

GASTBEITRAG VON DR. JOACHIM KAYSER UND REINHARD LIEBING

Plädoyer für eine Infrastrukturquote in der Anlageverordnung

Die Zeiten für institutionelle Investoren sind hart. Angesichts der Eurokrise und der Staatsschuldenkrisen spricht Vieles dafür, dass die Zinsen mittelfristig niedrig bleiben werden. Die Flucht in erstklassige Assets wird andauern und die Renditen dort vielleicht sogar noch reduzieren. Bundesanleihen mit 10 Jahren Laufzeit rentieren aktuell um die 1,30%, jene mit 30 Jahren Laufzeit nur unwesentlich höher mit ca. 2,30%. Die Rendite anderer bonitätsstarker Schuldner ist vergleichbar niedrig. Dem steht eine notwendige Zielrendite von rund 4% seitens der institutionellen Investoren gegenüber.

Die Zeiten, in denen Aktien für institutionelle Investoren die alleinige Alternative zu Bonds waren, sind vorbei. Die hohe Volatilität an den Kapitalmärkten sowie die geringen Risikobudgets machen Aktienanlagen derzeit unattraktiv. Dies erklärt auch die durchschnittliche Aktienquote der deutschen Versicherungswirtschaft Ende 2012 von unter 3%.

Versicherungen, die als institutionelle Investoren der Anlageverordnung unterliegen, stellt das aktuelle Kapitalmarktumfeld vor besondere Probleme. Schon heute muss eine Investition in Aktien mit einer hohen Eigenkapitalquote unterlegt werden. Zur Lösung dieses Spagats war von der EU eine grundlegende Reform des Versicherungsaufsichtsrechts in Europa mit speziellen Vorschriften für die Unterlegung mit Eigenkapital für die Kapitalanlage geplant. Das Reformvorhaben, bekannt unter dem Namen Solvency II, ist jüngst jedoch nach langen Diskussionen erneut verschoben worden und wird nun wohl erst in den Jahren 2016 oder 2017 in Kraft treten.

Die Suche nach attraktiven und renditeträchtigen Anlagemöglichkeiten seitens institutioneller Investoren geht damit weiter und wird zusätzlich durch weitere regulatorische Entwicklungen verstärkt: Seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 und der darauf folgenden Regulierungswelle ist weltweit der Trend zum so genannten Deleveraging zu beobachten. Durch die neuen Regelungen, die in Basel III festgelegt sind, werden Banken ihre Bilanzen verkürzen und damit als Haupt-Kreditgeber für die Realwirtschaft für längere Zeit nur noch eingeschränkt zur Verfügung stehen können. Während durch die Verzögerung von Solvency II die Anlageverordnung mittelfristig weiterhin gelten wird, beginnt die Umsetzung von Basel III bereits in diesem Jahr.

Als Konsequenz dieser regulatorischen Verschärfung werden Staaten und Kommunen die Mittel zur (Kredit-)Finanzierung vieler Projekte, insbesondere im Bereich Infrastruktur, fehlen. Andererseits eröffnet diese Finanzierungslücke institutionellen Investoren angesichts mangelnder Anlagemöglichkeiten neue Chancen – man denke nur an die notwendigen Projekte im Rahmen der politisch gewollten „Energiewende“. Gerade Investitionen in Infrastrukturprojekte bieten attraktive Risiko-/Chance-Profile mit zumeist langfristigen und stabilen Cash-Flows und stellen somit eine attraktive Alternative zu den niedrig verzinsten Anleihen und den volatilen Aktienmärkten dar.

Einige Investorengruppen haben diese Chance bereits erkannt. So plant der Staat Katar laut einer Meldung der britischen Financial Times von Mitte März 2013 umgerechnet bis zu 15 Milliarden Euro in Infrastrukturinvestments in England zu investieren. Hierzu gehören insbesondere Investments in Energie, Straßen, Häfen, Netze, Schulen und ähnliche Projekte.

Doch auch hierzulande werden die Forderungen nach entsprechenden Anlagemöglichkeiten und flankierenden Rahmenbedingungen lauter. So forderte der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft in seinem Positionspapier Mitte März 2013 verbesserte Bedingungen für Investitionen in Infrastruktur und Erneuerbare Energien. Hierbei betonte er insbesondere die Notwendigkeit einer Planungssicherheit, aufsichtsrechtlicher Stabilität und eines stabilen ordnungspolitischen Rahmens – an sich Selbstverständlichkeiten.

KONTAKT

Reinhard Liebing / ARAT
Tel.: +49 (0)40/471 10 77 - 95
E-Mail: reinhard.liebing@alceda.de
www.alceda.lu

Bei Investitionen in Infrastruktur haben institutionelle Investoren bisher die Hürden und Schranken der Anlageverordnung zu beachten, die eine entsprechende Anlagekategorie schlichtweg noch nicht vorsieht. Dies führte entweder zu komplexen und aufwendigen Implementierungslösungen oder aber gar zum Scheitern des gesamten Finanzierungsvorhabens. Hinzu kommt, dass die in den Bereich der „Real-Asset-Backed-Finanzierungen“ fallenden Infrastrukturprojekte durch den Terminus „Asset-Backed-Securities“ oder „Verbriefung“ sicherlich durch die Vorkommnisse der Vergangenheit belastet sind. Sowohl der Regulator als auch die Investoren haben hier jedoch dazugelernt.

WELCHE IMPLIKATIONEN LASSEN SICH AUS DER BESCHRIEBENEN SITUATION NUN ABLEITEN?

Bislang dominieren bei Investitionen in Infrastrukturprojekte Eigenkapitalinvestments. Der Wunsch der Anleger geht jedoch klar in Richtung Fremdkapital als Substitut für Staats- und Unternehmensanleihen. Die zu erwartenden Erträge beispielsweise aus Core Infrastructure Credit Funds mit einem Fokus auf Kerneuropa liegen derzeit bei 4,5% Prozent per anno und vor Kosten bei einer Laufzeit von ca. 16 bis 18 Jahren. Daher sind Lösungen bei der Strukturierung anzustreben, um für Investoren noch attraktive Erträge in Höhe des Rechnungszinses nach allen Kosten darzustellen.

Laut Anlageverordnung fallen Eigenkapitalinvestitionen in Infrastruktur bislang in der Regel unter die Beteiligungsquote. Bei einer entsprechenden Strukturierung werden auch Fremdkapitalinvestitionen in Infrastrukturprojekte der Beteiligungsquote zugerechnet.

Eine Subsumierung der Infrastrukturinvestitionen unter die Beteiligungsquote ist jedoch ein eher teurer Kompromiss, da sich hier meist Anlagemöglichkeiten befinden, die mit anderen Risiko-/Rendite-Eigenschaften aufwarten. Zudem mangelt es bei vielen Versicherungen und anderen institutionellen Investoren auf der Personalseite (noch) an den einschlägigen Erfahrungen für das Handling bei Investitionen in Infrastrukturprojekte.

Mit der Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) im Juli dieses Jahres wird die Anlageverordnung an die neuen Regeln für (insbesondere alternative) Investmentfonds angepasst werden müssen. Diese Chance sollte genutzt werden.

Eine novellierte Anlageverordnung mit einer mindestens 5-prozentigen Infrastrukturquote wäre unseres Erachtens ein wichtiger Schritt, um komplexe und teure Strukturierungen für Investoren zu vermeiden und gleichzeitig die vorhersehbare Finanzierungslücke der Realwirtschaft abzufedern.

Sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalinvestitionen in Infrastruktur könnten dabei u.E. in einem ersten Schritt zunächst durch die Quotenregelung innerhalb der Anlageverordnung (jedenfalls bei entsprechender Größe der Quote) gleichbehandelt werden. Spätestens im Hinblick auf die Umsetzung durch Solvency II plädieren wir jedoch dafür, dann entsprechend dem geplanten zielgenaueren Look-Through-Ansatz eine den Risiken entsprechende angemessene Eigenkapitalunterlegung vorzuschreiben und zwischen EK- und FK-Investments in Infrastrukturprojekte zu differenzieren.

Eine Quote für Infrastrukturinvestments muss jedoch jetzt kommen!



Dr. Joachim Kayser

ist Rechtsanwalt und Partner bei PricewaterhouseCoopers AG, Frankfurt, und Leiter der Praxisgruppen Alternative Investments (seit 2007) sowie Asset Management Regulatory Consulting (seit 2010). Er ist zudem Vorstandsmitglied und Schatzmeister des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI) in Bonn.

PricewaterhouseCoopers

ist eine der führenden Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaften in Deutschland und kann als unabhängiges Mitglied im internationalen Netzwerk von PwC seine Dienstleistungen weltweit anbieten. PwC positioniert sich mit dem Anspruch, Strategien von heute mit Lösungen für morgen zu verbinden und Mandanten zu optimalen Ergebnissen zu führen.



Reinhard Liebing

ist Geschäftsführer der Alceda Real Asset Trust GmbH. Zuvor war er bei Mercer Investment mit Alternativen Investments, steuereffizienten Investment- und Portfoliostrukturierungen, Asset Allokationen, Private Equity sowie Managerauswahl betraut. Vor dieser Zeit war er als Geschäftsführer eines renommierten Multi Family Offices und als Head of Wealth Management bei der Tochtergesellschaft einer deutschen Großbank tätig.

Alceda Real Asset Trust GmbH (ARAT)

mit Sitz in Hamburg bietet ganzheitliche Lösungen im Bereich der Sachwert-Investments für institutionelle Investoren sowie Family Offices. Zu ihren Leistungen gehören im Wesentlichen Portfolioanalysen und -strukturierungen, die Bewertung von Sachwert-Investments, die Unterstützung beim Kauf und Verkauf von Sachwert-Investments, die Umsetzung von Einzelinvestments sowie das Arrangieren von Co-Investmentstrukturen, die auf einen kleinen Kreis von Investoren ausgerichtet sind.