

PORTFOLIO – GASTBEITRAG

Anlageverordnung benötigt Infrastrukturquote

Börsen-Zeitung, 6.4.2013

Die Zeiten für institutionelle Investoren sind hart. Und sie werden es bleiben. Nichts spricht dafür, dass das derzeitige Niedrigzinsumfeld sich in absehbarer Zukunft verändern wird und die Zinsen auf breiter Front steigen werden. Im Gegenteil. Angesichts der Euro-Krise und der Staatsschuldenkrisen spricht vieles dafür, dass die Zinsen mittelfristig niedrig bleiben. Die Flucht in erstklassige Assets wird andauern und die Renditen dort vielleicht sogar noch reduzieren. Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit rentieren aktuell um die 1,3%, jene mit 30 Jahren Laufzeit nur unwesentlich höher bei ca. 2,3%. Die Rendite von anderen als erstklassig bezeichneten oder empfundenen Schuldnern ist vergleichbar niedrig. Dem steht eine notwendige Zielrendite von rund 4% seitens der institutionellen Investoren gegenüber.

Die Zeiten, in denen für institutionelle Investoren Aktien 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.

Lösung lässt auf sich warten

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. Dieses Reformvorhaben, bekannt unter dem Namen Solvency II, ist jedoch nach langen Diskussionen erneut verschoben worden und wird wohl erst in den Jahren 2016 oder 2017 in Kraft treten.

Die Suche nach attraktiven Anlagemöglichkeiten setzt sich damit fort und wird zusätzlich durch weitere regulatorische Entwicklungen verstärkt: Seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 und der darauf fol-

genden Regulierungswelle ist weltweit der Trend zum sogenannten Deleveraging zu beobachten. Durch die neuen Regelungen, die in Basel III festgelegt sind, werden Banken ihre Bilanzen verkürzen und damit als Hauptkreditgeber für die Realwirtschaft für längere Zeit nur noch eingeschränkt zur Verfügung stehen können. Die Umsetzung von Basel III beginnt 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. Diese Finanzierungslücke eröffnet damit für institutionelle 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. Sie stellen somit eine attraktive Alternative zu den zu 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 März 2013, bis zu 10 Mrd. Pfund bzw. 14,9 Mrd. 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 von Planungssicherheit, aufsichtsrechtlicher Stabilität und eines stabilen ordnungspolitischen Rahmens – an sich Selbstverständlichkeiten.

Bei Investitionen in Infrastruktur haben Investoren bisher die Hürden und Schranken der Anlageverordnung zu beachten, die eine entsprechende Anlagekategorie schlichtweg noch nicht vorsieht. Dies führte ent-

weder 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“ sicher 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% p. a. und vor Kosten bei einer Laufzeit von ca. 16 bis 18 Jahren. Daher sind kosteneffiziente Lösungen bei der Strukturierung anzustreben, um für Investoren noch attraktive Erträge in Höhe des Rechnungszinses nach allen Kosten darzustellen.

Bislang fallen laut Anlageverordnung Eigenkapitalinvestitionen in Infrastruktur 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 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.

Ein wichtiger Schritt

Eine novellierte Anlageverordnung mit einer mindestens 5-prozentigen Infrastrukturquote wäre ein wichtiger Schritt, um komplexe sowie teure Strukturierungen für Investoren zu vermeiden und gleichzeitig die vorhersehbare Finanzierungslücke der Realwirtschaft abzufedern. Sowohl Eigenkapital-(EK-) als auch Fremdkapital-(FK-)Investitionen in

Infrastruktur könnten dabei 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 dafür, dann nach 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 von PricewaterhouseCoopers (PwC) und Reinhard Liebing, Geschäftsführer der Alceda Real Asset Trust GmbH (ARAT)