

Infrastruktur-Investments in Equity-Produkte

Die etwas andere Assetklasse

Jährliche Renditen von 6% bis 14% für Eigenkapitalinvestments, langfristige und prognostizierbare Cashflows sowie regelmäßig eine geringe Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen bilden gute Argumente für Infrastrukturinvestitionen. Darüber hinaus erweisen sich Infrastrukturanlagen als weniger anfällig gegenüber Konjunkturschwankungen. Aufgrund der meist hohen Erstellungskosten, der häufig staatlichen Kontrahenten mit langfristigen Verträgen, der langwierigen Genehmigungsverfahren, Regulierungen sowie Kontrollen sind die Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber oft so hoch, dass bestehende Projekte eine langfristige, monopolartige Stellung genießen. Infrastrukturinvestitionen können daher einen Schutz gegenüber Marktvolatilitäten und Inflation bieten.

Diese Merkmale machen Infrastrukturinvestments für institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds interessant, aber auch für die oft auf Werterhaltung ausgerichteten Family Offices. Versicherungsunternehmen erfreuen sich einer Besserstellung beim Eigenkapitalbedarf unter Solvency II, bei allerdings erhöhten Anforderungen an Controlling und Berichterwesen.

Ein bunter Strauß an Möglichkeiten

Vor dem Hintergrund des sehr heterogenen Charakters von Infrastrukturinvestitionen wird deutlich, dass Infrastruktur nicht als einheitliche Anlageklasse angesehen werden kann. Vielmehr bietet sie eine Vielzahl unterschiedlicher Risiko-Ertrags-Möglichkeiten. Investitionen in Infrastruktur weisen durchaus Gemeinsamkeiten und Überschneidungen mit den klassischen Anlageklassen auf. Gleichzeitig unterscheiden sie sich aber auch in einigen Punkten deutlich von ihnen. Je nach Sektor, Investitionszeitpunkt, Grad der Regulierung oder lokaler Ansiedlung der einzelnen Projekte sowie dem Zugang zu jedem einzelnen Investment ergibt sich eine unterschiedliche Rendite-Risikostruktur der Investments. Klassische Sektoren, in denen Infrastrukturinvestments erfolgen, sind Verkehr, Versorgung/Entsorgung, Kommunikation und soziale Infrastruktur.

Green- und Brownfield-Investments

Hinsichtlich des Investitionszeitpunktes wird bei Infrastrukturinvestitionen im Wesentlichen zwischen Greenfield und Brownfield unterschieden. Bei Greenfield-Investments handelt es sich um Projekte „auf der grünen Wiese“, die erst noch geplant und realisiert werden müssen (z.B. der Bau eines neuen Flughafens, einer neuen Mautstraße oder eines neuen Windparks). Zusätzlich zu den operativen Risiken kommen hier also noch die Planungs- und Erstellungsrisiken hinzu. Bei Brownfield-Investments dagegen handelt es sich um existierende, meist etablierte Anlagen, die bereits zuverlässig laufende Erträge erwirtschaften. Mautstraßen, Solar- oder Windparks können beispielsweise oft als Brownfield-

Investments von einem Entwickler erworben werden. Mit den korrespondierenden geringeren Risiken sind diese Investments attraktiv für solche Investoren, die ihr Risiko für Eigenkapitalinvestments begrenzen möchten.

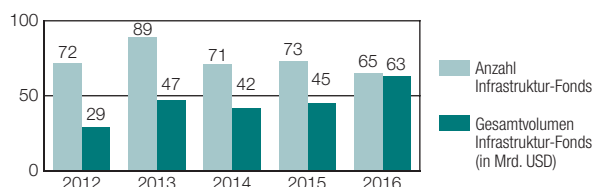
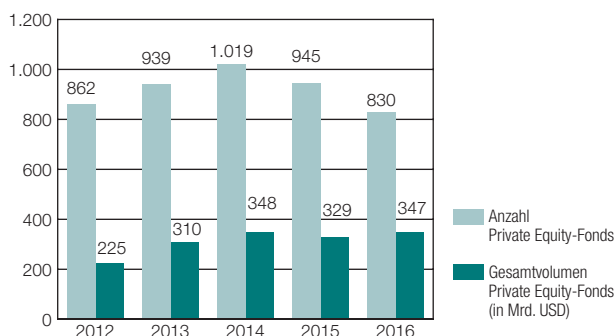
Verringertes Risiko von Marktvolatilitäten

Viele Infrastrukturinvestments bieten einen Schutz gegenüber hoher Inflation und/oder niedrigem BIP-Wachstum. Ein Inflationsschutz ergibt sich für das eingesetzte Kapital einerseits daraus, dass überwiegend in Sachwerte investiert wird. Andererseits ist es üblich, auch die Erträge gegen Inflationsrisiken dadurch abzusichern, dass vertraglich vereinbart wird, in regelmäßigen Zeitabständen Preisanpassungen im Einklang mit den vorhandenen Inflationsraten vorzunehmen. Eine Verbindung zum BIP weisen Infrastrukturinvestments dann auf, wenn sich die Umsätze im Gleichlauf mit der Entwicklung der Wirtschaftsleistung verändern. So erhöht oder verringert sich beispielsweise die Nutzung einer Mautstraße mit dem Wachstum der Wirtschaftsleistung. Es ist allerdings zu beobachten, dass die Vergütung häufig nicht nach der tatsächlichen Nutzung der Anlagen, sondern nach deren Bereitstellung vereinbart wird, was zur Verstetigung der Ertragsströme und damit zur Immunisierung gegenüber Marktschwankungen führt.

Nicht frei von Risiken

Gleichwohl sind Infrastrukturinvestments nicht risikofrei. Auch bei Infrastrukturinvestments besteht eine Korrelation zwischen Risiken und der erwarteten Rendite. Neben den generellen unternehmerischen Risiken des operativen Geschäfts existieren spezielle infrastrukturspezifische Risiken. So sind gerade in vielen Schwellenländern Naturkatastrophen und die Veränderung der politischen oder rechtlichen Rahmenbedingungen Risiken, die bedacht werden müssen. Darüber hinaus sind auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Finanzkrise Leverage-Risiken zu nennen. Bisher existiert für die noch junge Anlageklasse Infrastruktur keine etablierte Benchmark. Theoretisch sind Ansätze wie Absolute Return-Angaben, Inflation plus Aufschläge, Bond Yields

Private Equity- und Infrastrukturfonds im Vergleich



Quelle: Preqin, Berechnungen Mackewicz & Partner

plus Aufschläge, Bond-Indizes, Mischungen aus Equity-, Real Estate-, Bond- und Private Equity-Benchmarks, gelistete Infrastrukturindizes oder Peergroup-Vergleiche von Infrastrukturfonds denkbar.

Große Nachfrage – vergleichsweise geringes Angebot – hohe Preise

Aktuell sind die Investoren allerdings mit einem Verkäufermarkt konfrontiert. Die Preise für Infrastruktur-Assets sind wie die Preise für andere Assets sehr hoch, und damit ist neben Know-how eine große Disziplin bei der Auswahl der Investitionen erforderlich. Aus der Erfahrung stehen indirekte Infrastrukturinvestments über Fonds, die nicht an einer Börse gehandelt werden, bei den institutionellen Investoren im Fokus. In Ermangelung an Assets mit nachgewiesener Qualität ist aber auch die Anzahl der reinen Infrastrukturfonds noch recht überschaubar. Zudem tritt eine Vielzahl von Fondsmanagern noch nicht lange mit den spezialisierten Infrastrukturfonds am Markt auf, sodass in diesen Fällen oft kein verlässlicher Track Record existiert. Infrastruktur wird jedoch schon immer auch teilweise in klassischen, nicht auf Infrastruktur spezialisierten Private Equity-Fonds mit mehr oder weniger großem Anteil als Beimischung realisiert, sodass von den Managern dieser Fonds bereits das erforderliche Know-how aufgebaut worden ist. In der Zeit von 2012 bis 2016 befanden sich weltweit 370 Infrastrukturfonds im Fundraising und konnten insgesamt 226 Mrd. USD einwerben. Im selben Zeitraum haben 4.595 Private Equity-Fonds 1.559 Mrd. USD eingeworben. Somit haben im Vergleich zur Infrastruktur zwölfmal mehr Private Equity-Fonds siebenmal so viel Kapital aufnehmen können. Berücksichtigt man die Anforderungen vieler institutioneller Investoren, die zum Beispiel keine First Time Funds zeichnen oder sich ausschließlich im Euroraum bewegen wollen, sollte sich für diese Investoren das Universum an möglichen Infrastrukturfonds deutlich verringern (größer ist das Angebot bei Infrastructure-Debt Investments, die allerdings mit deutlich niedrigeren Renditen verbunden und nicht Gegenstand dieses Beitrages sind).

Fazit

Eigenkapitalinvestments in Infrastruktur versprechen stabile, laufende Erträge. Sowohl zwischen den verschiedenen Infrastruktursubsegmenten als auch im Verhältnis zu anderen Anlageklassen weisen Infrastrukturinvestitionen regelmäßig eine geringe Korrelation auf. Diese Anlageklasse bietet damit ein attraktives Diversifikationspotenzial. Infrastruktur ist allerdings keine homogene Anlageklasse. Vielmehr weisen die einzelnen Subsegmente sehr unterschiedliche Risiko- und Returnprofile auf. Infrastrukturinvestitionen bieten dem institutionellen Investor die Möglichkeit, das Risiko-Return-Profil beim Portfolioaufbau zu bestimmen und langfristig zu steuern. Dies erfordert allerdings ein spezielles Know-how, das gegebenenfalls über Partner zugekauft werden kann. Als Anlageform für kleine bis mittelgroße Investorengruppen eignet sich daher insbesondere der indirekte Zugang über professionell gemanagte Infrastrukturfonds, die allerdings noch nicht im gewünschten Umfang verfügbar sind. ■

Heinrich Eberhardt

managt seit Anfang der 1990er-Jahre – und war damit einer der ersten in Deutschland – alternative Investments bei den Westfälischen Provinzial Versicherungen/dem Provinzial NordWest Konzern in Münster.



Detlef Mackewicz

ist Gründer und Geschäftsführer der Mackewicz & Partner Investment Advisers in München, die institutionelle Investoren im Bereich alternativer Anlageklassen berät.

