

Die Verbriefung von Infrastrukturfinanzierungen

Unter Infrastruktur werden allgemein alle staatlichen und privaten Einrichtungen verstanden, die für eine ausreichende Daseinsvorsorge und wirtschaftliche Entwicklung als erforderlich gelten. Infrastruktur wird häufig untergliedert in die Sektoren wirtschaftliche Infrastruktur, was die Segmente Verkehr, Energie, Telekommunikation und Versorgung/Wasser umfasst und soziale Infrastruktur, die unter anderem Bildungs-, Gesundheits-, Verwaltungs- und Kultureinrichtungen sowie Sicherheit beinhaltet. Es erscheint angebracht, zwischen der Bedarfskategorie (Sektor) – beispielsweise Sicherheit – und dem eigentlichen Investitionsobjekt – beispielsweise ein Gefängnis – zu unterscheiden. Darüber hinaus lassen sich Infrastrukturprojekte in unterschiedliche Entwicklungsphasen unterteilen: zum einen „Greenfield“-Projekte, bei denen die Infrastrukturprojekte noch entwickelt beziehungsweise errichtet werden müssen, zum anderen „Brownfield“-Projekte, die für den Ausbau beziehungsweise die Aufrüstung bereits bestehender Anlagen stehen.

Eine erhebliche Bandbreite potenzieller Investitionsobjekte

Des Weiteren steigt die Komplexität durch den regionalen Bezug des Infrastrukturprojektes, der sich von lokal über national bis hin zu europaweit beziehungsweise global erstrecken kann. So bietet das Thema eine erhebliche Bandbreite potenzieller Investitionsobjekte, die zwar inhaltlich unter den Oberbegriff Infrastruktur zusammengefasst werden können, die sich aber etwa in Sachen Markt und Technik, Betrieb und Regulierung erheblich unterscheiden. Dabei sagt die inhaltliche Spezifikation noch nichts über die Art des Investments aus.

Auch hier bietet Infrastruktur die volle Bandbreite denkbarer Investitionsformen,

welche von der Sachanlage bis hin zu diversen Finanzanlagen in Form von Eigenkapital- oder Fremdkapitalinstrumenten reicht. Dabei hängen die möglichen Investitionsformen wesentlich von der Form der Einbindung der Privatwirtschaft hinsichtlich einer öffentlichen respektive privaten Trägerschaft der Infrastrukturprojekte ab. Die Komplexität von Infrastrukturanlagen kann also insgesamt als „hoch“ angesehen werden (Abbildung 1).

Aufgrund der schwierigen Abgrenzung des Begriffs Infrastruktur mangelt es bislang an einer EU-einheitlichen Legaldefinition. Die Problematik besteht unter anderem darin, dass eine regulatorische Begünstigung beispielsweise für Infrastrukturinvestitionen von Versicherungen, die politisch

durchaus gewünscht sind, an einer fehlenden Legaldefinition scheitert und damit der intendierten Investitionsausweitung der Versicherer entgegensteht. Als weitere Folge einer fehlenden einheitlichen Definition ergibt sich zwangsläufig eine gewisse „Unschärfe“ zum Beispiel bei der Veranlagung des Infrastrukturbedarfs. Somit sind auch zum Teil erheblich divergierende Schätzungen über Marktvolumina unterschiedlicher Quellen kaum verwunderlich. Allen Studien gemeinsam ist jedoch der enorme prognostizierte künftige Investitionsbedarf. Für Europa taxierte die EU-Kommission im Rahmen ihrer EU Project Bond Initiative (PBI) den Investitionsbedarf bis zum Jahr 2020 auf 1,5 bis 2 Billionen Euro.

Generierung beständiger und damit planbarer Cashflows

Was macht Anlagen in Infrastruktur interessant? Wesentliche Charakteristika von Infrastrukturanlagen sind die Generierung beständiger und damit planbarer Cashflows, deren weitgehender Inflationsschutz sowie die hohe Kapitalintensität und Langlebigkeit der betreffenden Projekte auf Basis langfristiger Verträge/Konzessionen. Aufgrund einer geringen Korrelation mit anderen Assetklassen bieten sie in einem Multi-Asset-Portfolio weitere Diversifikationseffekte und erweisen sich als relativ robust im Vergleich zu anderen Kapitalmarktanlagen.

Infrastrukturprojekte verfügen meistens über einen gewissen Monopolcharakter und treffen häufig auf eine unelastische Nachfrage ihrer Nutzer. Sie operieren meist in einem regulierten beziehungsweise öffentlich-rechtlichen Umfeld. Wenngleich sich hierdurch keine extrem hohen Margen generieren lassen, sichern sie ihren Investitionsformen

Ann-Kristin Möglich und Ralf Raebel, beide ABS-Analysten, DZ BANK AG, Frankfurt am Main

Der Bedarf an Infrastrukturfinanzierungen ist weltweit hoch. Und gerade die Aussicht auf stabile und vergleichsweise gut kalkulierbare Cashflows macht diese Assetklasse für langfristig orientierte Investoren wie Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen attraktiv. Auch für Verbriefungen in diesem Segment sehen die Autoren ein aussichtsreiches Potenzial. Bei allem erkennbaren Interesse an diesem Instrument überwiegt ihrem Eindruck nach derzeit gleichwohl eine anhaltende Unsicherheit der Branche über die künftige regulatorische Behandlung. Gerade für Versicherungen halten sie die derzeit geplante Eigenkapitalunterlegung mit Bezug auf die langen Laufzeiten von Infrastruktur-Verbriefungen für prohibitiv hoch. Nach einem Blick auf das schon vorhandene Verbriefungssegment für Infrastrukturfinanzierungen in Großbritannien stufen sie dieses Marktsegment in ganz Europa als erheblich ausbaufähig ein. (Red.)

toren dennoch eine konstante Rendite über einen langen Zeitraum und gelten als relativ sichere Anlage.

Infrastrukturkredite, als gesonderte Teilmenge der Infrastrukturanlagen, bieten ein attraktives Rendite-Risiko-Profil, das gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld auf zunehmendes Investoreninteresse stößt und ihnen eine Möglichkeit zur Reduktion des Staatsanleihe-Exposures eröffnet. Sie zeichnen sich durch historisch geringe Ausfälle und hohe Verwertungserlöse aus, weshalb die Nettoverluste entsprechend niedrig sind. Ihre vom Kapitalmarkt unabhängigen Renditen sind mit 3,5 Prozent bis 5 Prozent vergleichsweise hoch und bieten „relative value“, da sie eine Illiquiditätsprämie beinhalten. Diese lässt sich über eine langfristige Projektdauer vereinbaren, was Infrastrukturkredite insbesondere für langfristig orientierte Anleger, wie zum Beispiel Versicherungen, interessant macht.

Eine Befragung von Preqin Infrastructure unter verschiedenen Investorengruppen auf globaler Basis nach der aktuellen und langfristig angestrebten Allokation im Bereich Infrastruktur zeigt, dass diese ihre Anlagequote von derzeit durchschnittlich 3,7 Prozent auf 5 Prozent ihrer „Assets under Management“ erhöhen wollen. Dem-

nach planen alle Investorentypen mit Ausnahmen von Family Offices und Staatsfonds eine zum Teil deutliche Ausweitung ihres Infrastrukturengagements.

Offene regulatorische Behandlung

Die Gründe für die bisherige Zurückhaltung der Investoren liegen einerseits im fehlenden Zugang zu den Assets, der hohen Komplexität sowie dem geringen spezifischen Know-how. Ein weiteres Hindernis ist andererseits in der offenen regulatorischen Behandlung zu sehen. Nach aktueller Einschätzung werden von Versicherungen Fremdkapitalanlagen gegenüber Eigenkapitalanlagen stärker nachgefragt. Allerdings besteht die Gefahr, dass Infrastrukturanlagen – vor allem solche aus dem Infrastrukturkreditbereich – innerhalb der vorgeschriebenen AI-Quote von maximal 7,5 Prozent gegenüber anderen alternativen Anlagen aufgrund ihres niedrigen Renditeprofils im Vergleich zu den erwarteten Renditen, wie beispielsweise von Hedgefonds oder Private Equity Fonds, ins Hintertreffen geraten. Denn diese weisen a priori eine höhere Renditeerwartung auf und könnten so die absolut niedriger rentierlichen Infra-Debt-Investments innerhalb dieser Anlagequote verdrängen, obwohl diese unter Risiko-/Ertragsaspekten durchaus attraktiv sind.

Das steigende Investoreninteresse trifft im Gegenzug auf einen steigenden Infrastrukturfinanzbedarf, klamme öffentliche Kassen insbesondere in den von der Eurokrise geschüttelten Peripheriestaaten sowie einen sich teilweise aus der Finanzierung zurückziehenden Bankensektor. So hat die Einführung von Basel III im europäischen Bankensektor einen enormen Deleveragingprozess ausgelöst. Zahlreiche Banken haben sich in den letzten Jahren aus Geschäftsfeldern, die unter dem neuen Regelwerk aufgrund ihres Risiko-Ertragsprofils und der erforderlichen Eigenkapitalunterlegung als wenig attraktiv erscheinen, vollständig zurückgezogen oder zumindest ihr Engagement erheblich zurückgefahren. Hiervon ist in Teilen auch die Infrastrukturfinanzierung in Europa betroffen.

Die Möglichkeit, Kreditrisiken zum Beispiel in Form von Verbriefungen auszuplatzen, verschafft den Banken einerseits bilanziellen Spielraum, eröffnet umgekehrt aber auch den neuen Langfristinvestoren entsprechende Anagemöglichkeiten. Der sich aktuell vollziehende Wandel bietet aufgrund der Vielzahl der Auswahlmöglichkeiten daher auch entsprechende Opportunitäten.

Die klassische Infrastrukturbereitstellung erfolgt über den Staat im Wege der kon-

Abbildung 1: Was ist Infrastruktur? – Erweiterte Untergliederung von wirtschaftlicher und sozialer Infrastruktur

Infrastruktur						
Sektor	Wirtschaftliche Infrastruktur					Soziale Infrastruktur
Segment	Verkehr	Energie	Telekommunikation	Versorgung/Wasser	Infrastruktur im weiteren Sinne	Gesundheit, Kultur, Bildung, Sicherheit ...
Objekt	<ul style="list-style-type: none"> ■ Straßen ■ Schienen ■ Tunnel ■ Brücken ■ Flughäfen ■ Seehäfen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Energieverteilung (Leitungsnetze) ■ Erneuerbare Energie (Wind, Sonne, et cetera) ■ Konventionelle Kraftwerke 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Festnetze ■ Mobilfunknetze ■ Satelliten ■ Informationstechnologie (E-Government) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ver- und Entsorgungseinrichtungen ■ Wasser ■ Abwasser 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Tanklager ■ Gaslager (Kavernen) ■ Fährverbindungen ■ Unregulierte Kraftwerke 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Krankenhäuser, Pflegeheime, Reha-Zentren ■ Schulen, Kindergärten, Jugendeinrichtungen ■ Sport-/Freizeitstätten ■ Verwaltungsgebäude ■ Gefängnisse ■ et cetera
Investitionsform	Sachanlage Objekterwerb/-bau			Finanzanlage Eigenkapital Fremdkapital		
Träger	Staatlich			Privat		
Phasen	Greenfield Konstruktions- und Bauphase			Brownfield Anlaufphase		Betriebsphase
Regionen	Global	USA	Europa	EMEA	Asien	

Quelle: DZ Bank Research

Die Verbriefung von Infrastrukturfinanzierungen

ventionellen Beschaffung und Finanzierung, bietet jedoch keine direkte Investitionsmöglichkeit in Infrastruktur. Angesichts des Engpasses in den öffentlichen Kassen werden als Ausweg oft „Public Private Partnerships“ (PPP) angeführt. Dabei werden öffentliche Aufgaben in Zusammenarbeit mit privatwirtschaftlichen Unternehmen durchgeführt.

Der Umfang des privaten Beitrages ist dabei variabel; mögliche Elemente sind beispielsweise die Finanzierung, aber auch Planung, Konstruktion, Baudurchführung und laufender Betrieb. Pionier für PPP in Europa ist das Vereinigte Königreich, welches unter der „Private Finance Initiative“ (PFI) erste Projekte bereits 1992 startete.

PPP-/PFI-Finanzierungen als „klassische“ ABS-Variante

Grundsätzlich eignen sich PPP-Finanzierungen gut für Verbriefungszwecke. Der Zahlungsstrom ist durch den öffentlichen Auftraggeber als Vertragspartei sehr zuverlässig und in seiner Höhe gut prognostizierbar. Dadurch ist auch ein hohes „Gearing“, also eine ausgeprägte Fremdfinanzierung, möglich, die regelmäßig zwischen 70 Prozent und 90 Prozent liegt. Die Finanzkennzahlen der PPP-Finanzierungen sind durch die hohe Verschuldung zu Beginn entsprechend „schwach“. Erfolgt die Refinanzierung eines Einzeldarlehens über ABS, können die Anleihen entweder vor Projektbeginn begeben werden oder aber später eine Zwischenfi-

nanzierung ablösen, wenn das Objekt erfolgreich fertiggestellt und an den Auftraggeber übergeben wurde. Damit werden in den Verbriefungen Risiken ausgeblendet, die insbesondere während der Konstruktions- und Bauphase bestehen.

Da aber die überwiegende Anzahl der PPP-Projekte relativ klein ist und nur über ein Volumen im mittleren zweistelligen Millionenbereich verfügt, kommen diese für eine eigenständige Verbriefung nicht infrage. Allerdings können die Darlehen kleinerer PPP-Transaktionen zu CLO-Portfolios zusammengefasst werden. Für eine eigenständige „Whole Loan Securitisation“ kommt nur der kleine Anteil der größeren PPP-Finanzierungen ab etwa 100 Millionen GBP beziehungsweise Euro in Betracht.

Eine idealtypische Struktur auf Basis britischer „PFI Securitisations“ ist in der nachfolgenden Abbildung 2 vereinfacht dargestellt. Die Sponsoren sind dabei über eine Zwischengesellschaft (Hold-Co) indirekte Gesellschafter sowohl der Projektgesellschaft (Project Ltd.) als auch der finanzierenden Zweckgesellschaft (Finance Ltd.).

Letzterer stellen sie in Form eines Nachrangdarlehens Eigenmittel zur Verfügung, welches als Kreditbesicherung im Emissionsprozess eingesetzt wird. Die die ABS-Anleihe emittierende Finanzierungszweckgesellschaft reicht den Emissionserlös in Form eines korrespondierenden Darlehens an die Project Ltd. weiter, die hiermit ih-

rerseits die Erstellung des Infrastrukturobjektes finanziert (Abbildung 2).

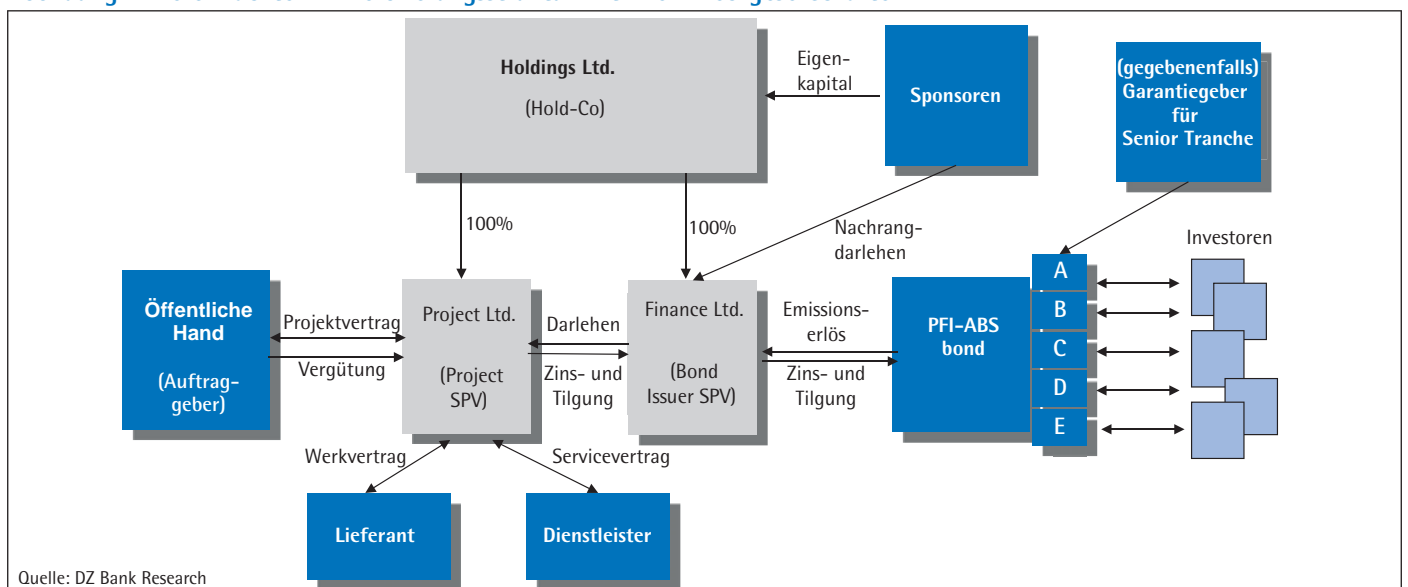
Besonderheiten und Unterschiede von PFI-/PPP- und sonstigen Verbriefungen

Aufgrund der langen Laufzeiten der zugrunde liegenden PPP-Verträge von teilweise mehr als 30 Jahren sind auch die betreffenden britischen PFI-Verbriefungen langfristig ausgelegt. Historisch verfügen fast alle britischen PFI-Anleihen über den „Wrap“ eines „Monoliner“, der für ein Rating-Uplift benötigt wurde, da das eigenständige Rating der Projektstruktur in den meisten Fällen nicht für eine Einstufung im oberen IG-Bereich ausreichte.

Mit Ausbruch der internationalen Finanzkrise, in deren Strudel auch viele Monoliner gerissen wurden, war eine solche Bonitätsanhebung mittels Wrap aufgrund der Bonitätsverschlechterung der meisten Monoliner nicht mehr möglich. In der Folge führte dies auch zu einem Emissionseinbruch bei den PFI-Bonds. Erst in 2013 wurden wieder PFI-Bonds mit Monoliner-Wraps aufgelegt. Ferner sind die britischen PFI-Anleihen bis auf wenige Ausnahmen mit Fixkupon ausgestattet. Die Kupons einiger Anleihen sind „inflation-linked“ über den „Retail Price Index“ (RPI), da auch die Zahlungen an das PFI-Projekt häufig inflationsindexiert sind.

Aufgrund des hohen Gearing stellen sich PFI-Verbriefungen zunächst als „High LTV-

Abbildung 2: Vereinfachte PFI-Verbriefungsstruktur mit zwei Zweckgesellschaften



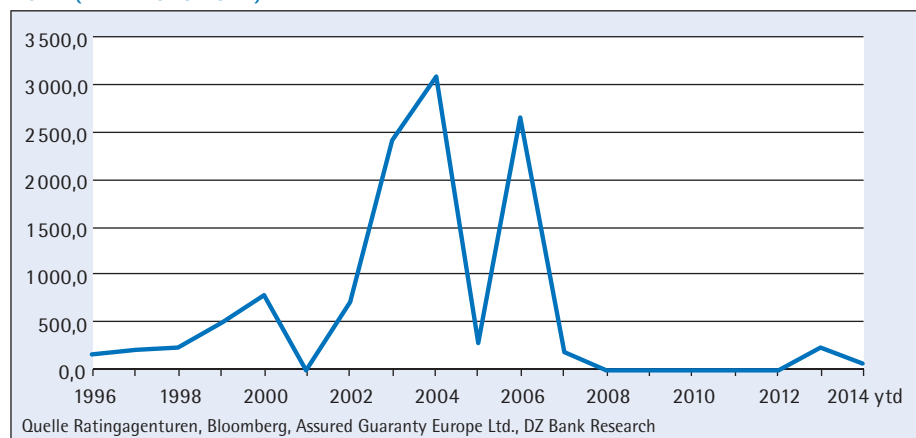
Transaktionen“ dar. Jedoch mitigiert die Bonität des verpflichteten öffentlichen Vertragskontrahenten diesen Faktor. Bei der Verbriefung von großvolumigen Einzeldarlehen besteht ein entsprechend hohes Konzentrationsrisiko von 100 Prozent. Aber auch bei der Verbriefung in Form von PFI-CLOs sind die Portfolios aufgrund der vergleichsweise geringen Anzahl Credits im Vergleich zu Auto-ABS oder RMBS als weniger granular anzusehen. Die Performance der den Transaktionen zugrunde liegenden Projekte gilt in der Regel als stabil. Da die überwiegende Zahl der Transaktionen mit einem Wrap versehen ist, ist neben der originären Performance des Projekts auch die Bonitätsentwicklung des Monoliners von Bedeutung.

Nachfolgend wird die Volumenentwicklung britischer PFI-Bonds seit 1996 dargestellt. Dies vermittelt einen repräsentativen Eindruck von der Entwicklung des gesamten PFI-/PPP-Anleihevolumens in Europa, da nach Recherchen PPP-Projekte aus anderen europäischen Ländern nicht in signifikantem Umfang verbrieft wurden. Demnach wurden bislang insgesamt Transaktionen im Volumen von 11,5 Milliarden GBP verbrieft. In Summe fällt damit die bisherige Inanspruchnahme des Kapitalmarkts als (Re-)Finanzierungsquelle für PPP-Transaktionen in Anbetracht eines billionenschweren Infrastrukturbedarfs, aber auch in Relation zum jährlichen PPP-Volumen in Europa eher bescheiden aus. So belief sich allein 2013 in Europa der Gesamtwert von PPP-Transaktionen gemessen am Abschluss der Finanzierungsverträge auf 16,3 Milliarden Euro (Abbildung 3).

EU Project Bonds – Sonderform von Infrastrukturverbriefungen

Bei einem EU Project Bond handelt es sich um eine von einer Projektgesellschaft aufgelegte Anleihe, deren Bonität durch die Unterstützung der European Investment Bank (EIB) verbessert wird. Im Fokus stehen hierbei Vorhaben im Transport-, Energie- und Kommunikationswesen. Hierzu stellt die EIB ein nachrangiges Finanzierungsinstrument in Form eines Darlehens oder einer vorbeugenden Kreditlinie zur Verfügung, wodurch die Bonität der Anleihe auf ein höheres Niveau angehoben wird, um dadurch potenziell mehr Investoren zu gewinnen. Zwei Ausgestaltungsvarianten des EU Project Bonds sind zu unterscheiden, die „funded“ (die EIB stellt von

Abbildung 3: Entwicklung des Emissionsvolumens britischer PFI-Bonds von 1996 bis 2014 (in Millionen GBP)



Beginn an ein Mezzanine-Darlehen als Finanzierungsinstrument zur Verfügung) sowie die „unfunded“ (EIB stellt eine vorbeugende Kreditlinie beziehungsweise Garantie) Struktur.

Bis dato wurden mittels der PBI insgesamt erst fünf Projekte mit Bonitätsverbesserungsfazilitäten im Umfang von rund 498 Millionen Euro unterstützt. Aktuell befinden sich zudem drei weitere Projekte in der Pipeline, deren potenzielles Credit Enhancement durch die PBI rund 380 Millionen Euro betragen soll. Bislang wurde allerdings noch kein EU Project Bond mit einer „funded“ Struktur begeben. Die PBI-Pilotphase wird bis Ende dieses Jahres abgeschlossen.

Hinsichtlich der regulatorischen Behandlung von EU Project Bonds für Versicherungsinvestoren hat die EIOPA in ihrem „Technical Report on Standard Formula Design and Calibration for Certain Long-Term Investments“ vom 19. Dezember 2013 eine Reduktion des Risikoaufschlags (spread shock) für EU Project Bonds überprüft. Angesichts der Novität der EU Project Bonds gibt es jedoch keine Performance-Historie, und die EIOPA sieht sich daher nicht in der Lage die Daten mit einer Genauigkeit auszuwerten, die eine Reduktion des Risikoaufschlages begründen könnte.

Hierzu wäre der Vorschlag, den EU Project Bond zunächst fiktiv in eine supranational garantierte Teilanleihe sowie eine unbesicherte Unternehmens-Restanleihe zu unterteilen. Für beide Teilanleihen ließen sich separate Eigenkapitalunterlegungen der

jeweiligen Assetklassen ermitteln und wieder für die Gesamtunterlegung des EU Project Bonds aggregieren. Letztlich muss die regulatorische Behandlung von EU Project Bonds von der Politik entschieden und vorgegeben werden.

Weiterer Aufklärungsbedarf

Aufgrund der bisher soliden Performance, den vergleichsweise attraktiven Renditen sowie im Hinblick auf den enormen Infrastrukturbedarf in Europa gibt es für Infrastrukturverbriefungen ein erhebliches Marktpotenzial. Auch für EU Project Bonds könnte sich mittelfristig ein neues, milliardenschweres Anleihesegment entwickeln. Verbriefungen bieten als „Pool-Lösung“ die Möglichkeit, die Vielzahl kleinvolumiger Infrastrukturprojekte zu einem Investment zu aggregieren sowie dieses gleichzeitig als diversifiziertes Portfolio gestückelt für die Vielzahl kleiner und mittelgroßer Investoren zugänglich zu machen. Vor dem Hintergrund einer restriktiveren Kreditvergabe des Bankensektors erscheint eine Ausweitung der Inanspruchnahme des Kapitalmarkts via Verbriefungen zur Bewältigung der finanziellen Anforderungen nur folgerichtig.

Für ein erfolgreiches Gelingen sind dafür allerdings auf Seiten der Regulatoren die notwendigen Voraussetzungen zu schaffen. So ist zum Beispiel die derzeit geplante Eigenkapitalunterlegung für Versicherungen mit Bezug auf die langen Laufzeiten von PFI-Verbriefungen prohibitiv hoch. Auf Seiten der Investoren scheint vor allem weiterer Aufklärungsbedarf zu bestehen.