukturinvestitionen wieder. Last but not least konstatiert ein Viertel der Investoren eine mangelnde öffentliche Akzeptanz für private Investments in manchen Segmenten. Diese Einschätzung spiegelt die öffentliche Debatte über die kommunale Wasserversorgung in Deutschland wider. Je nach Entwicklung der öffentlichen Meinung könnte dieses „Wahrnehmungsrisiko“ auch wachsen. Bei der

## Einschätzung der Risiken bei Infrastrukturinvestitionen



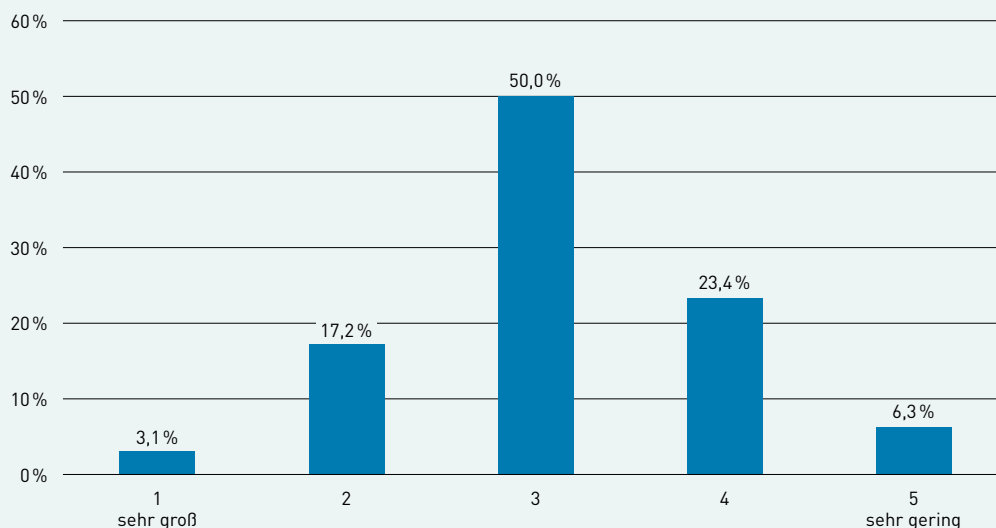
Erhebung der Umfrage wurde jedoch wie bereits erwähnt eine eventuelle Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen als das gewichtigste Risiko eingeschätzt. Auf den Plätzen folgen „steigende Preise durch zunehmenden Kapitalzufluss“, eine „mangelnde Erfahrung der Marktteilnehmer“, „Greenfield-Konstruktionsrisiken“ und die der Leserschaft bekannten „Unsicherheiten bezüglich der künftigen Eigenkapitalunterlegung“. Die Risikowahrnehmung ist also durchaus breit und ausdifferenziert. Mit den Vorbehalten gegenüber „Greenfield-Konstruktionsrisiken“ korrespondiert, dass über die Hälfte den Zugang zu Infrastruktur über Eigenkapital-Secondary-Fonds als attraktiv bezeichnet.

### Der Investor als Staatsbürger

Die investierten Befragten nehmen deutlich wahr, dass in den vergangenen Jahren zu wenig Geld in die öffentliche Infrastruktur geflossen ist. Diesen Investitionsstau aufzulösen, trauen laut Studie nahezu alle Befragten der stärkeren Beteiligung privaten Kapitals institutioneller Anleger zu. Gleichzeitig sehen sie daraus positive Wachstumsimpulse für die Gesamtwirtschaft und geopolitische Vorteile, Stichwort „Energieversorgung“, erwachsen.

Ableiten lässt sich aus der Studie, dass im Interesse der Altersvorsorge einerseits und der Finanzierung einer funktionierenden Infrastruktur andererseits die Etablierung eines Dialogs, der das gegenseitige Verständnis fördert, hilfreich wäre. Seitens der Investoren scheint es hierfür eine große Aufgeschlossenheit zu geben. Dialoggrundlage – und eventuell auch ein Druckmittel der Investoren – könnten dabei laut den Studienautoren auch funktionierende PPP-Beispiele aus Großbritannien oder Belgien sein.

Wie beurteilen Sie das Interesse der deutschen Politik, private Investitionen deutscher institutioneller Anleger in Infrastruktur zu fördern? Das Interesse seitens der Politik ist:



Nach Antworten der Stichprobe bereits investierter Befragter beziehungsweise Befragter, die planen zu investieren;  
Quelle: Palladio; © portfolio institutionell

## Die Zeit ist reif für PPPs



Michael Rieder,  
Palladio Partners

*Michael Rieder und Prof. Dr. Stefan Jugel im Gespräch mit Patrick Eisele*

**Investments in Infrastruktur bewegen die Anlegerschaft – nicht aber die Politik. So lautet ein wichtiges Ergebnis der Umfrage „Öffentliche Aufgaben und private Investitionen“ unter institutionellen Investoren in Deutschland zu dieser Asset-Klasse. Durchgeführt wurde die Umfrage vom Berater Palladio Partners, der dabei von Prof. Dr. Stefan Jugel von der Hochschule Rhein-Main und portfolio institutionell unterstützt wurde.**

### Woher stammt die Idee für diese Umfrage?

**Michael Rieder:** Wir hatten eine Podiumsdiskussion im Deutschen Bundestag in Berlin mit Politikern und deutschen institutionellen Anlegern zum Thema „Infrastruktur in Deutschland“ organisiert. Das Interesse an dieser Diskussion war sehr groß, da den Politikern der Finanzierungsbedarf der deutschen Infrastruktur bewusst ist.

Es stellte sich jedoch heraus, dass es auf der politischen Seite zum Teil eine Unkenntnis über die konkreten Ziele und Vorstellungen eines institutionellen Anlegers bei der Finanzierung von deutscher Infrastruktur gibt. Es war zu spüren, dass bislang ein Dialog zwischen öffentlicher Hand und Investoren nicht in ausreichendem Maße vorhanden war. Dies wurde in der Befragung nachher auch bestätigt: 93 Prozent der Investoren gaben an, bislang von politischen Vertretern noch nicht auf ein Infrastrukturengagement angesprochen worden zu sein.

Nachdem während der besagten Podiumsdiskussion häufig die Frage gestellt wurde, ob die Aussagen der anwesenden institutionellen Anleger für die Branche repräsentativ seien, entstand bei mir und meinem Partner, Dr. Bernd Kreuter, die Idee für eine sehr breit angelegte Umfrage unter hiesigen institutionellen Investoren zu deren Überlegungen zu Investments in Infrastruktur. Dass das Gros der Umfrageergebnisse an die Politik adressiert ist, war nicht beabsichtigt, sondern hat sich so aus den Antworten der Investoren ergeben.

**Prof. Dr. Stefan Jugel:** Das kann ich bestätigen. Es gab in der Erstellung der Umfrage keinen politischen Fokus. Die Erhebung war von den Fragestellungen her sehr breit angelegt. Die Initiative zur Umfrage ging von Palladio Partners aus. Aus meinen eigenen empirischen Studien und der Auswertung von Sekundärstudien zu meinem Forschungsgebiet „Alternative Assets“ konnte ich erkennen, dass Infrastruktur ein großes Thema ist. So sind wir zusammengekommen. Übrigens gilt besonders für Private Equity, so meine neben der Heuschreckendebatte auch persönliche Erfahrung, dass die meisten Politiker diese Beteiligungsthemen nicht richtig einordnen können. In den USA oder in Großbritannien ist man hier schon weiter.

**Rieder:** Ein interessantes Ergebnis war auch das seitens der institutionellen Investoren hohe Bewusstsein bezüglich des gesamtwirtschaftlichen Nutzens einer funktionierenden Infrastruktur und dass auch geo-

politische Abhängigkeiten bei Energielieferungen aus dem Ausland gesehen werden. Insbesondere scheint es auch wie erwähnt Nachholbedarf im Dialog mit der Politik bei der Frage zu geben, welcher Anlegertyp deutsche institutionelle Anleger sind. Das oft existierende Vorurteil, es handele sich um kurzfristig orientierte Anleger, die eine möglichst hohe absolute Rendite erwarten, erschwert sicher bisher die Dialogbereitschaft der Politik.

Die Befragung gibt hier eine wichtige Hilfestellung: Versicherungen und Pensionskassen sind relative Renditen (die ihren Rechnungszins übersteigen und zu ihrer Verpflichtungsseite passen) ebenso wichtig wie der langfristige Anlagehorizont. Damit sind (beziehungsweise können) institutionelle Anleger von ihrer Zielsetzung her langfristige verlässliche Partner der öffentlichen Hand (sein). Ein Matching der jeweiligen Ziele sollte möglich sein: Die Investoren planen laut Befragung in den kommenden zwei bis drei Jahren Infrastrukturinvestments in Höhe von 14 Milliarden Euro, und auf der anderen Seite beträgt zum Beispiel das jährliche Finanzierungsdefizit der Verkehrsinfrastruktur laut der Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ rund sieben Milliarden Euro.

#### Wie repräsentativ für die deutsche Anlegerschaft ist denn nun die Umfrage?

**Jugel:** Die Umfrage ist absolut repräsentativ. Schließlich handelt es sich um eine Vollerhebung, an der sich 70 Prozent des Gesamt-

kapitals der deutschen institutionellen Anleger beziehungsweise 1,3 Billionen Euro beteiligten. Die Gesamtmarktabdeckung ist also sehr gut. Auch deshalb, weil die Antworten sehr detailliert und differenziert ausfielen.

#### Haben Sie dafür eine Erklärung?

**Jugel:** Ein sehr wichtiger Grund für die hohe Rücklaufquote und die Bereitschaft zu detaillierten Auskünften führe ich darauf zurück, dass bei diesem Thema ein hohes Mitteilungsbedürfnis besteht. Ein solches Ergebnis ist nur bei einem neuen und für die Ansprechpartner auch ganz wichtigem Thema möglich. Wir können daraus schließen, dass Investoren dieses Thema unter den Nägeln brennt.

Trotz der differenzierten Antworten ergab sich ein stimmiges Bild: Die Anleger haben investiert und wollen weiter, insbesondere in Deutschland, investieren. Sie müssen aber dem regulatorischen Umfeld vertrauen können und wünschen sich erkennbare Förderschwerpunkte. Dass Vater Staat die Rendite beeinflusst, ist mit Blick auf die präferierten Segmente „Netze“, „PPP“ und „Erneuerbare Energien“ nachvollziehbar.

**Rieder:** Und aus diesem Blickwinkel ist auch erkennbar, warum Deutschland als Investitionsstandort besonders attraktiv ist. Allerdings: Ein Vertrauensverlust in die Rechtssicherheit eines Standorts, zum Beispiel durch Eingriffe in das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG), würde nicht nur das Segment „Erneuerbare Energien“, sondern



Prof. Dr. Stefan Jugel,  
Hochschule Rhein-Main



WEGWEISEND  
TONANGEBEND  
DIE AUSZEICHNUNG  
FÜR INVESTOREN

---

AWARDS 2014

alle Infrastruktursegmente belasten. Die Vorschläge von Ex-Bundesumweltminister Peter Altmaier, die auch rückwirkende Änderungen am EEG vorsahen, und die über mehrere Monate unklare Beschlusslage beeinflusste das Anlageverhalten der deutschen institutionellen Anleger über die gesamte Asset-Klasse. Aus meinen persönlichen Gesprächen mit institutionellen Anlegern weiß ich, dass man beispielsweise bei rückwirkenden Eingriffen bei Renewables davon ausgegangen wäre, dass ein solcher Schritt auch für andere Segmente der Infrastruktur möglich sein kann. Herr Altmaier, aber auch der spanische Gesetzgeber hat die Investoren sensibilisiert.

Das lässt sich in der Umfrage direkt darin herauslesen, dass 97 Prozent eine mögliche Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen als (hohes) Risiko bezeichnen, und indirekt darin, dass zwar 42 Prozent Deutschland als attraktiv bezeichnen, aber nur 24 Prozent als hoch attraktiv. Dass Kapital ein scheues Reh ist, hat sich in Spanien gezeigt, dessen Regierung in das regulatorische System eingegriffen hat. Während bisher 18 Prozent der Infrastrukturinvestitionen der deutschen Anleger in Südeuropa stattfanden, bezeichnen heute gerade einmal fünf Prozent Südeuropa noch als hochattraktiv. Die Regionen „Asien“ und „Rest der Welt“ schneiden bei dieser Frage besser ab.

#### **Zu den „Wunschsegmenten“: Sind Investitionen in Netze in Deutschland realistisch?**

**Rieder:** Die großen Netze sind weitestgehend privatisiert oder stehen aktuell nicht zum Verkauf. In Deutschland existiert aber eine Vielzahl von regionalen Verteilernetzen. Hier bestehen Beteiligungsmöglichkeiten.

#### **Ging die Attraktivität der Erzeugung von alternativen Energien insgesamt zurück, oder betrifft dies nur einzelne Energieformen?**

**Rieder:** Die Erneuerbaren Energien sind zwar heute nur noch für fünf Prozent hoch attraktiv, aber immer noch für knapp 50 Prozent attraktiv. Relativ zu den Segmenten „Netze“ und „PPP“ haben Renewables aber an Beliebtheit verloren. Dies lag zum Teil sicher an den sogenannten Altmaier-Vorschlägen, teils aber auch daran, dass in diesem Segment in Deutschland bereits viel inves-

tiert wurde und man nun auch mehr in andere Segmente diversifizieren will. Darüber hinaus lässt es sich aber nicht pauschalisieren, dass zum Beispiel nur eine bestimmte Energieform an Attraktivität verloren hat, auch wenn das breite Interesse an Photovoltaikinvestitionen doch merklich zurückgegangen zu sein scheint.

#### **Ein interessantes Ergebnis ist auch, dass Direktinvestments von 24 Prozent als attraktivste Zugangsvariante (Antwort „hoch attraktiv“) genannt werden. Besteht hier ein Bias durch die Kapitalgewichtung der Umfrage?**

**Jugel:** Nein. Wenn man die Fragebögen ohne Kapitalgewichtung (nach Anzahl der Befragten) auswertet, ergibt sich hier ein Wert von knapp 20 Prozent, ähnlich hoch und auch der höchste Wert unter der Kategorie „hoch attraktiv“. Dies zeigt das Interesse sowohl großer als auch kleinerer Anleger für Direktinvestments.

## **„Die Zeit war einfach noch nicht reif. In der jüngeren Vergangenheit waren Wiedervereinigung und Finanzkrise wichtiger.“**

*Prof. Dr. Stefan Jugel*

**Rieder:** Dieses Ergebnis zeigt, dass auch kleinere Anleger trotz teilweise geringerer Ressourcen bereits über einen Erfahrungsschatz in bestimmten Bereichen, wie zum Beispiel „Erneuerbare Energien“, verfügen und sich dann fokussierte Einzelthemen mit gut aufbereiteten Unterlagen zutrauen. Das kann zum Beispiel ein Windpark sein oder auch öffentliche Gebäude im Bereich der Immobilien/sozialen Infrastruktur in einem bestimmten Bundesland. Wenn die Politik hierzu den Dialog sucht, bieten sich große Chancen. Die ganze Asset-Klasse direkt anzugehen, scheint sich jedoch niemand zuzutrauen. Der bevorzugte Zugang bleibt nach wie vor der indirekte Weg über Fonds, da die gesamte Asset-Klasse vielfältig und komplex ist.

Dieses Ergebnis zeigt aber auch, dass die Investoren individuell abgeholt werden wollen, jeder mit etwas unterschiedlichen Anforderungen an das Thema. Starre Standardprodukte, wie Dachfonds, können dies nicht leisten, keiner der Befragten sieht diesen Zugangsweg als hoch attraktiv an. Angesichts der oft einstelligen Renditen muss man auch besonders gut auf die Kosten achten.

#### **Bemerkenswert ist aus meiner Sicht, dass der Aspekt „Inflationsschutz“ nur von drei Prozent in der Kategorie „sehr wichtig“ verortet wird.**

**Rieder:** Das sollte man als Momentaufnahme einschätzen und ist sicher auch dem aktuellen Umfeld geschuldet. Daneben erachten fast 80 Prozent „sichere, langfristig planbare Cashflows“ als wichtig, hier spielt indirekt natürlich die Inflation(-serwartung) auch eine wichtige Rolle.

#### **Die Politik sucht nach Finanzmitteln, um die Infrastruktur zu finanzieren, und muss sich um die Altersvorsorge sorgen. Die nötigen Hausaufgaben für die Gewinnung von privatem Kapital werden aber nicht gemacht. Ist hier eine gewisse Schizophrenie erkennbar?**

**Rieder:** Man muss sehen, dass die Politik mit vielen Themen beschäftigt ist und beispielsweise auf kommunaler Ebene in Einzelfällen auch schlechte Erfahrungen mit Sale-and-Lease-back-Transaktionen gemacht wurden. Institutionelle Anleger werden auch oft in die Schublade Finanzhai/Heuschrecke kategorisiert.

**Jugel:** Man muss klar und differenziert sehen, dass die deutschen regulierten Anleger, wie Versicherungen und Pensionskassen, andere Interessen haben als reine Renditemaximierung. Die hiesige Anlegerschaft sucht moderate, stabile Renditen passend zu den Verpflichtungen gegenüber ihren Versicherungsnehmern und Rentenbeziehern, und dies mit einem langfristigen Horizont. Nach der Deregulierung von Telekommunikation, Post und des Strommarktes ist nun die Zeit reif für Themen wie PPP.

**Trotzdem: Die Einschätzungen der Investoren, insbesondere zum bislang fehlenden Dialog, sind ein Armutszeugnis für die Politik.**

**Jugel:** Nein. Die Zeit war einfach noch nicht reif. In der jüngeren Vergangenheit waren erst die Wiedervereinigung und dann die Finanzkrise riesige und einfach wichtigere Themen. Vor ein paar Jahren gab es auch noch keinen Anlagenotstand beziehungsweise Probleme mit der Mindestverzinsung. Insbesondere Lebensversicherungen, die größte Anlegergruppe, stehen vor einer Neuorientierung. Das Thema ist jetzt aktuell, und es ist der Zeitpunkt gekommen, dass auch die Politik hier Prioritäten setzt.

**Rieder:** In Deutschland sorgt auch das föderale System für schwierigere Startvoraussetzungen für Kooperationen zwischen Staat und Investoren. In zentral administrierten Staaten, wie Frankreich oder Großbritannien, haben PPPs eine längere Tradition.

#### Wo sollte denn dann ein Geburtshelfer anpacken?

**Rieder:** Man sollte sich konkrete Themen und Bereiche vornehmen und weniger versuchen, eine allumfassende große visionäre Lösung zu finden. Dies könnten bestimmte konkrete Segmente/Projektarten sein oder auch regionale/kommunale Lösungen. Somit kann man Leuchtturmprojekte umsetzen und Akzeptanz erreichen. Die Akzeptanz spielt eine nicht zu unterschätzende Rolle. Man sollte sich auf die Bereiche fokussieren, in denen private Investoren akzeptiert sind. Dies könnte die soziale Infrastruktur sein, Bereiche wie öffentliche Gebäude oder auch Straßen, weniger beispielsweise aber die kommunale Wasserversorgung.

Beispiele aus dem Ausland zeigen, wie Lösungen für konkrete Probleme funktionieren können: In Belgien beispielsweise hat die öffentliche Hand die Notwendigkeit des Baus neuer Gefängnisse gesehen und hierfür ein spezielles PPP-Konzept erarbeitet. Ein konkretes Problem und eine konkrete Lösung. Interessant ist auch der sogenannte NIP, National Infrastructure Plan, in Großbritannien: Im Dialog mit institutionellen Anlegern wurde festgestellt, dass Greenfield-Projektrisiken ein Hindernis für Investitionen darstellen, und somit hat die Regierung für dieses Risiko ein Garantiekonzept erarbeitet. Gesamtumfang des Plans sind 450 Milliarden Euro. Dies zeigt, dass ein Dialog hilft, die jeweiligen Probleme beziehungsweise Bedürfnisse zu adressieren, und somit im Interesse aller Beteiligten Großes bewegt werden kann.

**Jugel:** In Ludwigshafen ist zum Beispiel die über den Rhein führende Hochstraße Nord irreparabel beschädigt und für LKW gesperrt. Hier ist ein konkreter Finanzierungsbedarf gegeben, der von der Kommune allein nicht ansatzweise dargestellt werden kann. Aus meiner Sicht könnte man hier einen Modellversuch starten.

#### Also: Besser vor der Haustür die Hochstraße in Ludwigshafen als das multinationale Desertec-Projekt. Wie bewerten Sie das neue Bundeskabinett?

**Rieder:** Die Konzentration der Energiewende auf das Wirtschaftsministerium, dem dabei einer der wohl wichtigsten Minister der Koalition vorsteht, ist ein gutes Zeichen. Ebenso positiv ist zu bewerten, dass nicht nur die Zusagen für bereits bestehende Anlagen respektiert werden sollen, sondern auch genehmigte Anlagen Bestandschutz genießen sollen. Der Ausgang ist aber nach wie vor offen.

## Fachforum 2014 Eine Struktur für Infrastruktur

Das portfolio Fachforum startet mit dem Thema Infrastruktur in die achte Runde. Wir möchten Sie einladen den Ausführungen von Experten und Investoren zu folgen und zu diskutieren, wie sich diese noch junge Asset-Klasse nutzen lässt. Das Fachforum findet am 3. April in Düsseldorf statt.



Joachim Buse, MBA  
Leiter Aviation Biofuel Lufthansa Group.  
Vortrag zum Thema: Alternatives Kerosin für die Luftfahrt aus Sicht eines Carriers beziehungsweise Anlegers – eine Case Study



Daniel Domscheit-Berg  
Verfechter von Transparenz und dem gleichberechtigten Zugang zu Information und Wissen in einer komplexen globalisierten Welt, hält den Abschlussvortrag.