

Interview mit Hendrik Kammeyer, E.on Pension Fund, und Detlef Mackewicz, Mackewicz & Partner

„Die Assetklasse Infrastruktur kann helfen, ein Portfolio besser zu diversifizieren“

Im aktuellen Niedrigzinsumfeld machen sich institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds und Lebensversicherer verstärkt auf die Suche nach renditeversprechenden Assetklassen. Damit einhergehend interessieren sie sich zunehmend auch für Infrastrukturinvestment. Hendrik Kammeyer, beim E.on Pension Fund verantwortlich für die Assetklassen Private Equity und Infrastruktur, und Detlef Mackewicz, Geschäftsführer von Mackewicz & Partner Investment Advisers, über die Chancen und Risiken von Infrastrukturinvestments.

VC Magazin: Was macht Infrastruktur für institutionelle Anleger interessant?

Kammeyer: Die Assetklasse war für Institutionelle lange Zeit nur bedingt attraktiv, da es gerade in Europa nur ein sehr begrenztes Manageruniversum und kaum Dealflow gab. Wir haben vor einigen Jahren festgestellt, dass sich der junge Markt langsam entwickelt, und ihn seit 2009 genauer betrachtet. Wir sind überzeugt, unser Portfolio mit der Anlageklasse Infrastruktur besser diversifizieren zu können.

Mackewicz: Angesichts wahlweise niedriger Renditen oder hoher Risiken am Anleihemarkt ist Infrastruktur für viele institutionelle Anleger eine interessante Alternative. Denn hier winken stabile und langfristige Erträge bei eher niedrigen Risiken und einer geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen.

Kammeyer: Wir suchen gezielt nach Assets, die andere Risikofaktoren aufweisen als etwa unser Immobilien- oder Private Equity-Portfolio.

VC Magazin: Welche Risiken sind das?

Kammeyer: Interessant für uns ist beispielsweise das Konstruktionsrisiko bei Straßen- und Schienenprojekten. Wir sind überzeugt, dass es genug Unternehmen gibt, die solche Projekte innerhalb eines bestimmten Budgets und Zeitfensters zu Ende bringen können. Hier lassen sich Risikoprämien generieren, die der Liquidität und Komplexität der Assetklasse angemessen sind. Zugang zu diesen Assets erhalten wir über Single Fund-Investments.

Mackewicz: Auch nach unserer Erfahrung stehen ungelistete Fonds im Fokus der institutionellen Investoren. Allerdings ist das Angebot noch recht überschaubar. So ist von 2009 bis 2013 in insgesamt 219 Infrastrukturfonds ein Kapitalvolumen von 134 Mrd. USD geflossen. Im Vergleich dazu haben in der gleichen Zeit 5.449 Private Equity-Fonds rund 1,02



Hendrik Kammeyer (li.)

ist seit 2008 im Asset Management des E.on-Konzerns tätig und betreut für den deutschen Pensionfonds (CTA) die Asset-Klassen Private Equity und Infrastruktur. Er verwaltet alternative Anlagen im Wert von über 500 Mio. EUR und ist sowohl für die strategische Ausrichtung der Portfolios als auch die weltweite Due Diligence von Fondsinvestments verantwortlich. Kammeyer ist Mitglied verschiedener Advisory Boards und Teil des Investment Committees.

Detlef Mackewicz

Ist Gründer und Geschäftsführer der Beratungsgesellschaft Mackewicz & Partner, die institutionelle Investoren bei deren Aktivitäten im Umfeld der alternativen Anlageklassen unterstützt.

Bio. USD eingeworben. Bei einem 25-mal so hohen Angebot an Fonds sind die Auswahlmöglichkeiten bei Private Equity also deutlich höher als bei Infrastruktur. Gleichzeitig hat Private Equity in dieser Zeit das Achtfache an Kapital aufgenommen.



Foto: © Thinkstock/Stock/Robert Churchill

VC Magazin: Das Angebot wird zusätzlich limitiert, wenn man geografische Schwerpunkte setzt. Wo liegt Ihr Fokus, Herr Kammeyer?

Kammeyer: Wir finden überwiegend in Europa die Risiken, die zu unserer Strategie passen. In den USA sind viele Fonds eher mit einem Private Equity-Ansatz unterwegs, der nicht unserer Definition von Infrastruktur entspricht. Auch die Emerging Markets sind für uns vom Risikoprofil her suboptimal. Allerdings ist in Europa das aktuelle Marktumfeld sehr schwierig, weil viele Risikoprämien verzerrt sind. Der Dealflow auf Assetebene ist leider begrenzt und die Nachfrage unverändert hoch.

VC Magazin: Passen Angebot und Nachfrage in Europa regional immer zusammen?

Mackewicz: In unserer Beratungspraxis ist deutlich geworden, dass der deutsche Investor gerne am Heimatmarkt oder vielleicht auch in Skandinavien aktiv wird. Auf der anderen Seite sehen wir das größte Angebot in Ländern wie Spanien, Portugal, Italien – also eher bei den Wackelkandidaten. Das ist teilweise durchaus ein Problem.

Kammeyer: Die meisten Fondsmanager sehen sich den Markt paneuropäisch an und schließen allenfalls das eine oder andere Land aus. Aufgrund des geringen Dealflows ist es schwierig, länderspezifische Investments anzubieten. In dieser Hinsicht existiert ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Wenn einzelne Investoren beispielsweise ein deutsches Exposure wollen, geht das nur über kleinere Fondsprodukte oder Managed Accounts, die in einzelne Projekte wie etwa erneuerbare Energien oder Wasserversorgung investieren.

Mackewicz: Ich würde auch gerne auf besondere Einstiegsgelegenheiten hinweisen, die sich jetzt im Zuge der Volcker Rule, also der ab 2015 geltenden Eigenhandelsbeschränkungen für US-Banken, ergeben. Diese Geldhäuser bauen deshalb Engagements in Private Equity und Infrastruktur ab. Kleinere Investoren, die in dieser Anlageklasse jetzt mit vielleicht 10 oder 20 Mio. EUR beginnen wollen, können solche Infrastructure Secondaries zu Discountpreisen zeichnen. Zusätzlicher Vorteil: Sie kaufen keine Blackbox, müssen nicht mit der J-Curve leben und haben eine sehr breite Diversifizierung. Das ist durchaus eine Empfehlung, die wir

kleineren institutionellen Investoren auch mit Blick auf den Lerneffekt geben.

VC Magazin: Welche Renditen sind bei Infrastrukturinvestments realistisch?

Kammeyer: Das hängt von der Ausgestaltung der Strategie und dem Zeithorizont ab. Zudem haben das Verhalten der Manager und die weitere Entwicklung an den Kapitalmärkten großen Einfluss auf die tatsächlich erzielbaren Returns. In einem normalen Marktumfeld sollten auf Projektebene bei einer konservativen Strukturierung Renditen im niedrigen zweistelligen Prozentbereich erzielbar sein. Abweichungen nach unten und oben sind aber möglich und wahrscheinlich. Im Fall steigender Zinsen kann es beispielsweise sein, dass die heute gezahlten Kaufpreise für einige Assets zu hoch waren.

VC Magazin: Wie attraktiv sind PPP-Projekte?

Kammeyer: Wie beim Kauf von Staatsanleihen muss ich mir überlegen, welche PPP-Projekte mit welchem Staat ich durchführen will. Wir glauben, dass in diesem Segment die Konstruktionsprämie in Kombination mit einzelnen guten Counterparty-Risiken attraktiv ist. Allerdings muss ich aufpassen, dass kein – das Risiko der Transaktion stark veränderndes – Demand-Risiko besteht. Sprechen wir über bereits entwickelte PPP-Projekte, sind die erzielbaren Renditen mittlerweile sehr gering. Hier muss jeder Investor für sich entscheiden, ob ihm eine Bruttorendite von 7 oder 8% ausreicht. Schließlich sprechen wir über komplexe und illiquide Investments.

Mackewicz: Bedarf an PPPs gäbe es auch in Deutschland genug. Die Bodewig-Kommission hat allein für die Verkehrsinfrastruktur notwendige Investitionen von jährlich rund 7,2 Mrd. EUR ausgemacht. Sie schlägt zur Finanzierung ein Fondsmodell vor, das auch private Mittel einbeziehen könnte. Sollte man sich dafür entscheiden, müssten aber die Renditen für die Investoren attraktiv sein.

VC Magazin: Vielen Dank für das Gespräch.

Norbert Hofmann
redaktion@vc-magazin.de