

INTERVIEW CHRISTIAN TOPP, PRIME CAPITAL

Infrastruktur war schon immer ein Thema

Das dauerhafte Niedrigzinsumfeld und regulatorische Änderungen lassen immer mehr Investoren ein Engagement in Infrastruktur prüfen. Christian Topp, Managing Director, Infrastructure, von Prime Capital, erklärte auf dem I17. Hedgework, worauf es bei der Auswahl geeigneter Infrastruktur-Assets ankommt, welche Renditen wirklich zu erzielen sind und warum es so wichtig ist, die Bedürfnisse und Präferenzen der Investoren genau zu kennen.



Christian Topp

leitet als Managing Director bei der Prime Capital AG den Bereich Infrastruktur. In seiner 17-jährigen Berufslaufbahn hat er entlang der gesamten Wertschöpfungskette gearbeitet. Unterschiedlichen Aufgaben bei Infrastrukturdienstleistern zu Beginn seiner Berufslaufbahn folgten Tätigkeiten bei europäischen Großbanken im Bereich Projektfinanzierung und Beratung, bevor er als Investment Direktor bei verschiedenen Private-Equity-Gesellschaften in London arbeitete.

Christian Topp besitzt einen Abschluss als Diplom-Ingenieur der Technischen Universität Berlin, einen Master-Abschluss der Universität Cambridge, sowie einen MBA der London Business School.

Hedgework: Derzeit ist das Thema Infrastruktur der Renner, was die allgemeine Aufmerksamkeit der Assetklasse gegenüber anbetrifft. Worauf führen Sie das zurück?

Christian Topp: Infrastruktur an sich war immer schon ein Thema. Es wurden auch in der Antike schon Straßen und Häfen gebaut. Also von daher ist Investieren in essentielle Infrastruktur nichts Neues. Dass sich die Assetklasse jetzt einer besonderen Beliebtheit erfreut, sieht man auch an den Zahlen: In den vergangenen drei Jahren wurde ein Transaktionsvolumen von 75 Milliarden Euro in Infrastrukturprojekten in Westeuropa verzeichnet.

Hedgework: Woraus resultiert die hohe Nachfrage?

Topp: Auf der einen Seite ist es die Suche nach stabilem Ertrag. Die typischen Infrastruktur-Investoren sind auch jene, die klassische Anleihen in ihren Portfolios halten. Da hier die Verzinsungen in den vergangenen Jahren kontinuierlich zurückgegangen sind, sind die Investoren auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten, die bei geringen Risiken attraktive Renditen ermöglichen. Es gibt in Europa genügend Infrastrukturprojekte, die dies leisten können. Wer möchte, kann natürlich auch weltweit investieren.

Hedgework: Welche Bedeutung hat Deutschland?

Topp: Deutschland ist hier normal gewichtet. Allerdings mit der Einschränkung, dass der Zugang für Banken und Versicherungen in diesen Markt eher untergewichtet ist. Das liegt daran, dass Deutschland zum Beispiel einen weniger etablierten PPP-Markt hat als Frankreich oder UK. In Deutschland wird z.B. der Straßenausbau großteils vom Bund finanziert. Das gibt Banken und anderen Investoren nicht die Möglichkeit, sich dort zu engagieren. Das heißt, die Pipeline für Infrastruktur ist in Deutschland noch relativ klein.

Hedgework: Wo können Investoren in Europa denn investieren, wenn es in Deutschland so wenige Opportunitäten gibt?

Topp: Das sind die Beneluxländer, UK, Frankreich, und man kann hoffen, dass Deutschland nachzieht.

Hedgework: Sehen Sie Aktivitäten deutscher Investoren in Europa oder auf dem Weltmarkt?

Topp: Ja, es gibt deutsche Investoren, die auch außerhalb von Europa investieren. Das sind größere Unternehmen wie die Allianz oder die MEAG, die hier auch eigene Teams aufgebaut haben. Wir haben von Investoren, mit denen wir sprechen, aber ganz klar die Signale, dass sie in erster Linie bevorzugen würden, in Deutschland zu investieren. Es gibt auch Investoren, die sich mittels Infrastruktur-Fonds über die deutschen Grenzen hinaus wagen.

Hedgework: In welche Art von Infrastruktur wird dann investiert?

Topp: Bisher haben Investoren sich stark in Energiefonds engagiert und hier insbesondere in Erneuerbare Energien wie zum Beispiel Onshore-Wind oder Solar.

Hedgework: Welche Summen müssen Investoren für Infrastrukturinvestments einplanen?

Topp: Das kommt darauf an, ob sie ein Einzelinvestment tätigen möchten oder über einen Fond anlegen. Investitionen in Fonds bieten sich sicherlich ab 10 bis 30 Millionen Euro an. Bei Direktinvestments sollte man über die 50-Millionen-Euro-Grenze hinausgehen, denn der Investor sollte sich ja auch bei Direktinvestments ein diversifiziertes Portfolio aufbauen.

Hedgework: Für welche Art von Anleger kommen Infrastrukturinvestments überhaupt infrage?

Topp: Infrage kommt Infrastruktur für Investoren, die einen langfristigen Investmentansatz haben, also 15 bis 30 Jahre. Dies steht im Gegensatz zu dem Modell, wie es Private-Equity-Gesellschaften betreiben, die einen bestimmten Exit-Termin anstreben. Das hat den Nachteil, dass man ein großes Marktrisiko fährt. Wenn man langfristig investiert, ist dieses Marktrisiko reduziert und der Investor kann auch die Kapitalstruktur und die Assets langfristig optimieren.

Hedgework: Auf dem I17. Hedgework haben Sie eine klare Anleitung zum Aufbau eines Infrastruktur-Portfolios gegeben. Dabei haben Sie in Asset Management und in Plattform-Management unterschieden. Im Bereich Asset Management startet alles mit der Strategieentwicklung. Was ist hier wichtig?

Topp: Als erstes muss sich der Investor vergegenwärtigen, welches Risiko-Rendite-Profil er mit seinem Engagement erzielen will. In welche Risikotreiber möchte der Anleger gehen? Dann sollte die geographische Frage geklärt werden: Wo sollen die Objekte sein? Wie lange ist der Investitionshorizont? Darauf aufbauend entwickelt man dann seine Investmentstrategie und sucht die Assets aus.

Hedgework: In Sachwerte kann ja generell entweder über einen Equity-Ansatz oder über einen Debt-Ansatz investiert werden. Erklären Sie doch bitte den Unterschied.

Topp: Bei einem Equity-Ansatz tätigt der Investor ein Direktinvestment mit einer eigenen Struktur. Das haben viele Investoren in Deutschland beispielsweise im Onshore-Windbereich gemacht, indem sie direkt in eine gewisse Anzahl an Windparks investiert haben. Wir setzen dies derzeit auf europäischer Ebene um. Bei anderen Sachwerten wie zum Beispiel Transport oder auch soziale Infrastruktur ist es schon erheblich schwieriger, Direktinvestments zu tätigen. Hier kommen öfter Fonds-Strukturen zum Einsatz.

Der Debt-Bereich zeichnet sich dadurch aus, dass größere Volumina umgesetzt werden. Das hat auch Vorteile. Die durchschnittlichen Ticket-Größen im Infrastruktur-Debt-Bereich liegen zwischen 50 und 500 Millionen Euro. Damit kann der Investor auch leicht einmal 30 bis 100 Millionen Euro in eine Tranche investieren. Wir gehen hier Partnerschaften mit Infrastrukturbanken in Europa ein. Die Bank übernimmt das Sourcing und das primäre Transaktionsmanagement. Wir von Prime Capital poolen unsere Investoren und sind dann sozusagen die verlängerte Werkbank für sie. Das heißt, wir prüfen die Debt-Investments, wir setzen den Kreditprüfungsprozess für unsere Kunden auf und kümmern uns um das laufende Reporting und Risikomanagement. Generell hat ein Direkt-Investment immer den Vorteil, dass man eine bessere Kontrolle über die Assets hat und Kosten reduziert.

Hedgework: Was sind denn realistische Erwartungen bezüglich Rendite und Risiko?

Topp: Da müssen Sie zwischen dem Debt- und dem Equity-Bereich unterscheiden. Im Debt-Bereich für europäische Infrastruktur bewegt sich die Rendite zwischen 3,5 und 5 Prozent. Das sind also eher niedrige Returns. Im Equity-Bereich liegen die zu erwartenden Renditen bei Buy-and-hold-Strategien zwischen 8 und 12 Prozent.

Hedgework: Wie spiegelt sich das unterschiedliche Risiko bei Debt und Equity wider?

Topp: Der große Vorteil bei den Debt-Investments ist, dass man Senior-Exposure hat. Die verbleibenden Risiken eines Projekts sind über Equity abgepuffert. Die Ausfallraten bei Infrastruktur-Debt sind statistisch betrachtet sehr niedrig. Und sollte es tatsächlich einmal zu einem Ausfall kommen, sind die Recovery-Rates sehr hoch. Das ist einfach zu erklären. Das darunter liegende Asset verschwindet nicht. Eine Straße, ein Hafen oder ein Flughafen besteht weiterhin und kann nach der Restrukturierung weiterhin Erträge erwirtschaften, wenn auch auf einem niedrigeren Level.

Hedgework: Was sind klassische Risiken, die beim Investieren in Infrastruktur gerne unterschätzt werden?

Topp: Wir bei Prime Capital verfolgen einen risikobasierten Investitionsansatz. Das heißt, wir schauen auf technologische Risiken, auf regulatorische und Marktrisiken und auf sogenannte Lebenszyklusrisiken wie beispielsweise Entwicklungs-, Bau- und Betreiberrisiken. Wir analysieren auch, welche Inflationstreiber hinter den einzelnen Kosten- und Ertragsstrukturen liegen. Ein weiterer Punkt ist die Prüfung des Vertragswerks, auf der die Investition in das Asset basiert. Für jedes Infrastruktur-Asset muss man sich diese einzelnen Werte und Risikotreiber detailliert ansehen. Wir haben festgestellt, dass man oftmals bei Assets der gleichen Klasse unterschiedliche Werttreiber und Risiken finden kann. Das heißt, wir müssen darauf achten, dass

„In den vergangenen drei Jahren wurde ein Transaktionsvolumen von 75 Milliarden Euro in Infrastrukturprojekten in Westeuropa verzeichnet.“

Prime Capital

ist ein unabhängiger Finanzdienstleister und Asset Manager, welcher institutionellen Kunden hochprofessionelle Dienstleistungen anbietet. Die im Februar 2006 gegründete Gesellschaft verantwortet 3,7 Mrd. Euro und beschäftigt in Frankfurt und London ca. 42 Mitarbeiter. Zum Aufgabenschwerpunkt zählen neben der ganzheitlichen Beratung institutioneller Kunden die Identifikation von Infrastruktur-Investmentopportunitäten (Co- und Direktinvestments) in Europa, die finanzielle und technische Due Diligence, die Strukturierung, die Finanzierung, sowie das Monitoring.

„Die Ausfallraten bei Infrastruktur-Debt sind statistisch betrachtet sehr niedrig und die Recovery-Rates sind sehr hoch.“

beim Investor sich spezifische Risiken nicht kumulieren, sondern, dass das Portfolio auch hier unter Risikogesichtspunkten diversifiziert wird.

Hedgework: Können Sie ein Beispiel geben?

Topp: Wir haben ein Portfolio im Erneuerbaren-Energiebereich geographisch diversifiziert, sodass damit auch eine regulatorische und geographische Diversifizierung vorgenommen wurde. In Deutschland hat man als Einspeisevergütung das EEG, in Frankreich läuft die Einspeisevergütung kürzer und der Investor trägt somit mehr Marktrisiko, in Schweden gibt es sogenannte Grüne Zertifikate und der Investor trägt ein Strompreissrisiko. Auch in UK trägt der Anleger ein Strompreissrisiko. Das ist eine Ebene der Diversifikation. Darüber legen wir als zweite Ebene die technische Diversifikation, zum Beispiel bei den Herstellern. Ziel ist es, eine Diversifizierung über verschiedene Ebenen zu erreichen.

Hedgework: Gibt es auffällige Häufungen bei einer Risikoart?

Topp: In Deutschland haben viele institutionelle Anleger in Windparks investiert. Dabei haben sie häufig Prognosen über den Windertrag von externen Beratern zugrunde gelegt. Diese Prognosen über den Windertrag über 20 Jahre haben sich dann nicht selten als zu optimistisch erwiesen. Wenn das Engagement dann auch noch mit einem Anteil Fremdkapital versehen war, geht die Fehlprognose zu Lasten des Eigenkapitalanteils und des Ertrags. Das heißt, dass dann keine Mittel mehr für die Ausschüttung an den Investor zur Verfügung stehen.

Hedgework: Wie vermeiden Sie dieses Risiko?

Topp: Wir nutzen unsere interne technische Expertise zur Bewertung der Windressource und verlassen uns nicht ausschließlich auf externe Gutachten. Zum anderen verwenden wir nur einen sehr geringen Teil an Fremdkapital. Das hat den Vorteil, dass es auch in den frühen Jahren einer Investition, wenn der Fremdkapitalanteil noch voll in den Büchern steht, einen Ertrag für die Eigenkapitalgeber gibt. Wir haben zum Beispiel bei der Prime Renewables GmbH seit Start jährliche Ausschüttungen von vier Prozent, weil in operative Projekte investiert wurde und der Fremdkapitalanteil niedrig ist.

Hedgework: Eine abschließende Frage zum Asset Management: Wie wird sich der Bereich Ihrer Meinung nach weiter entwickeln?

Topp: Die große Aktivität wird weiterhin im Transport- und im Energie-Bereich zu finden sein. Vom regionalen Aspekt her werden sich die Investoren auf Westeuropa konzentrieren. In Osteuropa werden sich Aktivitäten nur langsam aufbauen. Als dritten Sektor, wenn auch kleiner, haben wir das Thema Soziale Infrastruktur identifiziert. Hier gibt es weniger Aktivitäten und die Volumina sind ebenfalls geringer.

Hedgework: Kommen wir zum Themenkomplex Plattform-Management. Sie hatten das Thema in Ihrem Vortrag auf dem 117. Hedgework gleichberechtigt neben das Asset Management gestellt. Warum ist Ihnen Plattform-Management so wichtig?

Topp: Um Transparenz und Kontrolle über die Assets sicherzustellen und die Verwaltungskosten möglichst gering zu halten. Außerdem geht es insbesondere für regulierte Investoren wie zum Beispiel Versicherungen darum, überhaupt erst die Investierbarkeit der Assets zu ermöglichen. Eine Struktur, die wir heute für einen Investor aufsetzen, muss alle Aspekte langfristig berücksichtigen, die die regulatorischen Rahmenbedingungen wie VAG oder Solvency II mit sich bringen. Das ist ein Prozess, der es erfordert, dass wir die dahinter liegenden Anforderungen der Investoren verstehen. In großen Konzernen gibt es verschiedene Risikoträger, auf die Assets verbucht werden sollen und natürlich auch verschiedene Quoten, die gemäß der Anlageverordnung genau gesteuert werden wollen. Deswegen widmen wir dem Thema Plattform-Management so viel Aufmerksamkeit.

Hedgework: Wie ist das Vorgehen in der Praxis? Haben Sie ein Asset und suchen dann passende Investoren? Oder wissen Sie, was ein Investor will und suchen das passende Asset?

Topp: Es ist wichtig, die Bedürfnisse und Präferenzen der jeweiligen Investoren genau zu kennen und auf dieser Basis die richtigen Assets und den geeigneten Implementierungsweg auszuwählen. Es gibt Investoren, die haben zum Beispiel schlechte Erfahrungen mit Transport-Investments in Spanien gemacht. Andere bevorzugen eher Projekte in Sozialer Infrastruktur. Ebenso gibt es Präferenzen bezüglich der Ticket-Größen und der Regionen.

Hedgework: Gibt es einen Sekundärmarkt?

Topp: Es gibt einen Sekundärmarkt. Aber es ist leider selten so, dass genau das Investment, das ein bestimmter Investor sucht, auch auf dem Markt erhältlich ist. Wenn Infrastruktur-

Investments auf den Sekundärmarkt kommen, muss relativ schnell reagiert werden. Da die meisten Investoren ihre Investitionen lange halten wollen und auch halten, ist das Angebot auf dem Sekundärmarkt eher überschaubar.

Hedgework: Im Rahmen des Plattform-Managements spielen Risiko und Midoffice eine wichtige Rolle. Was ist hierzu zu sagen?

Topp: Wir müssen verstehen, wie beim Investor die Risikomanagementsysteme implementiert sind, die beispielsweise aus der MaRisk oder den Solvency-Anforderungen resultieren. Wichtig ist auch zu wissen, welche Daten der Investor für sein eigenes Reporting benötigt. Wir als Prime Capital übernehmen die Schnittstellenfunktion zwischen Investment und Investor. Wir sind die Experten, die das Asset verstehen und auch langfristig managen und betreuen.

Hedgework: Welche Erfahrungen hat Prime Capital insgesamt im Bereich Infrastruktur-investments vorzuweisen?

Topp: Ich selbst bin seit über 18 Jahren im Infrastrukturbereich tätig und habe als Ingenieur in Europa viele Projekte geplant und auch Debt-finanziert. Bei Prime Capital habe ich den Infrastruktur-Bereich sowohl im Debt- als auch im Equity-Bereich aufgebaut. Wir fokussieren uns auf die europäischen Kernländer Deutschland, Frankreich, Skandinavien und UK. Dort haben wir in den vergangenen zwei Jahren zum Beispiel ein diversifiziertes Portfolio an Energie-Assets, das derzeit 87 Megawatt umfasst, für eine kleine Gruppe deutscher Versicherungen und Pensionskassen erfolgreich aufgebaut. Des Weiteren betreiben wir eine Plattform für Versicherungen, die es ermöglicht, in Infrastructure-Debt zu investieren. Wir schaffen damit Zugang zu Krediten, die normalerweise nur Banken zur Verfügung stehen.

Hedgework: Und was wird die Zukunft bringen?

Topp: Es wird viel über Infrastruktur geschrieben, jedoch ist bislang wenig passiert. Der Bedarf für Alternativkapital ist riesig und wird sich zukünftig über alle Segmente und Länder drastisch erhöhen. Die Staaten und Banken fallen zunehmend als Finanzier aus. Also lautet die klare Botschaft: Prime Capital ist etabliert und wird über die Jahre mit dem Sektor wachsen. Die Frage ist, wie der Katalysator aussieht, um die großen institutionellen Geldtöpfe an die komplexe und zumeist illiquide Materie heranzuführen. Dazu bedarf es Dienstleister wie uns, die sowohl inhaltlich begleiten können, beim Sourcing und Transaktionsmanagement, als auch investierbare Zugangswege bieten können – also investierbare Lösungswege, die zeitgemäß ins heutige anspruchsvolle Umfeld passen und mit gestiegenen Regulierungsanforderungen, Bilanzierungsvorschriften und differenzierten länderübergreifenden Besteuerungen fertig werden. Beides unter einem Dach ist der Schlüssel zum Erfolg – dafür stehen wir als Prime Capital, wir investieren kräftig in Ressourcen und wollen ein langfristig verlässlicher Partner sein.

Hedgework: Vielen Dank für das Gespräch, Herr Topp.

„Ein Direkt-Investment hat den Vorteil, dass man eine bessere Kontrolle über die Assets hat und Kosten reduziert.“

KONTAKT

Prime Capital AG
Christian Topp
Tel.: +49 (0)69 9686 984-0
E-Mail: christian.topp@primecapital-ag.com
Internet: www.primcapital-ag.com