

zur Beteiligungsquote sagt, kann alternativ in Fremdkapital investieren. Dann stellt sich die Frage, ob in der High-Yield-Quote Platz ist oder ob indirekt über Anleihen mit Investment-Grade-Rating partizipiert werden kann.“ Auf der nächsten Ebene muss dann entschieden werden, ob man sich als Kredit- oder Eigenkapitalgeber in einer einzelnen Projektgesellschaft oder in einem diversifizierten Fonds engagiert. Die folgende Abwägung betrifft den Punkt, ob die Verbuchung im Spezialfonds oder direkt in der Bilanz erfolgt. „Diese Umsetzungsmöglichkeiten müssen mit dem gewünschten wirtschaftlichen Nutzen in Einklang gebracht werden“, so Kasten. Bei Direktbeteiligungen und entsprechenden Fondsinvestments droht jedoch die Beteiligungsquote. Aber auch hier gibt es Optimierungsmöglichkeiten. „Eine Luxemburger Sicav kann bis zu 50 Prozent des NAV Fremdkapitalinstrumente ausgeben“, erklärt Carsten Fischer. Als „Kreditgeber“ eines Solarfonds aufzutreten kostet aus Solvency-II-Sicht deutlich weniger Eigenkapital. „Versorgungswerke bevorzugen in der Regel den Erwerb der Sicav-Anteile, Versicherer wählen lieber geratete Fremdkapitalinstrumente“, teilt Fischer mit.

Fündig bei der Suche nach geratetem Fremdkapital wurden die Anleger zum Beispiel bei Voigt & Kollegen und deren Beteiligung an einem Solarkraftwerk in Italien. Die Fremdfinanzierung für den Fonds erfolgte über eine Bond-Platzierung in zwei Tranchen zu jeweils 97,6 Millionen Euro. Nach Angaben der Initiatoren handelt es sich hierbei um die erste Bond-Platzierung im Solarbereich, die von Moody's geratet wurde. Die erste Tranche, die von dem italienischen Versicherer Sace garantiert wird, wurde mit Aa2 geratet und „komplett bei institutionellen italienischen Investoren platziert“. Der Kupon beträgt 5,715 Prozent, allerdings kostet die Versicherung 1,75 Prozent. Abzuwägen bleibt, ob eine Garantie oder eine höhere Eigenkapitalunterlegung günstiger ist. Die zweite Tranche, die komplett von der Europäischen Investitionsbank gehalten wird, hat keine Garantie und kommt somit auf ein Baa3-Rating und einen Kupon von 4,839 Prozent. Fällig werden die beiden Tranchen im Jahr 2028.

Das verbrieft Schaf

Die Eigenkapital-Höchstunterlegung von derzeit 49 Prozent zu vermeiden ist auch bei Agrarinvestments, die ein vergleichbares Auszahlungsprofil wie Solarparks haben, attraktiv. „In den Vorgesprächen äußerten Investoren den Wunsch nach einer Zuordnungsmöglichkeit zur Immobilienquote“, sagt Dr. Dieter Rentsch, geschäftsführender Gesellschafter von Aquila Capital. „Die Immobilienquote ist größer als die Beteiligungsquote und muss künftig nach Solvency II mit weniger Eigenkapital unterlegt werden.“ Aquila steht vor dem ersten Closing eines Spezialfonds für institutionelle Anleger, der in den Regionen Ozeanien, Süd- und Nordamerika sowie Osteuropa in den Sektoren Milchproduktion, Schaf- und Rinderzucht sowie Getreide und Ölsaaten investieren soll. Allerdings finden sich in Paragraph 2 der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen keine Huftiere oder andere Vierbeiner. Bislang

war dies für Aquila Capital kein Problem, da sich die bereits aufgelegten Fonds Agrarinvest I bis IV in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG als Publikumsfonds an vermögende Privatanleger wenden. Rechtlich sind bei diesen Fonds die einschlägigen Warnhinweise wichtig, der Inhalt ist jedoch für eine Zuordnung nicht relevant, da das Durchschauprinzip nicht besteht. Aber auch bei dem nun konzipierten institutionellen Sachwert-Basisfonds steht die Anlageverordnung nicht im Weg. „Der Sicav generiert Einnahmen dadurch, dass die Pächter mit ihren Erlösen aus dem Verkauf von Milch, Fleisch und Wolle als Mieterträge anzusehende Pachtgebühren leisten“, erläutert Rentsch, der an dieser Stelle noch auf fixe und variable Pachtkomponenten hinweist. Aber auch ansonsten wurde der Agrarfonds von Aquila Capital so konzipiert, dass er der Immobilienquote zugeordnet werden kann. Voraussetzung dafür: Es musste berücksichtigt werden, dass nach dem Willen der Aufsichtsbehörde mindestens 80 Prozent der Investments in Immobilien und immobilienähnlichen Investments liegen. „Dieses Verhältnis ist dadurch gegeben, dass vier Fünftel der Investments für Weiden, Stallungen und Wirtschaftsgebäude anfal-



Dr. Carsten Fischer, Dechert

Je nach Risikoappetit kann Eigenkapital und Fremdkapital mundgerecht serviert werden.

len. Der Anteil für die Tiere oder Traktoren ist geringer als 20 Prozent“, so Rentsch. „Auch Timber-Fonds können der Immobilienquote zugeordnet werden, wenn mindestens 80 Prozent in Bäume investiert werden und die Kosten für zum Beispiel Sägewerke unter einem Fünftel bleiben.“

Aquila Capital wirbt damit, dass die Struktur der aufgelegten Sachwertprodukte an die jeweiligen Bedürfnisse der Investoren angepasst werden können. Die Produktpalette reiche vom klassischen KG-Modell, das hier aber in die Beteiligungsquote geführt hätte, über Sicav-Sifs und Spezialfonds bis hin zu maßgeschneiderten Verbriefungslösungen. „Durch die weitreichende Strukturierungsexpertise innerhalb der Aquila-Gruppe sind wir in der Lage, für jeden Investorentyp optimale Investmentlösungen im Sachwertsegment zu strukturieren“, wird Roman Rosslenbroich von Aquila zitiert. Unterstützung bei der Strukturierung erhält Aquila Capital von Alceda, die zum Beispiel Beteiligungen an Farmen verbrieft hat. „Der Nachteil an der gewählten Sicav-Konstruktion liegt in der Komplexität. Die Ausarbeitung mit den involvierten Parteien zog sich lange hin“, so Rentsch.

Zwischen Investoren, Asset Managern und Projektentwicklern stehen beratende Strukturierungsexperten und Administrationspezialisten wie die Alceda, Hauck & Aufhäuser oder LRI Invest, die einen

guten Marktüberblick haben und quasi eine Scharnierfunktion übernehmen. „Wir unterstützen institutionelle Investoren bei der Analyse, Bewertung und Strukturierung von Real Assets. Darüber hinaus helfen wir auch bei der Identifikation von attraktiven Assets“, erklärt Reinhard Liebing, Geschäftsführer der Arat. Die Arat ist eine unabhängige Service- und Dienstleistungsgesellschaft, die institutionelle Investoren in Fragen von Real-Asset-Investitionen unterstützt.

Ein anderes Investment in Lebewesen, nämlich den Pferdefonds „Equi Future Champion“, bietet Baumann & Partners Asset Management wie Aquila ebenfalls über einen Sicav an. Dieser soll schwerpunktmäßig in den Handel und in die Ausbildung von Sprung- und Dressurpferden für den Spitzensport sowie in Beteiligungen an Unternehmen, die Produkte für den Reitsport anbieten, investieren. „Die Käuferschicht, die bereit ist, 10.000 bis 30.000 Euro für ein Pferd auszugeben, ist in der Krise weggebrochen. Stark wachsend ist dagegen die Käuferschicht, die für ein Pferd 50.000 bis 100.000 Euro und mehr zahlt. Diese Nachfrage trifft auf ein geringes Angebot“, erklärt

der als Sicav-Sif nach Luxemburger Recht von dem Komplementär BBDL S.A. aufgelegt wurde, in erster Linie auf elitäre Kreise, also auf Family Offices und das Private Wealth Management von Banken abzielt und nur qualifizierten Investoren zugänglich ist, so John Baumann. Für VAG-Investoren ist der Zugang allerdings schwierig. Ein passender Zugangsweg müsste, in welcher Form auch immer, erst noch geobnet werden.

Für den Zugang „IPO“ haben sich vor etwa fünf Jahren die Fondsiniiatoren HCI und MPC für Schiffinvestments entschieden. Spar-kassen, Versicherungen und Versorgungswerke schätzen an gelisteten Schiffsportfolios die prinzipiell einfache Liquidierbarkeit und vor allem die laufende Bewertung. Diese schafft Transparenz, aber auch Trübsinn. Seit dem Börsen-Listing hat sich die Marenavé-Aktie von MPC mehr als halbiert. Den gleichen Verlust erfuhr die Aktie der Containerschiffe der HCI Hammonia Schipping AG im laufenden Jahr. Ein ähnliches Beispiel für den IPO-Weg: Britische institutionelle Investoren haben Aktienemissionen gezeichnet, die als Eigenkapitalfinanzierung für acht Airbus A380 dienen. Mehr nach dem Geschmack deutscher Institutioneller dürften die Doric Aviation Bonds I sein. Diese Anleihen sind an der Luxemburger Börse gelistet. Laut Matthias Böhm, Geschäftsführer von Doric Select, gebe es Gespräche mit Investoren, die einen Erwerb der Bonds in die Asset-Backed-Quote planen. „Daneben wird in Kürze ein externes Rating der Anleihe vorliegen“, so Matthias Böhm.

Der Anlagenotstand wird dafür sorgen, dass sich die Anleger künftig stärker mit der Investierbarkeit von Assets wie Schiffen, Schafen und Sportpferden beschäftigen. Derzeit besonders beliebt sind aber wie oben erwähnt die erneuerbaren Energien. Bei ihren Energieengagements zeigen Investoren zwei Besonderheiten. „Im Unterschied zu Beteiligungsfonds ist der Investor bereit, auch mit Equity direkt in einzelne Objekte zu gehen. Offenbar gehen die Investoren nach dem Netzanschluss mit Blick auf Einspeisevergütungen, Windgutachten und Versicherungen von sicheren Cashflows aus“, sagt Dr. Heinz Kasten von Mercer. Die andere Besonderheit bei Renewables sind die Objektgrößen. „Meist handelt es sich um sehr kleine Objekte, für die die Kosten einer sorgfältigen Prüfung unverhältnismäßig hoch sind“, so Kasten. Am anderen Volumenende fordern die Energienetze, wie beim Amprion-Deal gesehen, zahlreiche Co-Investoren. Für Amprion schlossen sich Versicherungen und Versorgungswerke zusammen.



Reinhard Liebing, Arat
Strukturierungsexperten haben eine
Scharnierfunktion zwischen Investoren
und Anbietern.

John Baumann von Baumann & Partners, der auf das steigende Interesse aus dem Nahen Osten, aber auch aus Russland, Asien und Brasilien verweist. Symptomatisch für diese Entwicklung ist die Bronzemedaille bei den Olympischen Spielen in London der Mannschaftspringreiter aus Saudi-Arabien. „Dieser Erfolg war dadurch möglich, dass Saudi-Arabien die besten Pferde aus Deutschland eingekauft hat“, sagt Holger Hetzel, erfolgreicher Nationenpreisleiter, Landestrainer und Veranstalter von Springpferdeauktionen. Er leitet im Fonds das „Management Team Sportpferde“ und bringt die erforderliche Markt- und Pferdekennntnis ein. „Für die Nachbarländer von Saudi-Arabien ist dieser Erfolg ein Anreiz, sich ebenfalls stärker im Spitzensport zu engagieren.“ In der Natur der Sache liegt, dass der Fonds,

DÜSSELDORF, HYATT REGENCY, 16./17. OKTOBER 2012:

PORTFOLIO
masters

**PAPIERWERT ODER
WERTPAPIER: DIE AKTIE**

Hauptsponsoren



Sponsoren



PORTFOLIO
masters

**TRENDS IN TRANSITIONS
UND TRANSACTIONS**

Premiumsponsor



Sponsoren



PORTFOLIO
masters

**CUSTODY UND
ADMINISTRATION**

Premiumsponsor



Sponsoren



Medienpartner



DIE HIGHLIGHTS AM 16./17. OKTOBER 2012:



TOMAS SEDLACEK

STAR-ÖKONOM UND CHEFVOLKSWIRT BEI DER
TSCHECHOSLOWAKISCHEN HANDELSBANK (CSOB)

Tomas Sedlacek gilt als einer der „fünf heißesten Köpfe“ der Wirtschaft. Spätestens seit Erscheinen seines Buches „Die Ökonomie von Gut und Böse“ avancierte der Grenzgänger zwischen Wirtschaft, Wissenschaft und Politik zum internationalen Star. Der ehemalige Berater von Václav Havel bewertet und diskutiert das Thema „Aktien szenarien 2013“ im Streitgespräch auf dem portfolio masters.

PROF. DR. MAX OTTE

„BÖRSIANER DES JAHRES“ (2009-2011)



Als gefragter Wirtschafts- und Finanzexperte auf dem Gebiet des werthaltigen Investierens (Value Investing) stellt Prof. Dr. Max Otte im Streitgespräch „Aktien szenarien 2013“ seine Sicht der Dinge dar.

PROF. DR. CLEMENS FUEST

UNIVERSITÄT OXFORD



Der Oxforder Steuerprofessor und angehender Präsident des ZEW, Prof. Dr. Clemens Fuest, steht für ordoliberalen Positionen. Fuest wird am Streitgespräch „Aktien szenarien 2013“ teilnehmen.

JOACHIM FRÖHLICH

LEITER TREASURY,
EVANGELISCHE KREDITGENOSSENSCHAFT EG



Aus der Sicht eines institutionellen Investors beleuchtet Joachim Fröhlich das Thema Transition und findet Antworten auf die Frage: Wie läuft die Zusammenarbeit zwischen Investor und Transition Manager?

DR. STEFAN NELLSHEN

FINANZVORSTAND, CFO,
BAYER-PENSIONS KASSE VVAG



„Aktien für Langfristinvestoren mit kurzfristigen Bilanzanforderungen“, so lautet das Thema des Vortrags von Dr. Stefan Nellshen. Er referiert u. a. über die Funktion von Aktien in der Gesamtallokation einer Altersvorsorgeeinrichtung.

MICHAEL DITTRICH

ABTEILUNGSLEITER VERWALTUNG,
DEUTSCHE BUNDESSTIFTUNG UMWELT



Über die Optionen der Umsetzung für Nachhaltigkeit bei Aktieninvestments sowie ausgewählte Studien zur Performance und dem Ansatz der DBU inklusive Ergebnisse stellt Michael Dittrich anschaulich im Investoren-Workshop dar.

THORSTEN FIEDLER

STELLV. VORSTANDSVORSITZENDER,
PENSIONS KASSE HT TROPLAST VVAG



Die Probleme und Erfolge eines institutionellen Investors beim Thema „Positive Renditen mit Aktien“ bringt Thorsten Fiedler aus der Sichtweise einer kleinen Pensionskasse klar auf den Punkt.



Weitere Informationen und Anmeldung:

portfolio-masters.de

PORTFOLIO
masters

Kosten liegen 55 bis 60 Prozent unter den Gebühren von Private-Equity-artigen Infrastrukturfonds“, betont Stolz. Entwicklungs- und Genehmigungsrisiken bestehen nicht mehr.

Das Paket – praktisch ein Mittelweg zwischen Direktinvestment und Infrastrukturfonds – von Prime Renewables berücksichtigt auch die Angebots- und Nachfragesituation für Energieparks. Viele Investoren liebäugeln mit Direktinvestments. „Für die vorgeschriebenen Prüfprozesse von Einzelprojekten braucht es Fachabteilungen. Für jede Anlage braucht es zudem eine spezielle Due Diligence“, sagt Wolfgang Stolz und verweist auf diverse komplexe aufsichtsrechtliche und steuerrechtliche Fragen und Abstimmungen mit dem Risikomanager. „Dieser Aufwand lohnt sich bei Einzelprojekten im Wert von zehn bis 15 Millionen nicht.“ Bei großvolumigen Angeboten ab 100 Millionen Euro steht man aber als mittelgroßer Versicherer in Konkurrenz mit den entsprechenden Abteilungen der Allianz, Meag und Infrastrukturteams von Beteiligungsgesellschaften. In Deutschland kommen noch Stadtwerke als Mitbieter hinzu, so dass die Renditen auf vier bis sechs Prozent sinken. Prime Renewables investiert darum europaweit und konzentriert sich auf Projektgrößen von im Durchschnitt 50 Millionen Euro. Dieses wird auch durch „distressed“ Projektentwickler genährt. Der Clou für Versicherungen: „Statt den einzelnen Parkprojekten prüfen die Versicherungen nur noch einmal die Prime Renewables“, erläutert Werner Humpert. Um Staatsrisiken zu reduzieren, investierte Prime Renewables auch mehr in Wind in Skandinavien und Polen als, wie ursprünglich geplant, in Solar in Italien und Spanien.

Doch ob es sich bei diesem Ei auch um das Ei des Kolumbus handelt? Die Prime-Lösung ermöglicht den schnellen und ressourcenschonenden Aufbau eines auch regional breit diversifizierten Portfolios. Ist aber wirklich für alle Versicherer der Genussschein oder ein Projektbond das ideale Instrument? Kritisch anzumerken ist auch, dass sich die Probleme von Pool-Lösungen erst 2008 bei Immobilienfonds gezeigt haben. Einheitliche Entscheidungsfindungen werden gerade dann schwierig, wenn sich tatsächlich staatliche und technische Risiken realisieren. Um Risiken so weit wie möglich zu reduzieren, hat Prime Renewables sich die Dienste von Web Partners gesichert. Außerdem bekam Prime, das in die Vorbereitung 18 Monate investiert hat, von den internationalen Wirtschaftsprüfern von KPMG und Ernst & Young sowie von der Gothaer, größter Erstversicherer für erneuerbare Energien, weitere namhafte Unterstützung.

Sozialpsychologische Rollentheorien

Neben der Vehikelwahl ist unabhängig von der Entscheidung pro Standardprodukt oder pro Individualität die Partnerwahl wesentlich. „Die Aussicht, die auf Fondsebene anfallenden Nebenkosten zu vermeiden, ist verlockend. Allerdings werden auch die Risiken gesehen, die mit einer Direktinvestition verbunden sein können“, beschreibt Dr. Lars Neviën vom Projektentwickler LNF Energy die Lage. „Als

Gründe gegen eine Direktinvestition werden neben einer geringeren Streuung auf ein Anlagenportfolio insbesondere die möglichen Fehlerquellen im Rahmen des Akquisitionsprozess sowie die umfangreichen Asset-Management-Aufgaben genannt.“ Der Teufel steckt im Detail, und an der Akribie wie diese Details abgearbeitet werden, lässt sich die Qualität des Partners abschätzen. Zur Projekt-Due-Diligence zählt Neviën zum Beispiel Faktoren wie den Eigenstromverbrauch, etwaige Rückbauverpflichtungen und die realistische Kalkulation von Direktvermarktungspotenzialen. Ein weiterer Ratschlag erscheint in der derzeitigen Marktlage besonders relevant: „Insbesondere sollte bei den Komponentenherstellern auf deren finanzielle Stärke, eine geeignete Absicherung im Insolvenzfall und eine gute Reputation des Herstellers am Markt geachtet werden, um sicherzustellen, dass dieser die zugesagten Garantien im Falle eines Qualitätsmangels auch erfüllen kann und will“, rät Neviën. Weiterer wichtiger Aspekt ist die juristische Prüfung mit Blick auf die Beurteilung auf die Vergütungsfähigkeit für den von der Anlage produzierten Strom und das Vorliegen der relevanten Rechte für die Errichtung und den Betrieb der Anlage. Neviën empfiehlt, Juristen mit „landesspezifischen Kenntnissen und weitreichender Expertise bei erneuerbaren Energien für die Projektprüfung heranzuziehen“. Facettenreich ist im Anschluss an den Kauf auch der Anlagenbetrieb, also Wartung, Monitoring und Reporting.

Bei all diesen Details muss aber bei der Partnerwahl der Blick auf das große Ganze gewahrt bleiben. Dabei fällt auf, dass zu den Besonderheiten von erneuerbaren Energien neben den Objektgrößen und der Bereitschaft, ins Equity auf Objektebene zu gehen, zählt, dass die Geschäftsmodelle klassischer Consultants und Asset Manager nicht passgenau komplementär zu Renewables sind. Ein Consultant steht zwar für die Individualität bei Beratung und Lösungen, verfügt aber nur über wenig operative Erfahrung und bringt sich in der Regel nur für ein bestimmtes, zeitlich begrenztes Projekt ein. Eine laufende Betreuung und Unterstützung der Investoren in operativen Themen ist dem Consultant eher wesensfremd. Investments in erneuerbare Energien sind aber sehr langfristig. Ein Asset Manager bietet dagegen operatives Knowhow, ist an fortlaufenden Geschäftsbeziehungen interessiert und bietet auch Servicedienste an, lebt aber vom Verkauf standardisierter Produkte. Wie zu hören ist, bekommen interessierte Versicherer jede Woche ein bis zwei Renewables-Beteiligungsangebote, die dann intern geprüft oder an einen Berater weitergeleitet werden. Ob aber das passende Angebot hinsichtlich IRR, Risiko, Ausschüttungen, Asset-Exposure oder Bilanzierungsmöglichkeiten dabei ist? Genau genommen leben auch Consultants, die sich auf eine Fondsdatenbank stützen, von vorgefertigten Produkten. „Unsere Fondsdatenbank gibt uns einen Überblick über alle Infrastruktur-Asset-Manager. Wir empfehlen, auch für Erstinvestments zur Diversifikation über Fonds zu gehen“, sagt Heinz Kasten von Mercer. „Wir geben aber auch second opinions zu Projekten ab und haben auf internationaler Ebene auch ein spezialisiertes Team für Infrastrukturprojekte.“

Bei beiden Anbietergruppen für die Strategieumsetzung stellen sich auch die Spezialisierungsfragen. Ist der Anbieter ein Spezialist

