

## Infrastrukturanlagen als Alternative im Niedrigzinsumfeld

Für institutionelle Investoren stellt das aktuelle Umfeld eine enorme Herausforderung dar. Einerseits gilt es, einer Vielzahl neuer oder verschärfter Regeln hinsichtlich des Anlageuniversums gerecht zu werden. Andererseits zwingen niedrige Zinsen und die Erosion von Anlagerenditen dazu, die bisherigen Investmentstrategien zu überprüfen und zu überdenken. Gefragt sind langfristige, zuverlässige Ertragsbringer mit möglichst niedrigen Risiken, geringen Korrelationen zu anderen Anlagen und weitgehendem Inflationsschutz. Die Anlageklasse Infrastruktur gehört dazu. 56 Prozent der Manager alternativer Investmentfonds glauben, dass die Nachfrage nach Infrastrukturinvestments bis 2020 zunehmen wird, wie eine aktuelle Umfrage von Pricewaterhouse-Coopers (PwC) zusammen mit dem Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen (bsi) sowie dem Bundesverband Zentraler Immobilien Ausschuss (ZIA) ergab. Damit rangiert diese Anlageklasse auf Platz zwei hinter Immobilien, für die 78 Prozent der Umfrageteilnehmer einen wachsenden Anlagebedarf erwarten.

### Gefragte Anlageklasse

Zu erklären ist die wachsende Nachfrage auch damit, dass sich Infrastrukturanlagen während der Finanzmarktkrise bewährt haben. Institutionelle Investoren wollen keine Überraschungen in ihrem Portfolio erleben, sondern legen großen Wert auf Stabilität und Kontinuität bei den Erträgen. Trotz der Marktturbulenzen der vergangenen Jahre konnten Anleger in der Regel mit Investments in Brücken, Mautstraßen, Flughäfen und Versorgungsunternehmen weiterhin verlässliche Erträge mit stetem Cashflow erwirtschaften. Die meisten Infrastrukturinvestments haben sich so entwickelt, wie die Anleger es erwartet hatten. Das ist einer der Gründe, warum

institutionelle Investoren laut Preqin Global Infrastructure Report im vergangenen Jahr 38 Milliarden Euro in private Infrastrukturfonds investiert haben – die höchste Anlagesumme seit 2008.

Für ein weiterhin hohes und steigendes Anlegerinteresse spricht zudem, dass Infrastruktur ein Wachstumsmarkt ist. Dafür gibt es zwei wesentliche Treiber: Zum einen ist das Vorhandensein einer leistungsfähigen Infrastruktur eine entscheidende Voraussetzung für ein dynamisches Wirtschaftswachstum. Zum anderen bedingen die Zunahme der Weltbevölkerung und des Welthandels den Ausbau und die Modernisierung der Infrastrukturen. Je nachdem, wie weit der Begriff Infrastruktur gefasst wird, gehen Schätzungen von einem welt-

*Hamish Mackenzie, Head of Infrastructure Europe & Debt, Deutsche Asset & Wealth Management, London*

*Dass eine Investition in Infrastruktur sowohl für institutionelle Investoren als auch aus Sicht der privaten Anleger attraktiv sein kann, steht für den Autor außer Frage. Er differenziert bei der Auswahl möglicher Projekte aber zwischen sozialer und wirtschaftlicher Infrastruktur. Letztere hält er aus dem Blickwinkel der Anleger für greifbarer, weil private Nutzer der Tendenz nach eher bereit sind, Nutzungsentgelte für wirtschaftliche Dienstleistungen zum Beispiel aus den Bereichen Transport, Kommunikation, Energie- und Wasserversorgung zu bezahlen als für typische Angebote aus den Bereichen Bildung, Gesundheit, Justiz und Verteidigung. Darüber hinaus macht es für ihn einen erheblichen Unterschied, ob Regierungen sowie regionale und lokale Gebietskörperschaften Nutzer der Leistungen sind oder Endverbraucher, deren große Zahl und Diversifikation relativ stabile Zahlungseingänge erwarten lässt. (Red.)*

weiten Investitionsbedarf zwischen 41 und 57 Billionen US-Dollar bis zum Jahr 2030 aus. Dieser Bedarf konzentriert sich nicht allein auf die Schwellenländer, deren Wachstumsdynamik Infrastrukturinvestitionen in erheblichem Umfang erfordert. Auch den Industrieländern ist bewusst, dass eine leistungsfähige Infrastruktur ein wichtiger Standortfaktor im globalen Wettbewerb ist und dass in diesem Segment erhebliche Investitionen vor allem in Straßen, Flug- und Seehäfen, Strom- und Wassernetze notwendig sind.

So werden für die Erhaltung und den Ausbau der Wasserinfrastruktur weltweit bis zum Jahr 2030 Investitionen in Höhe von 11,7 Billionen Euro erforderlich sein, schätzt das McKinsey Global Institute. Beispielsweise wollen die USA in den nächsten Jahren zehn Milliarden Euro für den Ausbau ihrer Wasser-Infrastruktur verwenden. Außerdem ist geplant, private Unternehmen bis zu 15 Infrastrukturprojekte bauen und betreiben zu lassen. Diese Milliarden-Investitionen dürften erst der Anfang sein. Langfristig sind mehrere Hundert Milliarden US-Dollar nötig, um die Wasserwirtschaft der Vereinigten Staaten zu sanieren und auszubauen.

### Nachholbedarf

Zu erwarten ist außerdem, dass die Bau- und Betreibergesellschaften im Zuge innovativer Fördertechniken vom neuen Öl- und Gasboom in den USA und Kanada profitieren. Zudem verlangen die deutlich gestiegenen und weiter steigenden Fördermengen (7,3 Millionen Barrel Öl pro Tag allein in den USA) nach einem immensen Ausbau der Transportinfrastruktur, zu der neue Pipelines ebenso gehören wie die Erweiterung der Eisenbahnkapazitäten. Erhebliche Investitionen sind zudem weltweit in den Ausbau der See- und Flughä-

fen geplant. In China gibt es große Projekte zum Bau von Starkstromtrassen und Wasserstraßen. Australien will für umgerechnet rund 47 Milliarden Euro seine Telekommunikationsnetze ausbauen und Saudi-Arabien für die Sicherung seiner Wasserversorgung 13 Milliarden US-Dollar aufwenden.

Ohne die Mobilisierung und Beteiligung privaten Kapitals werden diese Investitionen jedoch kaum zu stemmen sein. Eine Ursache für den hohen Investitionsbedarf ist ja gerade, dass viele Staaten Ausgaben in Erhalt und Anpassung ihrer Infrastruktur hinausgezögert haben. Vor allem Länder, deren öffentliche Haushalte im Zuge der Finanzmarktkrise mit hohen Defiziten belastet sind, sehen sich mitunter kaum in der Lage, die notwendigen Investitionen aus öffentlichen Geldern vorzunehmen. Somit wächst die Bereitschaft, private Mittel für die Finanzierung von Infrastrukturprojekten einzubinden sowie öffentliche Infrastruktur zu privatisieren. Für institutionelle Investoren erweitert sich damit das Anlageuniversum.

### Soziale versus wirtschaftliche Infrastruktur

Doch welche Infrastruktur eignet sich als Kapitalanlage? Um diese Frage zu beantworten ist ein genauerer Blick auf die Anlageklasse unerlässlich. Grundsätzlich ist Infrastruktur keine neue Anlageklasse, doch hat sie jüngst im Zuge der verstärkten Nutzung von erneuerbaren Energien, dem weltweit zu beobachtenden Wachstum der Städte und den gestiegenen Defiziten öffentlicher Haushalte neue Aufmerksamkeit seitens der Investoren erhalten. Gleichzeitig intensiviert sich die öffentliche Diskussion, inwieweit öffentliche Infrastruktur privatisiert werden kann und soll. Deshalb ist es zunächst sinnvoll zu klären, welche Güter und Einrichtungen unter dem Begriff Infrastruktur zu verstehen sind und welche sich davon als Anlage für institutionelle Investoren eignen.

Infrastruktur ist ein sehr dehnbarer Begriff. Im Allgemeinen können darunter alle Grundeinrichtungen einer Volkswirtschaft verstanden werden, doch fehlt es an einer generell anerkannten Definition. So können zur Infrastruktur sowohl physische Vermögenswerte, Systeme als auch Leistungen gezählt werden, die notwendig sind, um soziale und wirtschaftliche Akti-

vitäten einer Gemeinschaft oder einer Gesellschaft zu unterstützen. Zu unterscheiden ist grundsätzlich zwischen sozialer und wirtschaftlicher Infrastruktur.

Soziale Infrastruktur beinhaltet im Wesentlichen die Bereiche Bildung, Gesundheit und soziale Dienstleistungen sowie Justiz und Verteidigung. Aus Sicht der privaten Anleger ist soziale Infrastruktur als Investmentziel weniger attraktiv, da sie in der Regel institutionellen Charakter hat und die erzielbaren Umsatzerlöse relativ eng begrenzt sind. So lässt sich soziale Infrastruktur zumeist nicht allein aus den Nutzungsentgelten unterhalten und erhalten. Nichtsdestotrotz zeigen erfolgreiche Beispiele von Schulen, Universitäten, Krankenhäusern und Pflegeheimen, dass private Einrichtungen durchaus die öffentliche Infrastruktur sinnvoll ergänzen und erweitern können.

### Nutzungsentgelte für Dienstleistungen

Darüber hinaus haben sich Öffentlich-Private Partnerschaften in einigen Volkswirtschaften zu einem bedeutenden Sektor entwickelt. Zu nennen sind hier vor allem Australien und das Vereinigte Königreich. Doch insgesamt bleibt das Potenzial für private Investitionen in die soziale Infrastruktur begrenzt, unter anderem, weil es sich oft nur um Einzelprojekte handelt. Zudem wird häufig erwartet, dass Einrichtungen der sozialen Infrastruktur kostenlos oder allenfalls für ein kostendeckendes Entgelt genutzt werden können.

Im Gegensatz dazu bietet wirtschaftliche Infrastruktur mehr Möglichkeiten der Einnahmengenerierung, weil gewerbliche wie private Nutzer im Allgemeinen eher bereit sind, Nutzungsentgelte für wirtschaftliche Dienstleistungen zum Beispiel aus den Bereichen Transport, Kommunikation, Energie- und Wasserversorgung zu bezahlen. So hat die Deutsche Asset & Wealth Management ihren Investmentfokus auf die wirtschaftliche Infrastruktur gerichtet.

### Gründe der hohen Attraktivität

Ein wesentlicher Aspekt, warum Infrastruktur gerade in dieser Zeit mit extrem niedrigen Zinsen bei Investoren so stark an Attraktivität gewonnen hat: Infrastruktur gehört wie Immobilien-, Agrar- und Forstinvestments zu den Real Assets. Wie Im-

mobilien sind auch Infrastrukturen häufig verbundene Anlagen, die sowohl aus einem Grundstück und der darauf errichteten technischen Struktur bestehen. Zudem enthalten die Gesamterlöse von Infrastrukturinvestitionen in der Regel einen signifikanten Anteil an stabilen, inflationsunabhängigen Komponenten. Und nicht zuletzt führen die langen Laufzeiten sowie nachhaltigen und verlässlichen Zahlungsströme dazu, dass Infrastruktur mit festverzinslichen Anlagen verglichen werden kann.

Mitunter stellt der hohe finanzielle und zeitliche Aufwand für die Herstellung von Infrastrukturanlagen eine beachtliche Markteintrittsbarriere dar. Gerade für private Investoren kann darin aber auch eine Chance liegen. So obliegt es meistens der öffentlichen Hand, große Infrastrukturprojekte zu realisieren, weil nur sie die finanziellen Mittel beschaffen oder die vielfältigen Projektrisiken tragen kann. Damit geht allerdings einher, dass viele „öffentliche Güter“ quasi eine Monopolstellung innehaben, die wiederum für Private durchaus einen Investitionsanreiz darstellen kann. Sowohl durch die Vergabe von Lizenzen und Konzessionen als auch durch die direkte Privatisierung hat die öffentliche Hand die Möglichkeit, ihre Infrastruktur bestmöglich zu „vermarkten“. Dennoch können die Markteintrittshürden hoch und der Wettbewerb gering bleiben, weil der wirtschaftliche Betrieb der Infrastruktur wegen der häufig quasi-monopolistischen Marktstrukturen weiterhin politisch reguliert wird.

### Nutzer im Blick

Ein weiterer Vorteil von Infrastrukturanlagen aus Sicht institutioneller Investoren ist die vergleichsweise geringe Volatilität. Einige Dienstleistungen der Grundversorgung weisen eine niedrige Korrelation zur Gesamtkonjunktur auf, weil die Nachfrage weitgehend unabhängig vom wirtschaftlichen Umfeld ist. Dadurch lassen sich inflationsbedingte Preissteigerungen weitgehend an den Endverbraucher weitergeben. Darüber hinaus bestehen in einigen Infrastruktursegmenten nur relativ geringe Technologierisiken. Trotzdem sind Infrastrukturanlagen nicht immer ein automatischer Inflationsschutz. Während sich Mautgebühren weitgehend unproblematisch an die Geldentwertung anpassen lassen, ist eine Gebührenanhebung in stark

regulierten Infrastruktursektoren tendenziell schwieriger durchzusetzen.

Wesentlich für die Investitionsentscheidung ist zudem, wer die Nutzer der Infrastruktur sind. Zwei wesentliche Gruppen lassen sich unterscheiden: Zur ersten Gruppe gehören Regierungen sowie regionale und lokale Gebietskörperschaften. Sie weisen in der Regel eine hohe Kreditwürdigkeit auf – ein Aspekt, der während und nach der Finanzmarktkrise für viele Investoren an Bedeutung gewonnen hat. Die zweite Gruppe umfasst die Endverbraucher, deren große Zahl und Diversifikation zu relativ stabilen Zahlungseingängen beiträgt. Bemerkenswert ist, dass sich diese Stabilität sogar in den Kursen von Infrastrukturaktien widerspiegelt, obwohl diese Wertpapiere mit der allgemeinen Entwicklung an den Aktienmärkten ein Stück weit positiv korrelieren.

Die Kombination der genannten Eigenschaften macht Infrastruktur zu einer eigenständigen Anlageklasse, die zu den spezifischen Bedürfnissen von institutionellen Investoren wie Pensionsfonds und Lebensversicherungen passt.

### Überzeugendes Risiko-Ertrags-Profil

Hinsichtlich des Risiko-Ertrags-Verhältnisses gibt es innerhalb der Anlageklasse Infrastruktur erhebliche Unterschiede. So kann auch hier, wie bei Immobilien, zwischen den Kategorien Core, Value Added und Opportunistic unterschieden werden. Core-Infrastruktur ist aufgrund seiner verlässlichen, konjunkturunabhängigen Zahlungsströme hinsichtlich des Risiko-Profiles durchaus in der Nähe von Fixed-Income-Anlagen zu sehen, wobei Renditen zwischen sechs und zehn Prozent erwartet werden dürfen.

Allerdings finden sich durchaus Infrastrukturen wie zum Beispiel Häfen, die nicht zu vernachlässigenden Markt- und Betreiberisiken unterliegen, die zugleich aber Potenziale bieten, weil durch Modernisierung und Ausbau der Wert der Anlagen und die Rendite gesteigert werden können. Diese Infrastrukturinvestments werden als Value Added kategorisiert und rentieren aufgrund des höheren Risikos zwischen 10 und 16 Prozent. Bei opportunistischen Infrastrukturinvestitionen, die durch Entwicklungs-, Markt- und Finanzierungsrisiken gekennzeichnet sind, liegen

die Renditeerwartungen sogar oberhalb von 16 Prozent und damit nahe an anderen Private-Equity-Investments.

Studien in Australien haben ergeben, dass nicht-börsennotierte Unternehmen aus dem Infrastrukturbereich in den zurückliegenden acht Jahren eine durchschnittliche Gesamtrendite von 12,2 Prozent jährlich erzielten. Das waren 7,2 Prozentpunkte mehr als zehnjährige australische Staatsanleihen im gleichen Zeitraum realisierten. Weitere wissenschaftliche Untersuchungen haben ergeben, dass börsennotierte Infrastrukturunternehmen tendenziell eine höhere Rendite generieren, aber auch eine höhere Volatilität aufweisen als ungelistete Infrastrukturanlagen.

### Regulierter Zugang

Aufgrund des hohen Investitionsaufwands und des regulierten „Marktzugangs“ dürfte es nur den wenigsten Investoren gelingen, selbstständig ein Infrastruktur-Portfolio aufzubauen, das groß genug ist, um ausschließlich mit Direktinvestitionen eine hinreichende Diversifikation sicherzustellen. Flughäfen sind nicht billig. Für Kraftwerke und Stromtrassen sind in der Regel lange Planungs- und Genehmigungsverfahren zu kalkulieren.

Ein weiteres Problem stellen Eigenkapitalanforderungen dar. Hier ist insbesondere Solvency II zu nennen. Infrastruktur findet sich nicht in der Anlageverordnung und ist deshalb der Beteiligungsquote zuzuordnen. Das hat zur Folge, dass Infrastrukturinvestments im Standardansatz wie risikoreiche Anlagen mit 49 Prozent Eigenkapital zu unterlegen sind. Allerdings ist es möglich, mit einem anerkannten internen Modell eine adäquate, effizientere Kapitalunterlegung zu erreichen.

### Markt- und Investmentexpertise entscheidend


Im Ergebnis kann festgehalten werden: Infrastruktur entspricht in vielen Aspekten den Anforderungen institutioneller Investoren und kann deren Renditedruck mildern. Infrastruktur ist aber kein einfaches Asset, sondern es erfordert ein hohes Maß an Expertise, erstens bei der Auswahl der Investitionsobjekte, zweitens beim Investitionsprozess und der Wahl des richtigen Investmentvehikels sowie drittens bei der optimalen Diversifikation über Regionen,

Risiken und Laufzeiten. Asset Manager mit entsprechendem Produkt- und Strukturierungswissen können hierbei die Investoren unterstützen.

Für Investoren bieten sich unterschiedliche Einstiegsmöglichkeiten in die Anlageklasse Infrastruktur an. Im Private-Equity-Bereich stehen den Anlegern Investmentfonds, Einzelmandate, Co-Investments und Dachfonds zur Verfügung. Auch Fremdkapitalanlagen im Infrastruktursegment entwickeln sich zu einer zunehmend reifen Anlageklasse. Zudem besteht die Möglichkeit, gezielt in Infrastrukturaktien zu investieren.

Innerhalb der Deutschen Asset & Wealth Management sind Infrastrukturinvestitionen ein Teil der Alternatives & Real Assets Plattform. Zum Jahresende 2013 betrug das verwaltete Vermögen in Infrastrukturanlagen 16,1 Milliarden Euro, von denen 8,3 Milliarden Euro direkte Infrastrukturinvestitionen waren, während die übrigen 7,8 Milliarden Euro auf Infrastructure Securities entfielen. Damit gehört die Gesellschaft zu den weltweit führenden Infrastruktur-Fondsmanagern und kann mit mehr als 18 Jahren Erfahrung und 44 Direktinvestitionen einen bewährten Track Record vorweisen. Ein Team von 37 Experten in Europa, Nordamerika und Asien-Pazifik fokussiert sich mit regionalen Strategien sowohl auf die Finanzierung als auch die Eigenkapitalinvestitionen bei Infrastrukturanlagen.

La GmbH – Das GmbH-Gesetz



Von Oleg de Lousanoff und Benoît Laurin  
 3., neu bearbeitete Auflage 2010.  
 672 Seiten, gebunden, 84,00 Euro.  
 ISBN 978-3-8314-2958-5.

Fritz Knapp Verlag

60046 Frankfurt | Postfach 11 11 51  
 Telefon (069) 97 08 33-21  
 E-Mail: [vertrieb@kreditwesens.de](mailto:vertrieb@kreditwesens.de)