



TELOS

Kompendium „Infrastruktur“

Publikation für institutionelle Investoren

Sonderbeilage „Warburg Invest Luxembourg S.A.“

“Infrastrukturinvestments –

Ein Überblick unter besonderer Berücksichtigung

von Versicherungsunternehmen und deren

Eigenkapitalanforderungen”



WARBURG INVEST LUXEMBOURG

2018



Infrastrukturinvestments –

Ein Überblick unter besonderer Berücksichtigung von Versicherungsunternehmen und deren Eigenkapitalanforderungen

I. Einleitung

Die Definitionen von Infrastruktur können sehr vielfältig sein. Infrastruktur bedeutet im übertragenen Sinn ein Unterbau (von lateinisch *infra* ‚unterhalb‘ und *structura* ‚Zusammenfügung‘).

Sie umfasst alle langlebigen Einrichtungen materieller oder institutioneller Art, die das Funktionieren einer arbeitsteiligen Volkswirtschaft begünstigen. Es lässt sich unterscheiden zwischen der von privater Hand geschaffenen Infrastruktur und der vom Staat gestalteten Infrastruktur (Wirtschaftsordnung, Staatsunternehmen und staatliche Investitionen in Infrastruktur)¹.

Infrastrukturinvestments beinhalten eine Vielzahl verschiedener Bereiche, die sehr heterogen sind und spezifische Merkmale und Risiken besitzen. Infrastrukturinvestments können auf der höchsten Ebene in einen ökonomischen und einen sozialen Bereich gegliedert werden, die sich weitergehend kategorisieren lassen. In den ökonomischen Bereich fallen die Transport- und Verkehrsinfrastruktur (bspw. Straßen oder Schienen), die öffentlich regulierte Energie- und Wasserversorgung, die Kommunikationsinfrastruktur (bspw. Mobilfunk oder Satelliten) sowie die Erneuerbaren Energien. Die soziale Infrastruktur umfasst Krankenhäuser, Bildungs- und kulturelle Einrichtungen und weitere mehr. Darüber hinaus kann auch eine Unterscheidung hinsichtlich der Projektphasen, in denen sich die Investments befinden, vorgenommen werden².

II. Verschiedene Kategorien von Infrastrukturinvestments

1) Greenfield Investments oder Brownfield Investments

- a) Greenfield-Projekte sind solche, die nicht auf eine bestehende Infrastruktur aufbauen und völlig neu geplant, konstruiert und betrieben werden. Die Investoren finanzieren hierbei den Bau des Infrastrukturobjektes und die Instandhaltung, wenn es den Betrieb aufgenommen hat.

1 Wikipedia

2 Factsheet Bundesverband Alternativer Investments e.V. BAI
Copyright © 2018 TELOS GmbH

- b) Brownfield-Projekte hingegen bauen bereits auf bestehende Infrastruktur- oder Greenfield-Projekte auf, die in die Betriebsphase übergegangen sind bzw. kurz vor der Inbetriebnahme stehen, die saniert oder die weiterentwickelt werden müssen.

2) Konstruktionsphase (“Primary investments”) oder Operative Phase (“Secondary Investments”)

- a) Investitionen in primäre Infrastrukturinvestments sind solche, die in der Pre-Operations Phase oder der Bauphase getätigt werden. Die Investition findet jedenfalls zu dem Zeitpunkt statt, bevor das meiste Einkommen erwirtschaftet wird. Bei Projekten in der Bauphase geht man von einem höheren Erschließungs- und Nutzungsrisiko aus. Das sich hier ergebende Rendite-Risiko-Profil von Infrastrukturinvestments, welche in ihrer Konstruktion und Errichtung sehr komplex sein können, ähnelt in hohem Maße dem von Venture Capital Investments. Die Risiken bei Projekten mit einer vorangehenden Bau- und Konstruktionsphase (z. B. Schulen und Krankenhäuser) sind jedoch häufig durch Bankdarlehen finanziert und sind erheblich geringer als bei spekulativen Bauprojekten, da sie einer stärkeren und intensiveren Kontrolle unterliegen.
- b) Unter sekundären Infrastrukturinvestments versteht man solche, bei denen sich die Projekte schon in der operationellen Phase befinden. Aufgrund dessen kann hier von einem geringeren Risiko ausgegangen werden, da die Anlage/das Projekt in der Regel steht und die Nutzungsphase beginnt. Das Risiko solcher Investments verringert sich typischerweise auch im Laufe der Zeit, wenn und soweit die Anlage/das Projekt ertragsfördernd betrieben werden kann bzw. ertragsfördernd ist.

Sowohl bei Primary Investments als auch bei Secondary Investments ist zu berücksichtigen, dass diese sowohl als Brownfield als auch als Greenfield Investment klassifiziert werden können.

3) Verfügbarkeits- oder Bedarfsbasierte Investments

- a) Verfügbarkeitsbasierte Investments sind das, was man unter „Availability-based“ versteht. Typischerweise sind das Projekte, bei denen der Staat oder ein anderer Finanzier wesentliche Einrichtungen oder Dienstleistungen gegen Zahlungen errichtet, die an Verfügbarkeit und nicht an das Nutzungsniveau gekoppelt sind (z. B. Brücken oder Autobahnen, aber auch Krankenhäuser, Schulen und Regierungsgebäude). Hierbei handelt es sich typischerweise um risikoärmere Investitionen, bei denen die Zahlungsflüsse, sofern das Projekt in Betrieb geht, gewährleistet, mitunter sogar garantiert sind.
- b) Bedarfsbasierte Investments sind solche, bei denen der Investor das Ertragsrisiko des Projektes trägt, d. h. der Cash Flow des Investors basiert auf der Fähigkeit des Projektes, eine Rendite zu generieren. Diese Projekte unterscheiden sich stark im Risikoprofil. Oft haben sie inflationsbedingte Renditen, gepaart mit erhöhtem wirtschaftlichem Risiko und sind tendenziell mit einem erhöhten Unsicherheitsfaktor belegt und vom Investitionshorizont langfristig ausgelegt.

4) Körperschafts- oder Konzessionsstrukturen

Hierzu gehören Unternehmen bzw. Beteiligungen an Versorgungsunternehmen, Mautbetreibern und Flughafengesellschaften, deren Einnahmen entweder ökonomisch oder regulatorisch bedingt sind.

Eine Vielzahl dieser Infrastrukturbeteiligungen erzielen Einnahmen, die weitgehend an die Inflation gekoppelt sind. Sie sind in der Regel weniger fremdfinanziert als Strukturen, denen eine Konzession zugrunde liegt. Konzessionsstrukturen setzen sich zumeist aus Darlehensverbindlichkeiten zusammen, welche durch physische Vermögenswerte besichert sind. Manche Konzessionsstrukturen sehen auch indexgebundene Cashflows vor, die durch indexgebundene Anleihen finanziert werden können. Solche Projekte zeichnen sich durch eine langfristige Verpflichtung des öffentlichen Sektors aus, ein vorab vereinbartes Einkommen zu zahlen, solange bestimmte öffentliche Dienstleistungen erbracht werden. Diese Dienstleistungen werden gewöhnlich von privatwirtschaftlichen Unternehmen erbracht und die Zahlungen sind grundsätzlich von der Leistung des Privaten abhängig.

5) Infrastrukturkredite/Aktien

Infrastrukturkredite werden im Normalfall durch physische Vermögenswerte abgesichert. Dies hat zur Folge, dass die Zahlungen auf gesicherter und regelmäßiger Basis erfolgen. Mit Darlehen könnten hier bis zu 80 % - 90 % des Kapitalbedarfs des Projektes gedeckt werden. In der Praxis gibt es eine Reihe von Kreditnehmeroptionen, die die operative Komplexität dieser Investitionen erhöhen. So besteht z. B. bei Infrastrukturkrediten das Risiko einer früheren Rückzahlung, welche durch die Vereinbarung einer Vorfälligkeitsentschädigung entgegengewirkt werden kann.

Bei der Investition in Aktien erhalten die Investoren nach Abzug der operativen Kosten und Verbindlichkeiten zur Finanzierung des Investments ebenfalls wiederkehrende Zahlungen. Hier unterliegen die Investoren volatileren Cash Flows und stärker schwankenden Asset Bewertungen.

III. Typische Wesensmerkmale von Infrastrukturinvestments im Kontext von Versicherungen

a) Hohe Zeichnungsvolumina

Infrastrukturinvestments benötigen einen hohen Anfangsinvestitionsaufwand oder haben einen hohen laufenden Investitionsbedarf, d. h. Infrastrukturinvestments sind nur zeichenbar, wenn und soweit der Investor bereit ist, hohe Commitments einzugehen. In der Regel verfügen Versicherer über ausreichend Mittel, um den anfänglichen Investitionsbedarf zu decken und mit entsprechenden Rückstellungen den laufenden Investitionsbedarf des Infrastrukturinvestments bedienen zu können. Dies hat zur Folge, dass hier lang laufende Verträge mit hoher Komplexität eingegangen werden.

b) Langfristige Bindung von Kapital

Der lange Zeithorizont von Infrastrukturinvestments, welcher gerne auch mal 25-35 Jahre umfassen kann, geht einher mit den langfristigen Verbindlichkeiten von Lebensversicherungen oder Pensionskassen, denn hier besteht typischerweise aus Lebens- oder Rentenversicherungen eine Kapitalrückzahlungspflicht, die erst nach einer längeren Ansparphase des Versicherungsnehmers entsteht. Allerdings erfordert die Komplexität und der späte Eintritt der Rentabilitätsphase bei den Versicherungen bzw. deren Anlageberatern respektive Fondsmanagern die Entwicklung einer optimalen operativen Investmentstrategie, um hier einen optimalen Gleichlauf zwischen Investition und Kapitalbedarf zu strukturieren.

c) Stabile Rendite

Infrastrukturinvestments zeichnen sich weiterhin durch eine stabile Rendite, welche berechenbar ist und langfristige Zahlungsflüsse zur Folge hat, aus. Darüber hinaus sind die Zahlungen in der Regel an die Inflation gekoppelt. Gute Lebensversicherungs- bzw. Rentenversicherungsverträge zeichnen sich ebenfalls dadurch aus, idealerweise die Inflation über die Vertragslaufzeit zu berücksichtigen.

Weiterhin werden die Zahlungsströme von Infrastrukturinvestments oftmals von einer Regierung beeinflusst oder von einer staatlichen oder quasi-staatlichen Stelle gesponsert bzw. subventioniert.

d) Änderungen des legalen Umfeldes

Die Langfristigkeit von Infrastrukturinvestments und deren Vertragslaufzeiten erhöhen die Wahrscheinlichkeit einer wesentlichen Änderung der Regulierung (z.B. Kürzung der Einspeisevergütung, Anpassungen von Maut, Streichung von staatlichen Förderungen). Die Versicherer sollten diese Risiken durch vorsichtige Gegenmaßnahmen entsprechend mindern, bevor sie sich zu Investitionen verpflichten.

e) Unabhängig von Konjunkturzyklen

Die Renditen, welche durch Infrastrukturinvestments erzielt werden, verhalten sich - mit einigen Ausnahmen - relativ unkorreliert zum Konjunkturzyklus und erwirtschaften in der Regel einen positiven Ertrag (bei steigender Konjunktur Korrelationskoeffizient < 1). Dies im Fall, dass es für den Investor/die Versicherung während der Investition zu keinen großen Schwankungen bezüglich der erwarteten Rendite kommt.

f) Kein dynamischer Wettbewerb

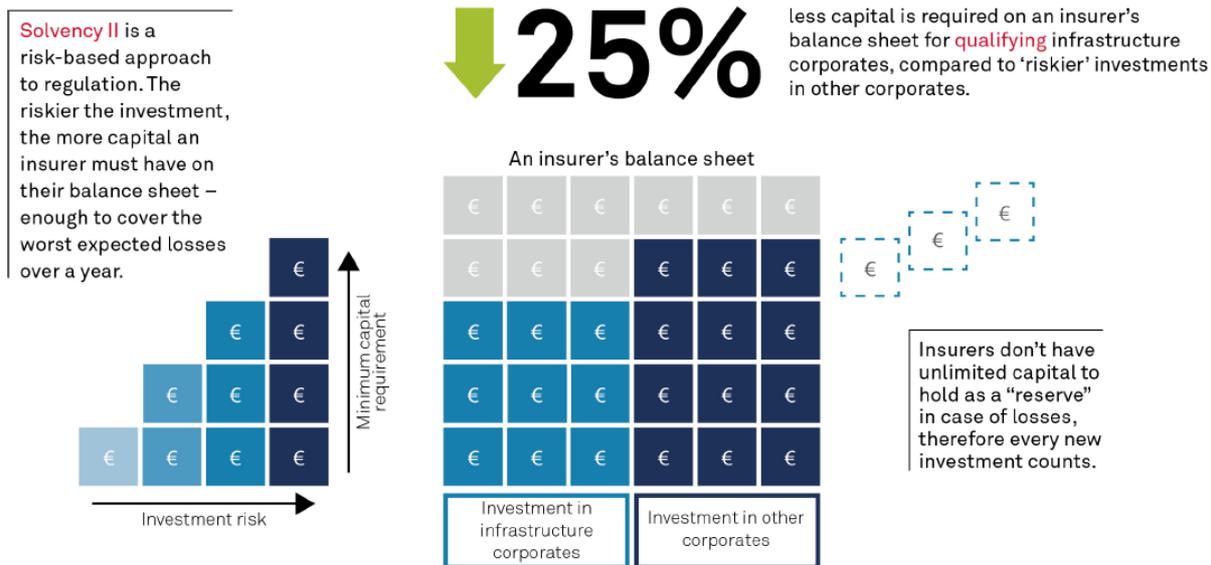
Infrastrukturinvestments sind häufig mit einem Monopol verbunden oder haben Monopolcharakter, sie sind keinem dynamischen Wettbewerb unterworfen. Dies hat zur Folge, dass Infrastrukturinvestments begrenzt vorhanden und schwierig zu beschaffen sind, sich aber als potenziell lukrativ einordnen lassen. Für Investoren kann es schwierig sein, in den exklusiven Kreis der Investoren aufgenommen zu werden, da aufgrund begrenzter Infrastrukturinvestments und hoher Zeichnungssummen immer nur relativ wenige Investoren zum Zuge kommen.

IV. Eigenkapitalanforderungen von Versicherungsunternehmen unter Solvency II bis 2017

Versicherer können entweder die Standardformel oder einen internen Modellansatz zur Berechnung der Kapitalanforderungen verwenden, wobei die Standardformel in der Solvency-II-Gesetzgebung vorgeschrieben ist und ein interner Modellansatz die Genehmigung der lokalen Aufsichtsbehörde zwingend voraussetzt. Für Versicherungsunternehmen, die unter Solvency II investieren, ist die relative Kapitaleffizienz (und Kapitalrendite) für verschiedene Vermögenswerte von zentraler Bedeutung. Die Eigenkapitalanforderungen an das Vermögen eines Versicherers sind eine Ergänzung zu den Verbindlichkeiten eines Unternehmens, um den mit seinen Kapitalanlagen verbundenen Risiken angemessen Rechnung zu tragen (z. B. Währungs- und Zinsrisiko). Unter Solvency II waren bisher die Eigenkapitalanforderungen eher als Hemmnis für Investitionen in die Assetklasse Infrastruktur anzusehen; hier wurde bis 2017 dem Umstand der dringend erforderlichen Investitionen in die Infrastruktur, welche von der öffentlichen Hand nicht in dem Maße geleistet werden können, wie sie erforderlich wären, keinesfalls Rechnung getragen. Vergeblich hat man in der Solvency-II-Gesetzgebung hinsichtlich der Vorgaben zur Eigenkapitalberechnung für Versicherungen nach Erleichterungen gesucht, die es den Versicherern ermöglichen, mehr Geld in den Sektor zu investieren.

V. Eigenkapitalanforderungen von Versicherungsunternehmen unter Solvency II ab 2017

Am 8. Juni 2017 verabschiedete die Europäische Kommission (EG) eine delegierte Verordnung zur Änderung der Solvency II-Verordnung über die Berechnung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen für bestimmte Kategorien von Vermögenswerten, die von Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen in Infrastrukturunternehmen gehalten werden (die „Delegierte Verordnung“). Die Delegierte Verordnung senkt die Eigenkapitalkosten für Versicherungen und deren Investitionen in qualifizierte Infrastrukturunternehmen gegenüber der Standardformel der vorherigen Solvency-II-Verordnung um 25 %.



Source: S&P Global Ratings

VI. Qualifizierte Infrastrukturinvestments (Art. 164a Solvency II)

Die geänderte Solvency II-Verordnung folgt der Empfehlung der European Insurance and Occupational Authority (EIOPA), die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen für Infrastrukturunternehmen zu reduzieren. Die Änderungen erweitern die Definition einer Infrastruktureinheit auf Unternehmensgruppen. Damit können strukturierte Projektfinanzierungen, an denen mehrere juristische Personen einer Unternehmensgruppe beteiligt sind, in den Anwendungsbereich der qualifizierten Infrastrukturinvestments/-unternehmen fallen.

Um in den Anwendungsbereich der geänderten Verordnung zu fallen und als qualifizierte Infrastrukturinvestitionen zu gelten, müssen die Infrastrukturprojektgesellschaften folgende Voraussetzungen erfüllen:

- (a) Die Infrastrukturprojektgesellschaft kann ihre finanziellen Verpflichtungen unter nachhaltigen Belastungen, die für das Risiko des Projekts relevant sind, erfüllen;
- (b) die Cashflows, die die Infrastrukturprojektgesellschaft für Fremdkapitalgeber und Eigenkapitalgeber generiert, sind vorhersehbar;
- (c) das Infrastrukturvermögen und die Infrastrukturprojekteinheit unterliegen einem vertraglichen Rahmen, der den Fremdkapitalgebern und Eigenkapitalinvestoren ein hohes Maß an Schutz bietet. Dazu gehört:
 - (1) Werden die Einnahmen der Infrastrukturprojekteinheit nicht durch Zahlungen einer großen Zahl von Nutzern finanziert, so enthält der vertragliche Rahmen Bestimmungen, die Schuldner und Eigenkapitalgeber wirksam vor Verlusten schützen, die sich aus der Beendigung des Projekts durch die Partei ergeben, die sich bereit erklärt, die von der Infrastrukturprojekteinheit gelieferten Güter oder Dienstleistungen zu erwerben;

- (2) die Einrichtung des Infrastrukturprojekts verfügt über ausreichende Reserven oder andere finanzielle Vorkehrungen, um den Bedarf an Notfallfinanzierung und Betriebskapital des Projekts zu decken;

Bei Anlagen in Anleihen oder Darlehen umfasst dieser vertragliche Rahmen auch Folgendes:

- (i) Schuldner haben Sicherheiten in dem Maße, wie es das geltende Recht erlaubt, in allen Vermögenswerten und Verträgen, die für den Betrieb des Projekts erforderlich sind;
 - (ii) Eigenkapital ist an Fremdkapitalgeber verpfändet, so dass diese die Kontrolle über die Infrastrukturprojektgesellschaft vor dem Ausfall übernehmen können;
 - (iii) Die Verwendung des operativen Netto-Cashflows nach obligatorischen Zahlungen aus dem Projekt für andere Zwecke als die Bedienung von Schuldverpflichtungen ist eingeschränkt;
 - (iv) die Fähigkeit des Infrastrukturprojekträgers, Tätigkeiten auszuüben, die sich nachteilig auf die Schuldner auswirken können, einschließlich der Tatsache, dass neue Schulden nicht ohne die Zustimmung der bestehenden Schuldner ausgeben werden können, ist vertraglich eingeschränkt;
- (d) bei Anlagen in Anleihen oder Darlehen kann das Versicherungs- oder Rückversicherungsunternehmen der Aufsicht nachweisen, dass es in der Lage ist, die Anlage bis zur Fälligkeit zu halten;
- (e) bei Anlagen in Anleihen, für die keine Bonitätsprüfung durch einen nominierten ECAI vorliegt, ist das Anlageinstrument allen anderen Forderungen als den gesetzlichen Forderungen und Forderungen von Derivatepartnern übergeordnet;
- (f) bei Anlagen in Aktien oder Anleihen oder Darlehen, für die keine Bonitätsprüfung durch einen nominierten ECAI vorliegt, werden die folgenden Kriterien erfüllt:
- (i) die Infrastrukturanlagen und die Infrastrukturprojekteinheit befinden sich im EWR oder in der OECD;
 - (ii) Befindet sich die Infrastrukturprojektgesellschaft in der Bauphase, müssen die folgenden Kriterien vom Eigenkapitalgeber erfüllt werden, oder wenn es mehr als einen Eigenkapitalgeber gibt, müssen die folgenden Kriterien von einer Gruppe von Eigenkapitalgebern als Ganzes erfüllt werden:
 - Die Equity-Investoren haben in der Vergangenheit Infrastrukturprojekte und das entsprechende Know-how erfolgreich begleitet,
 - die Eigenkapitalinvestoren haben ein geringes Ausfallrisiko oder es besteht ein geringes Risiko, dass die Infrastrukturprojektgesellschaft durch den Ausfall wesentliche Verluste erleidet,
 - die Aktionäre werden angehalten, die Interessen der Anleger zu wahren;

- (iii) die Einrichtung des Infrastrukturprojekts hat Sicherheitsvorkehrungen getroffen, um die Fertigstellung des Projekts gemäß der vereinbarten Spezifikation, des Budgets oder des Fertigstellungstermins sicherzustellen;
- (iv) wenn die operativen Risiken wesentlich sind, werden sie angemessen gemanagt;
- (v) die Infrastrukturprojektgesellschaft verwendet erprobte Technologien und Designs;
- (vi) die Kapitalstruktur der Infrastrukturprojektgesellschaft ermöglicht es ihr, ihre Schulden zu bedienen;
- (vii) das Refinanzierungsrisiko für die Infrastrukturprojektgesellschaft ist gering;
- (viii) die Infrastrukturprojektgesellschaft setzt Derivate nur zu Zwecken der Risikomin-
derung ein.

VII. Fazit

Es lässt sich festhalten, dass die neuen Regeln das Risikoprofil qualifizierter Infrastrukturinvestments im Vergleich zu anderen Investments besser widerspiegeln. Sie verschieben den Kapitalbedarf im Vergleich zu den erwarteten Renditen stärker als bisher zu Gunsten der Versicherer. Die Anpassungen sollten es Unternehmen, welche als qualifizierte Infrastrukturinvestments qualifizieren, ermöglichen, potenziell von der spezifischen Behandlung des Risikokapitals der Versicherer zu profitieren. Die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen für die Versicherungen, die die Solvency II-Standardformel anwenden und über das technische Know-how verfügen, um ein wachsendes Portfolio von Infrastrukturinvestitionen zu managen, werden reduziert. Die größten globalen Versicherer haben jedoch in der Regel die Validierung ihrer eigenen internen Modelle zur Bewertung ihres Investitionsrisikos erhalten, so dass die Reduzierung eher großen inländischen Versicherern zugute kommt, die die Solvency II-Standardformel verwenden.

Allgemein öffnen sich Infrastrukturinvestments einem immer breiteren Publikum und erfreuen sich unter institutionellen Investoren - insbesondere Versicherungen - einer stark wachsenden Nachfrage. Ein Grund dafür ist die geringe Korrelation (Wechselbeziehung mit einer anderen Größe, z. B. ein Gleichlauf der Entwicklung von Marktpreisen) mit traditionellen Anlagen und ebenso die geringe Volatilität, verglichen mit den Aktienmärkten. Des Weiteren generiert Infrastruktur durch die lange Laufzeit stabile und in der Regel vorhersehbare Cash-Flows. Dies unterscheidet sie von Private-Equity Investitionen, wo der potentielle Veräußerungsgewinn der Renditetreiber ist. Zusätzliche Diversifikation für das Gesamtportfolio und der implizite Inflationsschutz runden die Attraktivität der Assetklasse ab. Somit stellt Infrastruktur ein Investment mit einem attraktivem Rendite-Risikoprofil dar; dies insbesondere für Versicherungsunternehmen im Zusammenhang mit den um 25 % reduzierten Eigenkapitalanforderungen für Investitionen in qualifizierte Infrastrukturinvestments.

Allerdings ist der Infrastruktursektor derzeit mit Kapital überschwemmt und es fehlt noch immer an ausreichend attraktiven qualifizierten Infrastrukturinvestments, was die Investitionsanreize für Versicherer bedauerlicherweise nachhaltig einschränkt.

Katja Mertes-Tegebauer

Leiterin Bereich Strukturierung & Steuern

Warburg Invest Luxembourg S.A.



WARBURG INVEST LUXEMBOURG

Warburg Invest Luxembourg S.A.

Unternehmensdaten

Strasse + Nummer	2, place François-Joseph Dargent
Stadt / City	Luxemburg
PLZ	1413
Land	Luxemburg
Gründungsjahr	1989
webpage	www.warburg-fonds.com

Kontakte / Ansprechpartner



Vorname, Name Thomas Grünewald
Funktion Vorstand
Telefonnummer +352 42 44 91 - 536
E-Mail thomas.gruenewald@warburg-invest.lu



Vorname, Name Dominik Becker
Funktion Leiter Relationship Management
Telefonnummer +352 42 44 91 - 390
E-Mail dominik.becker@warburg-invest.lu



Wir bilden die Brücke zwischen Asset Managern und Investoren

TELOS GmbH
Biebricher Allee 103
D-65187 Wiesbaden
Tel. +49 (0)611 9742 100
E-Mail: info@telos-rating.de

www.telos-rating.de
www.investment-manager.info

Disclaimer

Diese Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Sie sind nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt.

Alle Rechte vorbehalten. Diese Sonderbeilage beruht auf Fakten und Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die in dieser Sonderbeilage dargestellten Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.