

WOHIN MIT DEM VIELEN GELD?

WARUM INVESTOREN DIE ANLAGE IN BREITBANDINFRASTRUKTUREN GERADE AUF DEM LAND IMMER NOCH SCHWER FÄLLT (MARC ULLRICH)

Die Rolle und Bedeutung von Infrastrukturinvestments für Investoren dürfte in den nächsten Jahren in Deutschland weiter deutlich zunehmen. Das liegt zum einen am Einfluss sozioökonomischer Entwicklungen wie z.B. dem Klimawandel und dem damit verbundenen Ausbau von erneuerbaren Energien sowie der Digitalisierung, die sich im Ausbau von Glasfasernetzen widerspiegelt. Zum anderen haben aufgrund deutlicher veralteter Infrastrukturen in Deutschland Investitionen in eben diesen Bereich eine besondere volkswirtschaftliche Relevanz, denen in Zukunft deutlich stärker Rechnung getragen werden müsste und dürfte.

Die Entwicklungen auf den Finanzmärkten zeigen dabei, dass sich für Infrastrukturprojekte auch in Deutschland verstärkt alternative Finanzierungsmöglichkeiten ergeben können, gerade durch institutionelle Anleger wie Investmentgesellschaften, Versicherungen und Investmentfonds. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass nicht zwangsläufig jede Art von Infrastrukturprojekt auch wirklich die für Investoren relevanten Eigenschaften aufweist.

So reicht die Bandbreite bei Infrastrukturanlagen von wirklich rentenähnlichen Investments bis hin zu sehr riskanten Projektfinanzierungen, die Anlagen im Bereich von Venture Capital gleichkommen. Will man also die Möglichkeiten für eine alternative Finanzierung speziell von Breitbandausbauprojekten durch institutionelle Anleger ausloten und entwickeln, sind die Charakteristika solcher Projekte zu berücksichtigen und zu bewerten.

ATTRAKTIVITÄT VON INFRASTRUKTURANLAGEN FÜR INVESTOREN

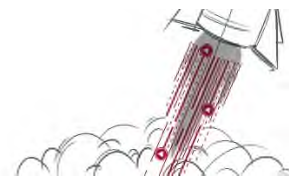
Die in 2007 beginnende weltweite Krise an den internationalen Finanzmärkten führte nicht nur zu extrem hohen Kreditausfällen und Abschreibungen auf Anlagen bei Banken und Finanzinstituten. Sie sorgte auch dafür, dass insbesondere Großanleger die Risiken und Renditepotentiale traditioneller Anlageklassen, wie beispielsweise Staatsanleihen, und deren Einsatz verstärkt zu hinterfragen begannen. Grund für dieses Verhalten waren dabei zum einen die bis heute anhaltenden kapitalmarktbedingten Niedrigrenditen, zum anderen die Notwendigkeit einer stärkeren Diversifikation von Portfolios, um die Korrelation mit Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt zu minimieren. In der Konsequenz fehlt daher für viele Anleger heute der Anreiz, diese Anlageklassen auch weiterhin als verlässliche, defensive Anlagemöglichkeiten zu nutzen. Genau diese Anlagen haben aber in der Vergangenheit die stabilen und langfristigen Erträge sichern sollen, die insbesondere Versicherungen und Pensionskassen zur Bedienung ihrer Zahlungsverpflichtungen benötigen.

Vor diesem Hintergrund rücken in der jüngsten Vergangenheit verstärkt Infrastrukturprojekte ins Interesse institutioneller Anleger, denen dabei im Wesentlichen folgende Anlageeigenschaften zugesprochen und abverlangt werden:

- Lange Laufzeiten der Kapitalanlage
- Über die Laufzeit stabile, laufende Erträge und gut prognostizierbare Cash Flows
- Wertstabilität (u.a. Schutz vor Inflation)
- Minimales Risiko des Kapitalverlustes

Neben diesen Eigenschaften steht für Anleger in Infrastrukturinvestments zudem zusätzlich vor allem der Aspekt der Diversifikation im Vordergrund: Da Infrastrukturinvestments in der Regel nur eine geringe Korrelation mit traditionellen Kapitalanlagen wie Aktien und Anleihen aufweisen, sind sie für die Diversifikation von Aktien- und Rentenportfolios entsprechend interessant.

In Deutschland haben Infrastrukturinvestments in der Vergangenheit nur einen sehr geringen Anteil an den Portfolios institutioneller Investoren ausgemacht. So lag der Anteil zu Beginn dieser Dekade noch unter einem Prozent. Die Gründe für die bisher nur geringe Gewichtung der Anlagen scheinen dabei zum einen im geringen Angebot an attraktiven Investments zu liegen. Zum anderen ist die Anlageklasse noch nicht sehr lange in größerem Maße nachgefragt, so dass neue Investoren immer noch Chancen und Risiken von Anlagen prüfen und bewerten.



WIE LEGEN INVESTOREN IHR GELD EIGENTLICHE AN? – INVESTITIONSFORMEN

Potentiellen Infrastrukturinvestoren steht prinzipiell die Möglichkeit einer eigen- oder fremdkapitalbasierten Investition offen. Hierbei können vier unterschiedliche Anlageformen unterschieden werden, wobei das Risikoprofil des jeweiligen Anlageobjektes über die Renditeerwartungen der einzelnen Formen entscheidet (vgl. Abbildung 1).

	Eigenkapital		Fremdkapital	
	Aktien	Direktinvestments (Unlisted Infrastructure)	Infrastrukturanleihen	Infrastrukturkredite
Art des Assets	Wertpapier eines Unternehmens	Physische Anlage (Leitungsnetze, Straße, Krankenhäuser etc.)	Unternehmensanleihen, Projektbonds etc.	Kredite
Angebotsbreite am Markt				
Liquidität				
Investmenthorizont	Kurz- bis langfristig	Langfristig	Kurz- bis langfristig	Mittel- bis langfristig
Renditeerwartung (p.a.)	5%- 9%, je nach Region und Objekt, teilweise auch höher	Frühphase: 10%-15% Later Stage: 7%-9%	Government (ca. 3%-7%) Corporate (ca. 4%-10%)	Bonitätsabhängig (ca. 2%-5%)
Volatilität	Abhängig vom Einzeltitel rund 20%	Grds. eher geringe Volatilität (abhängig von Projektphase)	Government (ca. 5%-7%) Corporate (ca. 6%-25%)	I.d.R. gering (2 bis 5% bei verbrieften Angeboten)

Abbildung 1 – Infrastrukturinvestments und ihre Charakteristika (vgl. Kleine et al., 2012)

Da vor allem Aktien und Anleihen eine hohe Korrelation zum Kapitalmarkt aufweisen, befriedigen somit Direktinvestments bei eigenkapitalbasierten Anlageformen und Infrastrukturkredite bei fremdkapitalbasierten Formen am ehesten die zuvor genannten Anlagebedürfnisse von Investoren, haben sie doch beide einen direkten Bezug zu dedizierten Infrastrukturprojekten.

Zusammen genommen wird deutlich, dass die Anlageformen des Direktinvestments wie auch die des Infrastrukturkredits gerade für institutionelle Anleger weiter an Bedeutung gewinnen dürften. Dabei können beide Anlageformen sowohl als Unternehmens- wie auch Projektfinanzierung realisiert werden.

Geht man von den zuvor genannten Anlageeigenschaften aus, die speziell für Versicherer und Pensionskassen relevant sind, fokussieren sich solche Investoren eher kaum auf Infrastrukturprojekte, die erst noch errichtet werden müssen (sog. „Greenfield-Projekte“), da das Risikoprofil hier nur erschwert verlässliche Prognosen über laufende Erträge und Cash Flows zulässt. Infrastrukturprojekte hingegen, die die kritische Startphase bereits durchlaufen haben und sich in einem prognostisch verlässlicheren Umfeld bewegen (sog. „Brownfield-Projekte“), stellen dagegen eine deutlich risikoärmere Kapitalanlage dar. Hier kann eher mit stabilen und berechenbaren Rückflüssen kalkuliert und die Kapitalstruktur entsprechend optimiert werden (vgl. Abbildung 2).

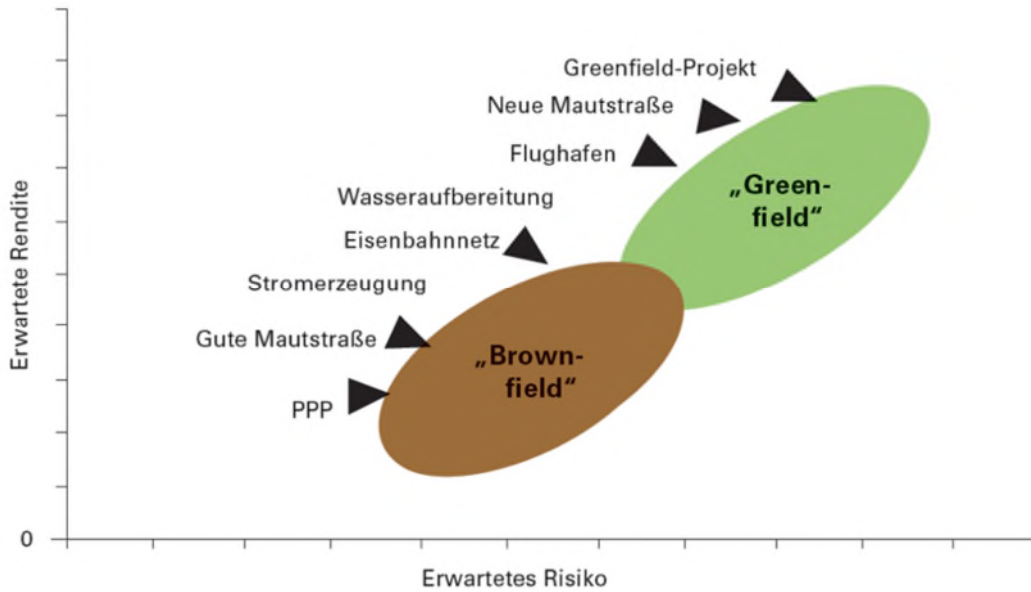
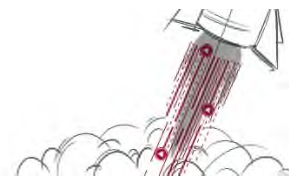


Abbildung 2 - Rendite-Risiko-Profil von Infrastrukturtypen (vgl. Dechant, 2012)

BREITBANDINFRASTRUKTUREN ALS FINANZIERUNGS- BZW. ANLAGEOBJEKT

Bei Ausbauvorhaben von Breitbandnetzen besteht neben der Planungs- und Baurisiken vor allem ein entsprechend schwierig einzuschätzendes Nachfragerisiko. Ausgehend von diesem Risikoprofil werden Investitionsvorhaben zum Aufbau von neuen Breitbandinfrastrukturen deswegen von Investoren in der Startphase als Greenfield-Projekte klassifiziert. Hinzu kommt, dass die zu erwartenden Renditen von Investitionsvorhaben in Breitbandnetze unabhängig vom notwendigen Risikomanagement und der Projektphase zusätzlich stark von der geographischen Lage der Ausbaugebiete abhängt. So werfen Breitbandinfrastrukturen bei gleicher Teilnehmerdurchdringung in dicht besiedelten städtischen Gebieten tendenziell höhere Renditen ab als in suburbanen oder ländlichen Gebieten.

Für den Breitbandausbau bedeutet dies, dass vor allem zwei Aspekte über die Möglichkeit der Nutzung alternativer Finanzierungsmodelle entscheiden. Zum einen die Abfederung von Projektrisiken (insbesondere des Nachfragerisikos), zum anderen die Gebietscharakteristika des Ausbaugebietes selbst (städtisch vs. suburban/ländlich). Für die Anlageklassen des Infrastrukturkredits und des Direktinvestments bedeutet das Folgendes (vgl. Tabelle 1):

- Die Investitionsbereitschaft von institutionellen Anlegern wird gerade in der Greenfield-Phase neben Planungs- und Baurisiken vor allem durch ein schwer einzuschätzendes Nachfragerisiko negativ beeinflusst. Dies gilt für beide Anlageklassen in gleicher Weise.
- Die in suburbanen und ländlichen Gebieten erzielbaren Renditen von Ausbauprojekten entsprechen in der Frühphase in der Regel eher nicht den Renditeerwartungen, die institutionelle Anleger bei eigenkapitalbasierten Investments (vgl. Direktinvestments) an Projekte in der Greenfield-Phase stellen. Maßgeblicher Grund hierfür sind die hohen Renditeerwartungen, die mit Greenfield-Projekten verknüpft sind.
- Die in suburbanen und ländlichen Gebieten in einer späteren Projektphase (Brownfield) erzielbaren Renditen von Ausbauprojekten können den Renditeerwartungen von institutionellen Anlegern bei eigenkapitalbasierten Investments (vgl. Direktinvestments) durchaus entsprechen. Das liegt daran, dass die Renditeerwartungen im Brownfield-Bereich im Vergleich zum Greenfield-Bereich entsprechend niedriger sind.
- Die in eher städtisch geprägten Gebieten erzielbaren Renditen von Ausbauprojekten können hingegen auch bereits in der Frühphase (Greenfield) den Renditeerwartungen entsprechen, die institutionelle Anleger bei eigenkapitalbasierten Investments (vgl. Direktinvestments) an Projekte in der Greenfield-Phase stellen.



- Bei fremdkapitalbasierten Investments (vgl. Infrastrukturkredite) sind die Renditeerwartungen von Ausbauprojekten in suburbanen und ländlichen Gebieten durchaus sowohl im Greenfield- wie auch Brownfield-Bereich adressierbar.

		Städtisch geprägtes Ausbaugbiet		Suburban/ ländlich geprägtes Ausbaugbiet	
		Greenfield	Brownfield	Greenfield	Brownfield
Charakteristik NGA Ausbaugbiet	Risikoprofil	moderates Risiko	niedrig bis moderates Risiko	hohes Risiko	moderates Risiko
	Renditepotential Ausbauprojekt	moderat bis hoch	moderat bis hoch	niedrig bis moderat	niedrig bis moderat
Charakteristik Direktinvestment	Renditeerwartung Investor	hoch	moderat	hoch	moderat
Charakteristik Infrastrukturkredit	Renditeerwartung Investor	moderat	niedrig bis moderat	moderat	niedrig bis moderat

Tabelle 1 - Vergleich Investment- und Ausbaugbietscharakteristika

FAZIT

Das Zusammenspiel von Risikoprofil und Renditepotential – also ein moderates bis hohes Risiko bei nur eher niedrigen Renditen – führt speziell bei Ausbauprojekten im suburbanen und ländlichen Bereich dafür, dass privaten Investoren ein finanzielles Engagement zumindest schwerfällt. Insbesondere Investitionsvorhaben in suburbanen und ländlichen Gebieten könnten unter Berücksichtigung der zuvor erläuterten Rahmenbedingungen und Spezifika aber ggf. dennoch über ein Finanzierungsmodell beflügelt werden, das sich wie folgt gestaltet:

- Das Ausbauvorhaben wird durch die öffentliche Hand (Kommune, Stadt, Landkreis) vorstrukturiert. Die wirtschaftliche Tragfähigkeit des Vorhabens ist dabei über die geplante Laufzeit entsprechend aufzuzeigen und nachzuweisen.
- In der Greenfield-Phase (5-7 Jahre) wird das Ausbauvorhaben durch Infrastrukturkredite des institutionellen Anlegers finanziert. Diese Darlehen erfüllen die dargestellten und geforderten Anlageeigenschaften und werden wiederum durch Bürgschaften seitens der öffentlichen Hand besichert, was einen entsprechenden Nachweis über die wirtschaftliche Tragfähigkeit des Projekts erfordert.
- Die notwendige Eigenkapitaleinbringung für das Ausbauvorhaben erfolgt in der Greenfield-Phase sowohl durch die öffentliche Hand als auch den institutionellen Anleger. Somit müssen beide Projektpartner aktiv dazu beitragen, die Risiken der Startphase zu kontrollieren. Gerade der institutionelle Anleger kann sich hierzu eines qualifizierten Advisory Boards bedienen. Dennoch ist die Kommune aber maßgeblich für den Projekterfolg in der Startphase mitverantwortlich.
- Dem institutionellen Anleger wird so die Möglichkeit gegeben, möglichst frühzeitig in Infrastrukturinvestments einzusteigen und perspektivisch an einer positiven Entwicklung des Infrastrukturinvestments zu partizipieren. Dabei liegt der Schwerpunkt in der Startphase zunächst auf den Renditen aus dem Infrastrukturkreditgeschäft, die dabei aber die Erwartungen des Investors durchaus treffen. Das Bewertungs- und Ausfallrisiko für den privaten Investor wird durch die Bürgschaft über das Infrastrukturdarlehen zumindest im Verhältnis zwischen eingebrachtem Eigenkapital und Fremdkapital abgefedert (Risikomitigation).
- Da mit Ablauf der Bürgschaft das Projekt auch die Greenfield-Phase verlässt, ist nicht zuletzt für den Investor das Gesamtprojekt nun bekannt und dessen Ertrags- und Cash Flow Situation bewertbar. Prinzipiell besteht so



nun bei Bedarf die Möglichkeit einer Änderung in der Finanzierungsstruktur (eine derartige Projektbeteiligung eines privaten Investors kann vergaberechtliche Relevanz aufweisen, die aber über entsprechende Anwendung vergaberechtlicher Mittel adressierbar ist). Dies kann insbesondere deshalb Relevanz haben, da die erwarteten Renditen für eigenkapitalbasierte Direktinvestments nun durch das Investitionsvorhaben in der „Later Stage“ (Brownfield-Bereich) durchaus besser adressierbar sind bzw. Leverage-Effekte ausgenutzt werden sollen.

Wollen also Bund und Länder deutschlandweit den Ausbau insbesondere auch durch die Einbindung von Privatinvestoren beflügeln, so werden sie vor allem Mittel und Mechanismen zur Bürgschaftsabsicherung von Darlehen bereitstellen müssen. Zudem müssen sie darauf hinwirken, dass ein beihilferechtlicher Rahmen für ein derartiges Investitionsmodell geschaffen wird, da die Eigenkapitaleinbringung durch öffentliche Gebietskörperschaften in der Greenfield-Phase als auch eine etwaige vollständige Übernahme des Geschäfts durch einen privaten Investor im nachgelagerten Stadium beihilferechtliche Relevanz ausweisen kann.