

Arg gebeutelte Master Limited Partnerships

USA Der Kursverfall im dritten Quartal bietet Einstiegschancen. Die US-Energieinfrastruktur muss trotz aktuell sinkender US-Ölproduktion ausgebaut werden.

MARTIN GOLLMER

Als Master Limited Partnerships (MLP) organisierte US-Energieinfrastrukturunternehmen gehörten lange zu den heissesten Investments unter Anlegern. Sie offerierten den Anteilhabern Aussicht auf stetig steigende Ausschüttungen, und die Börsenkurse der MLP schienen vom Auf und Ab der Öl- und Gaspreise weitgehend unberührt (vgl. Textkasten). Doch das hat sich geändert. Der anhaltend niedrige Ölpreis hat dazu geführt, dass die US-Ölproduktion seit kurzem wieder sinkt. In den Augen der Anleger führt das zu einer geringeren Nachfrage nach Pipelines und Pipeline-Dienstleistungen. Das wiederum bedroht die Fähigkeit der MLP zu wachsen und ihre Ausschüttungen steigen zu lassen.

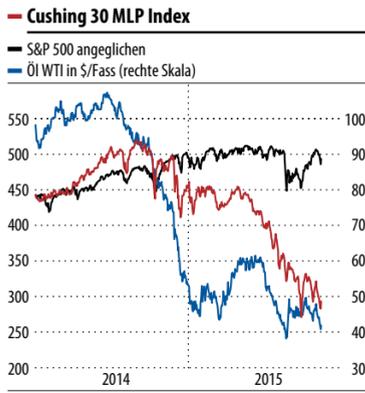
Der Cushing 30 MLP Index, der den Kursverlauf von dreissig börsengehandelten MLP aus dem US-Energieinfrastruktursektor abbildet, hat im laufenden Jahr bisher schon 35% nachgegeben (vgl. Chart). Ende September erreichte der Index nach einem prononcierten Kursverfall in den Tagen zuvor mit 270,06 sein vorläufiges Tief. Seitdem ist er wieder etwas gestiegen, nur um dann erneut zu fallen. Aktuell notiert der Index auf 293,54. Noch Ende August 2014 stand er auf einem Hoch von 519,05.

Kulmination von Ereignissen

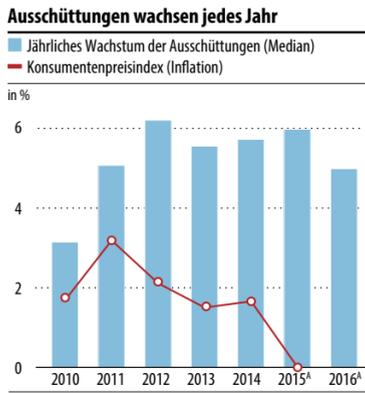
«Das meiste der Schwankungen und der Verkaufswelle im September kann eher durch technische als fundamentale Faktoren erklärt werden», sagt Jerry Swank im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft». Swank ist Gründer und Managing Partner der auf Investments in MLP fokussierten Swank Capital und ihrer Tochtergesellschaft Cushing Asset Management in Dallas, Texas. «Während das dritte Quartal eh schon schwierig war für Anleger, kamen im September mehrere Ereignisse auf einmal zusammen und kulminierten in einem turbulenten Ende.»

Zu den von Swank erwähnten Ereignissen gehört, dass Hedge Funds nach den schwierigen Monaten Juli und August Risiken aus ihren Portfolios nahmen, was den Energiesektor den ganzen September über belastete. Dann erwiderte die Ankündigung, dass MPLX und MarkWest Energy Partners fusionieren, die Anleger auf dem falschen Fuss. MPLX war nämlich eine ideale, gegenüber Rohstoffen nicht exponierte Wachstumsstory, die nun durch die Fusion mit MarkWest, einem Gaseinkäufer und -verarbeiter, zu verwässern droht. Dazu kam die Sorge, dass andere wachstumsstarke MLP dem Beispiel MPLX folgen könnten. Dann übertrugen Anleger bärische Kommentare des Managements von Plains All American Pipeline auch auf andere MLP, obwohl sie nur auf Plains gemünzt waren. Weiter hat gemäss Swank die Abwertung in China die Märkte negativ überrascht.

Wie geht es nun weiter? Swank erwartet in der kurzen Frist «fortgesetzt Lärm und Volatilität, aber nicht so stark, dass Anleger nicht doch Investments in Erwägung ziehen sollten». Die Kurse seien jetzt



Quelle: Thomson Reuters / FuW



Quelle: Cushing Asset Management / Grafik: FuW, IS

Ausgewählte MLP-Fonds und -ETF im Überblick

Name	Währung	Performance 1 Jahr in %	Gebühren in %	Kategorie	Auflegungsdatum
S&P 500 Index	\$	2,8		Benchmark	
Cushing 30 MLP Index	\$	-35,1		Benchmark	
Source Morningstar US Energy Infrastructure MLP UCITS ETF A	\$	-36,6	0,50	börsengehandelt	20.5.2013
Goldman Sachs MLP Energy Infrastructure Fund	\$	-33,0	0,96	Open-End-Fonds	28.3.2013
ETFS US Energy Infrastructure MLP GO UCITS ETF	\$	-35,1	0,45	börsengehandelt	19.5.2014
Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	\$	-25,5	0,45	börsengehandelt	7.8.2013
Salient MLP & Energy Infrastructure Fund II	\$	-36,4	0,95	Open-End-Fonds	20.9.2012

1=Stand 17. November 2015

Quelle: Bloomberg



Bis 2035 sind für Unterhalt und Ausbau der Pipelines in den USA 640 Mrd. \$ notwendig.

so niedrig, dass ein «Potenzial für ein bedeutendes Upside ab diesen Niveaus» bestehe. «Aufgrund dessen, wo die MLP heute handeln, kann man zu 2012er-Preisen kaufen, wobei drei Jahre Wachstum schon geschehen sind und zu Cashflows und Ausschüttungen beitragen.» Dieses Wachstum werde von den aktuellen Kursen noch nicht abgebildet. Die Prognose für das Wachstum der Ausschüttungen der MLP nimmt Swank allerdings von 6 bis 8% auf 4 bis 6% pro Jahr zurück (vgl. Grafik).

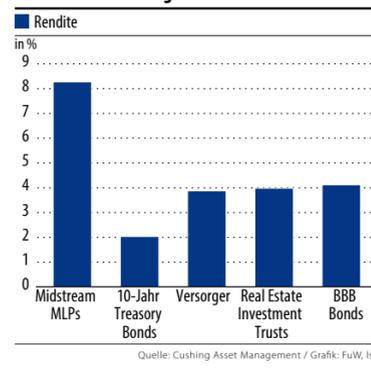
Seine Zuversicht basiert Swank auf der Beobachtung, dass die aktuell sinkende US-Ölproduktion den Bedarf an Pipelines und Pipeline-Dienstleistungen nicht wirklich verringere. Denn die Nachfrage nach Öl bleibe im Land gleich oder wachse sogar leicht. Stattdessen ändere sich einfach der Ort des Angebots – vom Inland an die Küsten, wo das importierte Öl angeliefert werde. «Diese sich dynamisch ändernde Situation erfordert ein effizienteres Infrastrukturnetzwerk, was wiederum heisst, dass mehr Infrastruktur gebaut werden muss», erklärt Swank. Die Branchenorganisation INGAA schätzt, dass für Unterhalt und Ausbau des Pipelinennetzes in den USA bis 2035 Investitionen von mindestens 640 Mrd. \$ notwendig werden.

In Fonds und ETF anlegen

Gibt es MLP in die Swank schon wieder investiert? «Generell gesprochen, investieren wir in MLP, von den wir glauben, dass sie die besten Möglichkeiten haben, ihre Ausschüttungen am schnellsten zu erhöhen», sagt er. Diese MLP würden über strategisch vorteilhaft gelegene Aktiva verfügen, hätten Managementteams mit der bewiesenen Fähigkeit zur Umsetzung, würden gesunde Bilanzen mit wettbewerbsfähigen Kapitalkosten aufweisen und verfügten, wo anwendbar, über starke Unterstützung der Muttergesellschaft oder des Sponsors. Beispiele solcher MLP seien Energy Transfer Equity, Shell Midstream Partners, Phillips 66 Partners, MPLX und EQT Midstream Partners.

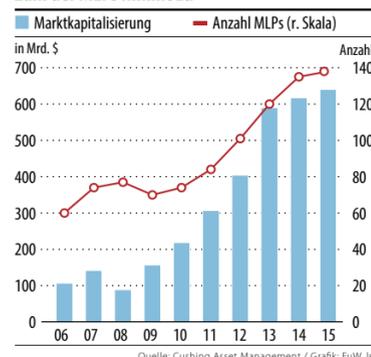
Swank weist allerdings darauf hin, dass Investieren in individuelle MLP speziell für nichtamerikanische Anleger aufgrund der Steuervorschriften mühsam ist. Er empfiehlt stattdessen in auf MLP spezialisierte Fonds zu investieren. Anlegern stehen zudem spezialisierte ETF (Exchange Traded Funds) zur Verfügung. (Für eine Auswahl von Fonds und ETF vgl. Tabelle.) Dabei sei es wichtig darauf zu achten, wie die Fonds/ETF zusammengesetzt seien. Die meisten passiven Anlagevehikel, wie auch viele aktiv gemanagte Fonds, konzentrierten sich nämlich einseitig auf die grössten MLP im Sektor. Das sei so, weil der am häufigsten gebrauchte Benchmark, der Alerian MLP Index, nach Marktkapitalisierung gewichte, sodass über 65% der Performance auf die zehn grössten MLP konzentriert sei, beinahe 50% auf die fünf bedeutendsten und 18% auf die wichtigste. «So sollte ein Portfolio nicht konstruiert sein», warnt Swank, dessen Cushing Asset Management die Verwaltung des demnächst von der britischen Investmentfirma Heptagon aufgelegten MLP-Fonds übernehmen wird.

MLPs im Renditevergleich



Quelle: Cushing Asset Management / Grafik: FuW, IS

Zahl der MLPs nimmt zu



Quelle: Cushing Asset Management / Grafik: FuW, IS

Was sind MLP?

Master Limited Partnerships (MLP) sind börsengehandelte Partnerschaften. Sie bestehen aus einem General Partner, der die MLP kontrolliert und führt, und nicht stimmberechtigten Limited Partners, wobei der General Partner in der Regel 2% der Anteile besitzt und die Limited Partners den grossen Rest. **MLP sind wie gewöhnliche Aktiengesellschaften kotiert, müssen aber im Unterschied zu diesen 90% ihres Ertrags aus qualifiziertem Geschäft – etwa der Förderung, dem Transport, der Lagerung und der Aufbereitung von Mineralien und Rohstoffen – erwirtschaften und zahlen keine Steuern auf ihren Gewinn.** Der wird dafür weitgehend an die Partner ausgeschüttet. Diese Zahlungen müssen dann aber von den Empfängern versteuert werden.

MLP haben in den USA in den vergangenen Jahren stark an Popularität gewonnen. Gab es 2003 gemäss der Branchenorganisation National Association of Publicly Traded Partnerships erst 32 MLP, sind es heute 138 (vgl. Grafik). Ihre kumulierte Marktkapitalisierung ist in diesem Zeitraum von gut 40 auf über 600 Mrd. \$ gestiegen.

Im Energieinfrastrukturbereich sind die Midstream MLP aktiv. Für ihre Dienstleistungen – etwa den Transport von Öl und Gas durch Pipelines – verlangen sie meist in langfristigen Verträgen festgelegte Gebühren ohne direkten Bezug zum Preis der transportierten Rohstoffe. Das macht das Geschäft der Midstream MLP sehr berechenbar und stabil. **MG**

Kurz notiert

Valartis in Nachlassstundung: Der auf zwei Personen geschrumpfte Verwaltungsrat der Valartis Group hat ein Gesuch um definitive Nachlassstundung eingereicht, dies wegen eines Liquiditätsengpasses. Gemäss Valartis hängt das zusammen mit der 2014 umgesetzten gruppeninternen Konzernfinanzierung zugunsten der Muttergesellschaft Valartis Group sowie der liechtensteinischen Finanzholding Valartis Finance Holding. Die Struktur stehe möglicherweise in Konflikt mit den regulatorischen Vorschriften für die Konzernfinanzierung in Liechtenstein und Österreich. Auch hätten die gruppeninternen Kreditgeberinnen die Konzernfinanzierung fällig gestellt. Die beiden Privatbanken der Gruppe in Liechtenstein und Österreich und deren Kunden seien von der Nachlassstundung bzw. vom Konkursaufschub nicht betroffen.

Leserbriefe

Sonnenenergie

Der Preis für eine Kilowattstunde Solarstrom ist in der Schweiz seit Einführung der kostendeckenden Einspeisevergütung vor sechs Jahren um rund 75% gesunken und liegt heute – wie in vielen anderen Ländern – unter dem Preis, den Haushaltskunden für Netzstrom bezahlen. Bei einer mittelgrossen Anlage liegt er heute bei rund 18 Rp./kWh, und weitere Absenkungen sind zu erwarten. Für private Hausbesitzer und Gewerbebetriebe wird es damit immer interessanter, einen Teil ihres eigenen Strombedarfs mit einer Solaranlage auf dem Dach zu decken – auch ohne staatliche Förderung. Finanziell geht das aber nur auf, wenn ein grosser Teil der Produktion zeitgleich verbraucht werden kann, denn der überschüssige Strom wird vom Netz-

betreiber meist mit weniger als 10 Rp./kWh vergütet.

Zweifel an den Potenzialen der erneuerbaren Energien sind unangebracht: Auf rund einem Fünftel unserer Dächer könnten etwa 20% des schweizerischen Strombedarfs produziert werden – zu Preisen, die mit jeder anderen neuen Kraftwerkkapazität konkurrenzfähig sind. Doch die Bauherren brauchen zur Nutzung des Potenzials Investitionssicherheit, wie dies die KEV bietet: Die Vergütung für den Strom über zwanzig Jahre ist so festgelegt, dass die relativ hohe Anfangsinvestition amortisiert werden kann. Die KEV ist damit nicht eine «Subvention», sondern ein Garant für den dringend nötigen Ausbau der erneuerbaren Energien. Denn eines ist klar: Die bestehenden AKW der Schweiz werden innerhalb der nächsten zwanzig Jahre stillgelegt, und auch unsere Nachbarländer

werden ihre fossilen und nuklearen Produktionskapazitäten herunterfahren.

DAVID STICKELBERGER,
Geschäftsleiter Swissolar, Zürich

Vollgeldinitiative

FuW Nr. 86 vom 4. November

Ich teile nicht die These, dass Banken Geld schöpfen. Das tut nur die Notenbank. Vermutlich handelt es sich um einen Denkfehler: Wenn eine Bank einen Kredit gibt, ist das Geld entweder bereits in der Bilanz der Bank. Dann gibt sie Geld aus, das bereits da ist, entweder Eigenkapital oder Fremdkapital. Ist das Geld, das die Bank ausgibt, nicht in der Bank, muss die Bank die Bilanz verlängern, d.h., sie muss Eigenkapital oder Fremdkapital besorgen, sie schafft also kein Geld.

Falls eine Bank mir Geld leiht, kann sie dies zwar als Forderung auf der Passivseite verbuchen, aber nicht auf der Habenseite, denn ich lasse mir das Geld gleich auszahlen. Das Geld ist für die Bank gar nicht mehr da. Bei einer Kreditvergabe nimmt allerdings die Geldmenge zu. Wenn Sie oder die Bank mir z.B. 10 000 € leihen, haben Sie, bzw. die Bank, eine Forderung über 10 000 €, und ich habe die 10 000 € als Fremdkapital. Ist das Geld mehr geworden? Nein. Es wird nur bei der Geldmenge doppelt gezählt. Die Bank verleiht oft Geld, das jemand auf seinem Girokonto geparkt hat, ohne vom Kontoinhaber dazu autorisiert zu sein. Dies kann mit Recht kritisiert werden. Der Kern der Vollgeldinitiative besteht m.E. darin, dieses nicht genehmigte Weiterleiten zu verbieten.

JOACHIM KÖRNER, Hamburg