

*Infrastruktur*

**CASHFLOW-JAGD**

**MIT HINDERNISSEN**

NOVEMBER 2012 PORTFOLIO PLATTFORM



*Infrastruktur ist Anlegers Liebling –  
aber nicht der Aufsicht. Der Zugang zu  
Infrastruktur gestaltet sich aber auch  
aus anderen Gründen als schwierig.*



*Bernd Meissner*  
*Geschäftsführer,*  
*Kronstein Advisors*

*Ralf J. Fuchs*  
*Abteilungsleiter Kapitalanlagen,*  
*WGV Versicherungen*

*Dr. Matthias Reicherter*  
*Head of Infrastructure,*  
*Golding Capital Partners*

*Götz A. Hoyer*  
*Gründer und Managing Partner,*  
*FHP Private Equity Consultants*



*Moderation:*  
*Patrick Eisele*  
*portfolio Verlagsgesellschaft*



*Dirk Brockhaus*  
*Pension Asset Management,*  
*Evonik Industries AG*

*Peter Holzhäuser*  
*Finanzleiter, Zusatzversorgungskasse*  
*für die Gemeinden und Gemeinde-*  
*verbände in Wiesbaden (KDZ)*

*Charlotte Klinkert*  
*Kapitalanlagenmanagement,*  
*Stadt Köln*



### Herzlich willkommen zur Infrastrukturdiskussion. In Ihrer Studie von 2011, Herr Hoyer, lag die Attraktivität von Infrastruktur-Assets für Investoren insbesondere in den stetigen und planbaren Cashflows. Gilt dies auch heute noch?

**Hoyer:** Dies war das Ergebnis der damaligen Studie unter institutionellen Investoren. Diese Erkenntnis ergibt sich aber auch aus heutigen Gesprächen. Man ist bemüht, neue Renditequellen zu erschließen, insbesondere mit laufenden Ausschüttungen. An zweiter Stelle kommen Aspekte wie Diversifikation und Inflationsschutz.

### Herr Fuchs, ergeben sich diese Faktoren denn auch in der Praxis?

**Fuchs:** Unsere Investments noch sehr begrenzt, so dass wir eigentlich nur aus der Theorie sprechen können. Es gilt aber aus meiner Sicht auch allgemein, dass sich Infrastruktur noch mehr in der Diskussionsphase befindet. Unsere bislang geringen praktischen Erfahrungen sind aber gut. Aus einem Solarpark fließen uns stetige Erträge zu. Insgesamt ist Infrastruktur

ein breites Feld. In Deutschland kommen Investments insbesondere erneuerbaren Energien zugute.

**Dr. Reicherter:** Für deutsche Investoren mag dies zutreffen, international gibt es Infrastrukturinvestments jedoch bereits seit Anfang der 90er Jahre, zum Beispiel in Großbritannien und Australien. Dort wurden bereits viele Projekte umgesetzt. Um sich mit der Asset-Klasse vertrauter zu machen, ist es sicher hilfreich, sich auch jenseits der Landesgrenzen zu informieren. Ausländische Cashflow-Daten sind nun relativ belastbar. Abgesehen von den Renewables gibt es diese in Deutschland noch nur vereinzelt. Deutschland muss sich noch stärker dafür öffnen, private Investoren für den Bau von zum Beispiel Transport- und sozialer Infrastruktur an Bord zu holen.

**Brockhaus:** Wir halten das Rendite-Risiko-Profil von Infrastruktur für sehr interessant. Ein Investor muss aber genau differenzieren, ob er ein aktienähnliches Profil oder eher einen Rentenersatz sucht. Infrastruktur kann je nach Segment sehr konjunkturabhängig sein und Projektentwicklungsrisiken aufweisen, aber auch sehr stabile Cashflows bieten. Zum Beispiel ist ein Strom- oder Gasnetz in Deutschland sicher stabiler als Solarenergie in Spanien. Insbesondere auch, weil die regulatorischen Risiken anders zu bewerten sind.

**Holzhäuser:** Das ist genau der Punkt: Warum sollte der spanische Staat nicht auch ein zweites Mal kürzen? Ich bezweifle, dass ein Portfolio mit Spanien-Exposure die richtige Investition für einen institutionellen, öffentlichen Anleger in Deutschland ist. Wir brauchen den stetigen Cashflow.

### Wie weit ist denn das KDZ bei Infrastrukturanlagen?

**Holzhäuser:** Das KDZ ist mitten in der Findungsphase. Zu klären ist auch, ob wir unsere Immobilienquote für Infrastruktur öffnen wollen. Unsere Asset-Liability-Studie dürfte eine Quote von drei bis fünf Prozent Infrastruktur ergeben. Mit Blick auf den Rechnungszins von etwa fünf Prozent, den wir als öffentlich-rechtliche Zusatzversorgungskasse haben, sehen wir hier die Möglichkeit einer auskömmlichen Renditegenerierung bei einem vergleichsweise niedrigen Risiko. Eine vernünftige Investition stellt für mich ein breit diversifiziertes Portfolio dar, in das wir gemeinsam mit gleichgesinnten Anlegern mit identischem Anlagehorizont investieren. Kleine Club-Deals halte ich für smart. Wenn sich mehrere zusammenschließen, ist eine breitere Diversifikation möglich.

**Dr. Reicherter:** Spanien ist ein gutes Beispiel dafür, dass man die rechtlich-regulatorische und technische Struktur analysieren muss. Vergütungssysteme für einen spanischen Solarpark sind anders als in Deutschland oder Italien. Einer spanischen Öl- oder Gas-Pipeline vertraue ich mehr, weil hier die Schuldenlast beim Nutzer und nicht wie bei einem spanischen Solarpark beim Staat liegt. Auch haben die Pipeline-Nutzer wenig Alternativen.

**Fuchs:** Für mich ist bei Infrastruktur ein zentraler Punkt, dass sich das Investment wirtschaftlich auch ohne Subventionen rechnet. Staatsrisiken gilt es zu vermeiden. Windanlagen in Deutschland sind schon nah an der Wirtschaftlichkeit. Wobei ich das Staatsrisiko in Deutschland für gering halte.

**Holzhäuser:** Die gewonnene Windenergie muss in Deutschland aber auch von Nord nach Süd transportiert werden. Hier sehe ich ein Staatsrisiko in Deutschland.



### Frau Klinnert, sehen Sie in Infrastruktur auch eher einen Rentenersatz?

**Klinnert:** Wir sind noch in der Findungsphase und haben den Markt noch nicht abschließend sondiert. Erkennbar ist für uns aber bereits, dass man auch Core-Infrastruktur nicht pauschal ein bestimmtes Rendite-Risiko-Profil zuordnen kann. Prinzipiell wären für uns fünf Prozent Zinsen genug, wenn wir dafür die Risiken begrenzen.

**Hoyer:** Wir machten den ersten Infrastruktur-Search 2008. Die damals selektierten Fonds liefern heute zufriedenstellende Cash Yields. Derzeit ist das Umfeld aber sehr heterogen und man muss genau hinschauen, welche Investments die einzelnen Manager tatsächlich umsetzen. Eine Anmerkung zu vorhin: Für mich gibt es in Form von Baukonzernen und Energieversorgern Infrastruktur schon lange in Deutschland. Neu ist nur der Zugang.

### Hätte man besser 2007 als jetzt investieren sollen?

**Hoyer:** In den vergangenen Jahren wurde auch viel Lehrgeld bezahlt. Hinter den Erwartungen zurückgeblieben sind insbesondere verkappte Private-Equity-Investments, bei denen sich dann Nachfragerisiken realisierten. Solche Transaktionen kaufen Investoren heute den Anbietern nicht mehr ab.

**Brockhaus:** Diversifikation ist nicht nur über Länderrisiken und Infrastruktursegmente, sondern auch über den Zeithorizont wichtig. Entscheidend für die Gesamtrendite sind ja nicht nur stabile Cashflows, sondern auch der Ankaufs- und Verkaufspreis. 2007 wurden hohe Preise gezahlt, und nach Ausbruch der Finanzkrise kam es dazu, dass damals aufgelegte Fonds Gelder nicht mehr im geplanten Volumen einsammeln konnten. So entstanden ungewollte Klumpenrisiken in den Fondsportfolios. Diese Punkte gilt es auch zu beachten.

**Hoyer:** Ein wichtiger Indikator für den Marktzustand ist das sogenannte Dry Powder. Das aktuelle trockene Pulver der Infrastrukturfonds reicht gerade einmal für ein Jahr.

### Aber viele Fonds sammeln nun parallel Geld ein und schließen womöglich parallel.

**Hoyer:** Weltweit versuchen 140 bis 150 Fonds, Geld einzusammeln. Erfolgreich schließen wird aber nur ein gutes Drittel. Der Ausleseprozess ist enorm, und auch guten Fonds fällt es schwer, ihr Zielvolumen zu erreichen. Auch wenn ein gewisser Wettbewerbsdruck dadurch entsteht, dass manche Institutionelle auch direkt investieren, ist das Wettbewerbsumfeld derzeit wenig intensiv.



### Was ist aber mit der Finanzierung? Gibt es genug Fremdkapital?

**Dr. Reicherter:** Qualitativ hochwertige Projekte haben kein Finanzierungsproblem. Wenn bei den erneuerbaren Energien oder den Private-Public-Partnerships (PPPs) eine Finanzierung zustande kommt, dann werden diese Projekte auch durchfinanziert. Es bestehen also keine Refinanzierungsrisiken. Bei Versorgern besteht ein funktionierender Markt für Utility Bonds. Diese sind sehr liquide. Finanzierungsengpässe sind allerdings bei Greenfields beziehungsweise Entwicklungsrisiken gegeben. Hier gibt es aber Regierungsinitiativen zur Risikoreduzierung.

**Meissner:** Aus meiner Sicht sind heute bei großen Infrastrukturprojekten die Banken nicht mehr als entscheidender Finanzier dabei. Sie sind nur noch dabei, wenn ihr Knowhow zur Beurteilung eines Projekts gefragt ist.

### Ist es für Anleger dann nicht viel interessanter, Fremdkapital zu geben?

**Fuchs:** Es gibt Bereiche, wo Fremdkapital absolut Sinn macht. Wir haben uns bisher mit der Eigenkapitalseite beschäftigt, weil es hier einfach derzeit ein größeres Angebot gibt. Fremdkapital wird von größeren Investoren bei Infrastruktur, aber auch bei Immobilien gern auch direkt gegeben. Da können wir als WGV aber mit Blick auf unsere Ressourcen nicht mitspielen.

---

*„Für die Investoren ist ihre eigene Zurückhaltung ein Problem. Niemand will als Erster zeichnen, es besteht ein Henne-Ei-Problem.“*

*Ralf J. Fuchs, Württembergische Gemeinde-Versicherung a.G.*

---

### Wie hoch sind die Fremdkapitalquoten denn typischerweise?

**Dr. Reicherter:** Das hängt vom Segment ab. Bei PPPs oder Renewables liegen die Eigenkapitalquoten bei zehn bis 30 Prozent. Core-Versorger-Assets ähneln mit grob 40 bis 50 Prozent der Unternehmensfinanzierung.

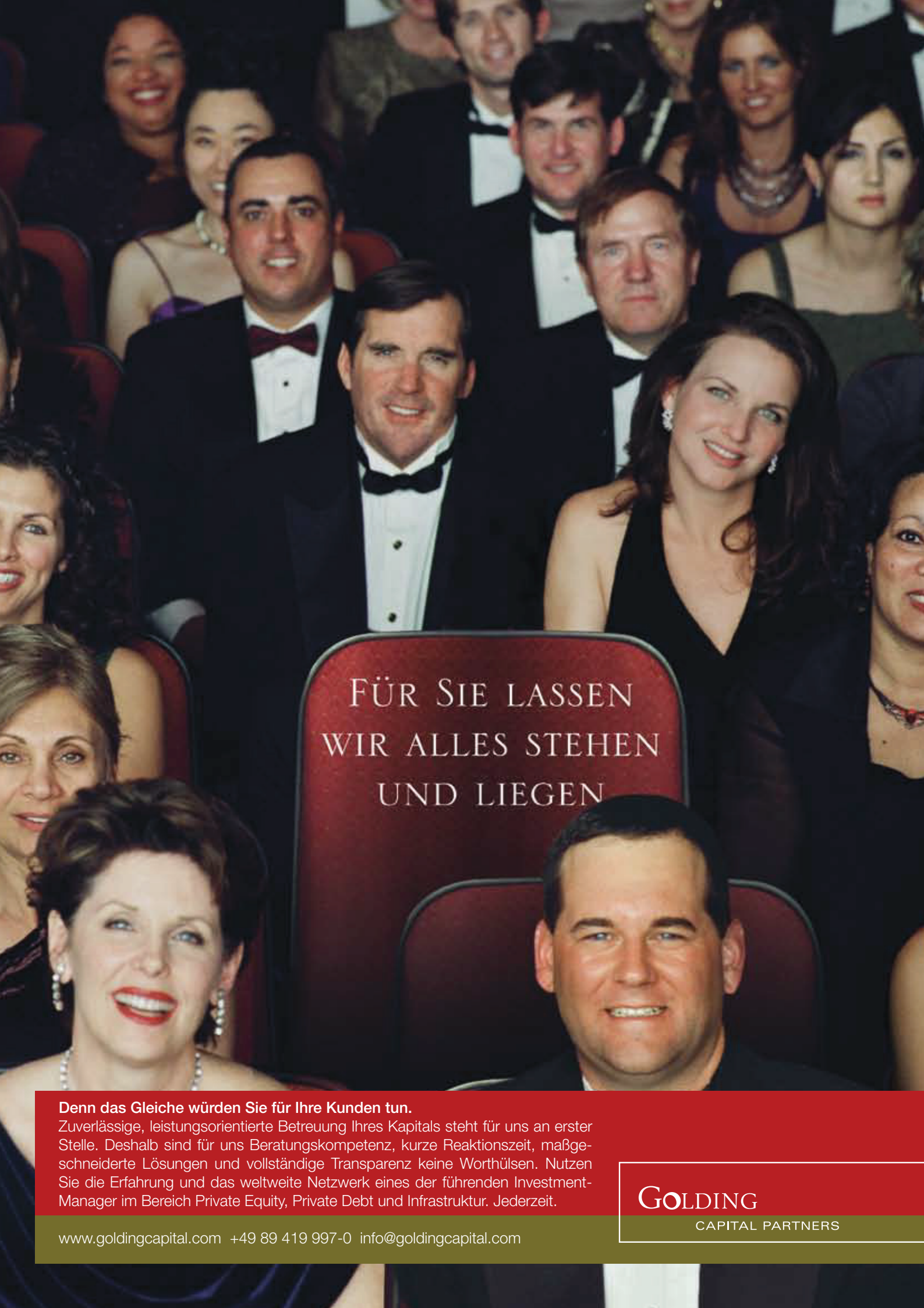
**Hoyer:** Vor drei bis vier Jahren waren die Fremdkapitalquoten aber noch deutlich höher.

**Brockhaus:** Wir suchen Infrastrukturinvestments primär als teilweisen Rentenersatz, und darum sind für uns Eigen- und Fremdkapitalinvestments interessant. Allerdings darf der Verwaltungsaufwand nicht zu hoch sein, und es muss regulatorisch umsetzbar sein. Zu berücksichtigen ist auch, dass Infrastruktur in Konkurrenz zu anderen Anlageklassen, beispielsweise zu Immobilien, steht, die in der Regel wesentlich einfacher umsetzbar sind. Wenn die regulatorischen Probleme nicht gelöst werden, wird sich an den niedrigen Infrastrukturquoten nicht viel ändern. Zuletzt haben wir auch einfach in klassische, börsennotierte Unternehmensanleihen von Infrastrukturunternehmen investiert. Beim Erwerb solcher Anleihen entstehen kaum zusätzliche Kosten, keine regulatorischen Probleme und ich kann den Bond in der Regel jederzeit wieder veräußern. Dagegen hat ein Infrastruktur-Debt-Fonds eine relativ hohe Fee-Belastung. Vor dem Hintergrund der wesentlich schwierigeren und aufwendigeren Umsetzbarkeit, der langen Laufzeit und der Illiquidität muss man abwägen, ob der Renditevorteil nach Kosten ausreichend groß ist, damit ein Infrastruktur-Debt-Fonds noch attraktiv erscheint.

**Dr. Reicherter:** Wenn sich eine bondartige Struktur schaffen lässt, die direkt auf die Bücher genommen werden kann, ist die Vergabe von Fremdkapital bereits heute ein häufig praktizierter Weg von institutionellen Anlegern – hauptsächlich Versicherern. Debt-Fonds hingegen sind in der Etablierung, und es wird sich zeigen, ob Kostenmodelle gefunden werden, so dass nach Kosten noch eine attraktive Verzinsung des Investments übrig bleibt.

### Besteht ein Risiko, dass Track Records noch nicht viel Aussagekraft haben?

**Klinnert:** Infrastruktur in ALM-Studien abzubilden, ist etwas problematisch, weil die Track Records zu heterogen und zu kurz sind. Hier gibt es eine Hürde, die noch überwunden werden muss.

A group of people, mostly men in tuxedos and women in formal dresses, are seated in rows of red theater seats. They are all looking towards the camera with varying degrees of smiles. The background is dark, suggesting a theater or event space.

FÜR SIE LASSEN  
WIR ALLES STEHEN  
UND LIEGEN

**Denn das Gleiche würden Sie für Ihre Kunden tun.**

Zuverlässige, leistungsorientierte Betreuung Ihres Kapitals steht für uns an erster Stelle. Deshalb sind für uns Beratungskompetenz, kurze Reaktionszeit, maßgeschneiderte Lösungen und vollständige Transparenz keine Worthülsen. Nutzen Sie die Erfahrung und das weltweite Netzwerk eines der führenden Investment-Manager im Bereich Private Equity, Private Debt und Infrastruktur. Jederzeit.

[www.goldingcapital.com](http://www.goldingcapital.com) +49 89 419 997-0 [info@goldingcapital.com](mailto:info@goldingcapital.com)

**GOLDING**

CAPITAL PARTNERS



**Hoyer:** Grob ein Drittel der Fonds, die sich im Fundraising befinden, sind Firsttimer. Mit Blick auf gelungene Closings reduziert sich diese Quote stark. Etwa 140 Fonds waren 2011 im Fundraising, und wie vorher bereits erwähnt, wird nur ein gutes Drittel geschlossen. Dieses Funding-Risiko ist nicht zu vernachlässigen! Wer sich für einen Fonds entscheidet, der gar nicht oder nur mit sehr langem Anlauf zustande kommt, erleidet Opportunitätskosten und verwässert die Rendite.

**Fuchs:** Für die Investoren ist ihre eigene Zurückhaltung ein Problem. Niemand will als Erster zeichnen, es besteht ein Henne-Ei-Problem. Wenn Fonds viel kleiner schließen als beabsichtigt, ist die Diversifikation viel kleiner als gedacht. Wir diskutieren das Thema seit fast zwei Jahren und sind noch nicht wirklich weit gekommen.

**Holzhäuser:** Das ist genau der Punkt: Wenn es Gleichgesinnte gibt, die einen Weg gemeinsam gehen wollen, dann kommt auch ein ausreichendes Volumen zusammen. Mit externer Unterstützung können wir dann schauen, wo wir das Geld unterbringen.

---

*„Infrastruktur in ALM-Studien abzubilden, ist etwas problematisch, weil die Track Records zu heterogen und zu kurz sind. Hier gibt es eine Hürde, die noch überwunden werden muss.“*

*Charlotte Klinnert, Zusatzversorgung und Beihilfe der Stadt Köln*

---

**Meissner:** Apropos Funding-Risiko: Auch bei Infrastruktur kommt es zu direkten Deals. Eon hat Anteile an drei US-Windparks direkt an den dänischen Pensionsfonds Pension Danmark verkauft. Etwas übertrieben ausgedrückt sind nun Closed Shops entstanden, in denen Versorger oder Hersteller mit bestimmten institutionellen Gruppen zusammenarbeiten. Ohne langfristige Beziehungen ist es schwer, an diese Deals heranzukommen.

**Dr. Reicherter:** Hier möchte ich widersprechen. Bei den großen Transaktionen in den vergangenen Monaten kam es zumeist zu Auktionen. Schließlich kann es sich kein börsennotierter Versorger erlauben, ein Asset unter Wert abzugeben. Bei den angesprochenen Relationships treten Fonds als Problemlöser auf. Hier zeigt sich deren Mehrwert. Fonds haben das Know-how, solche Assets zu übernehmen, und ermöglichen die Beteiligung an Infrastruktur. Es reicht nicht, Infrastruktur nur aufs Buch zu nehmen. Infrastruktur muss man managen.

**Meissner:** Jetzt muss ich Ihrem Widerspruch widersprechen, Herr Reicherter. Es gibt auch andere Verfahren als eine Auktion, um eine faire Preisfeststellung zu ermöglichen. Ich kenne ein paar großvolumige Deals, an denen drei bis zehn Parteien mitwirkten. Namen darf ich nicht nennen, involviert sind aber Dax-Konzerne.

**Hoyer:** Ich gebe Ihnen beiden recht. Es gibt einige Institutionelle, die mittlerweile interne Ressourcen aufgebaut haben und wahrscheinlich ähnliche Kompetenzen wie ein Fondsmanager haben. Andererseits sind viele Fondsinvestoren auch daran interessiert, sich einmal an den ihnen bekannten, weiterentwickelten Assets „ihres“ Fonds direkt zu beteiligen. Der eine Weg schließt den anderen also nicht aus.

**Dr. Reicherter:** Es ist interessant, dass sich deutsche Investoren beim Aufbau eines Infrastrukturportfolios teils für Direktinvestments entscheiden. Aus unserer Sicht beginnt die Portfoliokonstruktion mit einem diversifizierten Ansatz. Ein direktes Investment hat viel Charme – mit Blick auf Klumpenrisiken aber erst zur passenden Zeit.

**Fuchs:** Außer bei Infrastruktur haben wir in allen Asset-Klassen mit breit diversifizierten Investments begonnen. Bei Infrastruktur sind wir zwar nicht mit einem Direktinvestment gestartet, aber mit einem spezialisierten Singlefonds für erneuerbare Energien. Wir







haben eine schöne Club-Deal-Lösung mit gleichgesinnten Investoren gefunden. Damit haben wir eigentlich den zweiten oder dritten Schritt vor dem ersten gemacht. Ein diversifiziertes Portfolio über Assets, Stile und bei Infrastruktur vor allem über Regionen muss aber das Ziel bleiben.

**Brockhaus:** Man muss in dieser Frage auch das Investment berücksichtigen. Wir haben beispielsweise in ein deutsches Stromnetz investiert. Ein für Deutschland existenzielles Stromnetz ist hinsichtlich des Risikos anders zu beurteilen als ein einzelner Windpark. Ein deutsches regulatorisches Risiko bei Stromnetzen schätze ich anders ein als ein regulatorisches Risiko bei Solarparks in Spanien oder Italien.

#### Welche Segmente sind derzeit besonders attraktiv?

**Brockhaus:** Unser Blickwinkel ist eher der, zu schauen, was zu unserem Rendite-Risiko-Profil passt. Also sind aus unserer Sicht Segmente interessant, die stabile, konjunkturunabhängige Cashflows mit relativ geringen regulatorischen Risiken generieren. Das kann zum Beispiel die soziale Infrastruktur oder im Segment Energie ein Gas- oder Stromnetz sein. Bei erneuerbaren Energien halten wir uns etwas zurück. Hier ergibt sich insbesondere in einzelnen Regionen ein Rendite-Risiko-Profil, das nicht ganz zu unserem Ansatz passt.

**Hoyer:** Vor einigen Jahren wurden viele Transport-Assets, wie Flughäfen, privatisiert. Dann kam das Thema Renewables. Jetzt sind Versorger-Assets im Vordergrund. Diese Entwicklung hat sich entsprechend in den Fonds niedergeschlagen. Die Herausforderung ist, trotzdem ein diversifiziertes Portfolio aufzubauen. Investoren sollten möglichst viele Vintage-Jahre zeichnen.

**Dr. Reicherter:** Geografische Streuung ist genauso wichtig. Der US-Markt ist sehr energiegetrieben und aus unserer Sicht attraktiv. In Europa spielt aber auch Versorgung, Transport und soziale Infrastruktur eine Rolle.

#### Politische Risiken im Visier: Kann ich nur noch in Nordeuropa diversifizieren?

**Dr. Reicherter:** Diese Sichtweise ist sehr pessimistisch. Es gibt auch außerhalb von Europa interessante Regionen und es gibt Vertragspartner mit einer sehr hohen Bonität. Und wenn man sich die essentielle Aufgabe von Infrastruktur vor Augen hält, denke ich, dass es eher am anonymen Kapitalmarkt den Schnitt gibt als beim Projekt selbst. Nichtsdestotrotz gilt immer das Primat der Diversifikation für den Portfolioaufbau.

#### Wie ist es denn um den Exit bestellt?

**Dr. Reicherter:** Es gibt nicht „den“ Exit-Kanal. Bisher realisierte Beispiele sind IPOs, der Verkauf an Strategen, oder dass große Pensionsfonds das Asset direkt auf das Buch nehmen. Bilfinger Berger hat zum Beispiel Assets

an die Londoner Börse gebracht. Solar- und Windparks werden von Versorgern abgenommen. In Holland und Amerika gibt es Pensionsfonds, die erst per Fonds und dann direkt in ein bestimmtes Asset investieren.

**Meissner:** Es gibt Infrastrukturthemen, wie zum Beispiel der Agrarsektor, wo ich nicht nur produziere, sondern auch Straßen, Kühlwagen, Lagerstellen oder eine Wasserversorgung brauche. Solange Dritte die Straße oder die Lagerstelle nicht mitnutzen, muss beim Exit ein Komplettpaket geschnürt werden.

---

*„Wir würden gerne mehr in Infrastruktur investieren, treffen aber immer wieder auf regulatorische Hindernisse. Sehr hilfreich wäre eine Infrastrukturquote.“*

*Dirk Brockhaus, Evonik Industries AG*

---

**Zur Regulierung: Muss Infrastruktur immer in die Beteiligungsquote? Bei Renditezielen von sechs bis acht Prozent ist ein Stressfaktor von 49 Prozent aber sehr unattraktiv. Was könnte eine bessere Umsetzung sein?**

**Brockhaus:** Wir würden gerne mehr in Infrastruktur investieren, treffen aber immer wieder auf regulatorische Hindernisse. Wie erwähnt würden wir in Infrastruktur gerne einen Rentenersatz sehen. Wir suchen auch deshalb keinen Aktienersatz, weil unsere Aktienquote ohnehin gering ist. Sehr hilfreich wäre eine Infrastrukturquote. Alternativ wäre auch eine Verpackung möglich. Bei einer entsprechenden Namensschuldverschreibung ist aber auch ein Rating im Investment Grade wichtig – und zwar nicht nur ein Schatten-Rating des Produktanbieters, sondern eine Bewertung einer bekannten Rating-Agentur. Ansonsten ist ein zusätzlicher Stressfaktor fällig. Noch gibt es aber kaum Anbieter, die eine Verpackung nebst Rating anbieten können.





### Ist die Immobilienquote das passendste Schlupfloch?

**Brockhaus:** Die Immobilienquote ist interessant. Aber es ist schwierig, Infrastruktur auch tatsächlich der Immobilienquote zuordnen zu können. Bei Infrastrukturturnahmen Immobilien, wie es bei einem Parkhausfonds der Fall ist, ist dies kein Problem. Bei anderen Infrastruktursegmenten ist die Zuordnung zur Immobilienquote problematisch.

**Klinnert:** Bei vielen Investoren ist die Immobilienquote auch schon voll. Es wäre darum interessanter, wenn es eine eigene Quote für die Asset-Klasse Infrastruktur geben würde.

**Fuchs:** Spezialitäten wie Parkhäuser, Altenheime oder Studentenwohnheime weisen einen Infrastrukturcharakter auf und lassen sich in der Immobilienquote abbilden. Aber bei der klassischen Infrastruktur kommen wir momentan um die 49 Prozent nicht herum. Wenn es eine Infrastrukturquote gäbe, droht aber die gleiche Diskussion wie bei der Immobilienquote: dass die Unterlegung nämlich pauschal erfolgt und nicht berücksichtigt wird, ob es sich um Wohnungen in München oder Büros auf den Philippinen handelt. Und bei Infrastruktur muss genauso wenig für jedes Segment ein Stressfaktor von 25 Prozent angenommen werden. Es gibt auch mit Sicherheit Infrastrukturthemen, wo eine Unterlegung mit 49 Prozent angemessen ist.

**Dr. Reicherter:** Die Politik hat gemerkt, dass sie etwas dafür tun muss, um für Infrastruktur privates Kapital anzuziehen. Mangels knapper Kassen sind die öffentlichen Haushalte auf privates Kapital angewiesen. Ich hoffe, dass die Verschiebung von Solvency II auch dafür genutzt wird, das Thema Infrastruktur noch einmal regulatorisch zu überdenken.

**Hoyer:** Grundsätzlich entspricht Infrastruktur ja den Zielen von Solvency II. Infrastruktur weist eine geringe Volatilität auf und reduziert dank der laufenden Ausschüttungen den Mismatch zwischen Einnahmen und Verpflichtungen. Abgesehen von den 49 Prozent passt Infrastruktur gut in das Gesamtkonzept von Solvency II.

**Fuchs:** Allerdings wird man immer doppelt bestraft. Es gibt ja nicht nur die 49 Prozent. Eine weitere Strafe ist der Durations-Mismatch. Denn der Duration auf der Passivseite kann durch Infrastruktur mangels Infrastruktur-Durationskennzahlen kein Durationswert gegenübergestellt werden. Trotz des langlaufenden Charakters wird für Infrastruktur eine Duration von null angesetzt. Prinzipiell ist Infrastruktur aber genau das Element, das man für Solvency II haben möchte.

**Holzhäuser:** Wir würden unser Geld gerne in Infrastruktur geben. Infrastrukturinvestments wären hilfreich für unser Portfolio und stehen uns auch als öffentlicher Vorsorgeeinrichtung gut zu Gesicht. Wenn auch etwas eingeschränkter, unterliegen aber auch wir der Regulierung. Es wäre wichtig, bei den zuständigen Behörden mehr Überzeugungsarbeit zu betreiben.

### Ein anderes Schlupfloch könnten Projektbonds sein, auch wenn wie bereits festgestellt Finanzierungen nicht den wahren Infrastrukturcharakter widerspiegeln. Gibt es denn überhaupt genug Projektbonds?

**Dr. Reicherter:** Momentan: Nein. Es gibt natürlich gelistete Utility-Bonds. Aber in Europa ist das Volumen an ungelisten Infrastructure Bonds noch gering, da hier noch allgemein akzeptierte Standards fehlen. Die europäische Projektbondinitiative der EU-EIB ist hier zu begrüßen. In Nordamerika ist der Markt deutlich weiter. Dort haben die großen Pensionsfonds und Versicherungen kein Problem, über Private Placements zu investieren.

### Wie ist es denn um das heutige Fondsangebot bestellt, Herr Hoyer. Entsprechen die Gebühren immer noch Private-Equity-Gepflogenheiten?

**Hoyer:** Grundsätzlich bestehen immer noch Private-Equity-Strukturen. Diese werden so weit wie möglich an die Natur von Infrastruktur angepasst. Beispielsweise sind die Fixkosten reduziert worden, da die Renditen von



Infrastruktur nicht mit denen von Private Equity mithalten können. Insgesamt hat sich die Gesamtgebührenbelastung zugunsten des Investors entwickelt und dürfte auch noch etwas weiter sinken. Allerdings sind die Due-Diligence-Kosten für einen Infrastruktur-Fondsmanager teilweise immens und aufwendiger als bei Private Equity. Weiter sind die Fondslaufzeiten ausgedehnter, und die Möglichkeit für deutliche Fondsverlängerungen wird im Vorfeld berücksichtigt. Verschiedene Schrauben sind gedreht, der Königsweg ist aber noch nicht gefunden.

### Wie stark beißt sich denn der Carry mit dem Wunsch der Infrastrukturanleger nach laufenden Ausschüttungen?

**Hoyer:** Wichtig ist, das Gesamtkonzept zu berücksichtigen. Mittlerweile gibt es erste Strukturen, die auch die Ausschüttungspolitik des Fondsmanagers incentivieren, ohne den Total Return des Fonds zu vernachlässigen. Im Moment läuft der Prozess, bei den Fee-Strukturen eine Art Best Practice zu entwickeln.

**Holzhäuser:** Wir sind noch auf der Suche nach der idealen Fondskonstruktion.

**Brockhaus:** Unser Ideal wäre eine Managed-Account-Lösung. Über ein Managed Account könnten genau die Fonds selektiert werden, die zu unseren Bedürfnissen passen, und wir würden zusätzlich individuelle Unterstützung beim Berichtswesen und laufendem Monitoring erhalten. Mit beispielsweise fünf Einzelfonds in einem Managed Account, ergänzt um einzelne Direktinvestments, hätten wir eine ausreichende Asset-Diversifikation. Das wäre unsere Ideallösung. Der Umsetzung im Wege stehen die erwähnten regulatorischen Probleme.

### Eine breite Diversifikation und die Übernahme vieler Dienstleistungen offerieren auch Dachfonds. Andererseits besteht eine doppelte Gebührenebene. Den Wunsch nach schnell fließenden Cashflows zu erfüllen, ist wegen des langsamen Portfolioaufbaus auch schwierig.

**Dr. Reicherter:** Je nach Strukturierung lässt sich dieser Nachteil tilgen. Ein Schritt von uns ist, Gebühren nur auf das investierte Kapital zu erheben. Ein zweiter Schritt ist, unsere Gebühren an den Ausschüttungen zu bemessen. Außerdem sagen wir, dass wir pro Jahr niemals mehr als unsere Investoren verdienen wollen. Diese neue, rein erfolgsabhängige Vergütungsstruktur haben wir als Golding-Garantie bezeichnet. Über einen solchen Umsetzungsweg lässt sich Infrastruktur auch sinnvoll über eine Dachfondslösung darstellen. Wir steigen bewusst mit unseren Investoren ins Boot. Zudem sehen wir uns auch als verlängerte Werkbank für den Aufbau von Managed Accounts. Im Rahmen von Managed Accounts können dann auch Co-Investment-Lösungen abgebildet werden. Unser Haus hat ein dezidiertes, erfahrenes Infrastrukturteam aufgebaut. Alle Teammitglieder haben bereits direkt Projekte umgesetzt, strukturiert und abgeschlossen.

**Meissner:** Hier ist ein Blick in das Ausland interessant. Manche Institutionelle sind bereit, am Anfang eine höhere als die für später auf das investierte Kapital vereinbarte Management Fee zu bezahlen, damit das Team auch am Leben bleibt. Diese Anleger wollen unbedingt das eingekaufte Know-how erhalten und vereinbaren deshalb auch sehr drastische Key-Man-Clauses.

### Herr Fuchs, was ist Ihr Ideal bezüglich des Vehikels?

**Fuchs:** Größenbedingt kommt für uns mit Blick auf eine sinnvolle Diversifikation nur ein Dachfondsvehikel infrage. Später könnte es möglich sein, speziellere Themen auch über Fonds umzusetzen. Definitiv haben wir aber nicht das Volumen für Direktinvestments. Bei der Analyse von Dachfonds fällt auf, dass jeder ein anderes Modell hat. Dies macht die Sache inzwischen relativ komplex. Der Unterschied zu klassischem Private Equity ist mittlerweile auch deutlich erkennbar.