

Kapitalanlage

Infrastruktur – ertragsstabile Anlage für institutionelle Investoren?

David Pestel und Claudia Wetzel

Institutionelles Kapital bleibt bei der Schaffung und Sanierung moderner Infrastrukturen unerlässlich. Daran ändern auch die milliardenschweren Konjunkturprogramme nichts, mit denen Regierungen in vielen Staaten durch Investitionen in Infrastrukturen die Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise zu mildern hoffen. Deshalb gehen die Autoren der Frage nach, welche Anlageform für institutionelle Investoren attraktive Erträge und hohe Cash-Flow-Stabilität bietet. Ihr Fazit: Ungelistete Infrastrukturfonds entsprechen dem Profil der Anleger besser als andere Vehikel. (Red.)

Vor dem Hintergrund eines erheblichen Bedarfs an Infrastrukturmaßnahmen bei gleichzeitigem Mangel an verfügbaren Mitteln der öffentlichen Haushalte gewinnen Anleger, die Infrastrukturprojekte aller Art finanziell unterstützen, immer mehr an Bedeutung. In den nächsten Jahren ist mit einem Investitionsbedarf in Billionenhöhe zu rechnen, da ein Großteil der Infrastruktur wie Straßen, Brücken, Tunnel oder öffentliche Einrichtungen sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene in marodem Zustand ist und einer Instandhaltung beziehungsweise Modernisierung bedarf.

Ausgehend von Australien und Großbritannien, die bereits Ende des letzten Jahrhunderts ihren Infrastrukturmarkt für diverse Investoren geöffnet haben, ist auch in Deutschland ein wachsendes Interesse an privat und institutionell finanziert Infrastruktur zu beobachten. Gerade den risikoaversen Versicherungsunternehmen als Vertreter institutioneller Investoren bieten Infrastrukturinvestments besondere Vorteile, die zudem mit den grundsätzlichen Anlagegrundsätzen wie Sicherheit oder Rentabilität vereinbar sind.

Infrastruktur als Anlageklasse

Infrastruktur ist eine hybride Assetklasse und weist gemeinsame Merkmale mit traditionellen und alternativen Anlagen auf. Sie vereint in ihrer Besonderheit Elemente von mehreren Anlageklassen wie Immobilien, Private Equity oder Rentenpapieren und fügt nicht reproduzierbare hinzu. Die Tabelle 1 gibt einen systematischen Überblick zu den wesentlichen Produktmerkmalen von

Infrastrukturinvestitionen aus der Sicht eines Investors und zeigt die enge Verbindung zu nahestehenden Assetklassen.

Infrastrukturprojekte zeichnen sich insbesondere durch ein geringes Werteverlustrisiko aus, welches auf die Langlebigkeit und zugleich die monopolartige Stellung der Infrastrukturanlagen zurückzuführen ist. Unter Risikogesichtspunkten ist zudem vorteilhaft, dass der Wert der Objekte nahezu resistent gegenüber Inflations- und Marktrisiken ist, da die Nachfrage nach den einzelnen Bereichen stabil und dadurch weitestgehend unabhängig von konjunkturellen Entwicklungen ist.

Ausgehend von diesen Merkmalen bieten Infrastrukturinvestitionen im Vergleich zu anderen Assetklassen insbesondere die Vorteile nachhaltig planbarer Erträge, risikoadäquater Renditen und einer geringen Korrelation zu anderen Assetklassen. Aufgrund der genannten Eigenschaften von Infrastrukturanlagen zu anderen Anlageklassen eignen sich Infrastrukturinvestitionen deshalb gut zur Optimierung und Absicherung eines Portfolios.

Die erläuterten Eigenschaften der Infrastrukturinvestitionen variieren jedoch in

deren Ausmaß, je nachdem in welchen Infrastruktursektor schwerpunktmäßig investiert wurde. Dem Investor bieten sich eine Vielfalt an Infrastruktursektoren wie in Tabelle 2 dargestellt.

Für institutionelle Investoren kommen insbesondere die Investitionssektoren Transport/ Verkehr sowie Ver-/ Entsorgung infrage. Eine am Institut für Immobilienmanagement durchgeführte Untersuchung zeigte, dass die Investorengruppen (Versicherungsunternehmen, Stiftungen, Pensionskassen, Banken sowie andere Finanzdienstleister) schwerpunktmäßig in die Verkehrs- und Versorgungssektoren investieren würden oder bereits investiert sind. Der Telekommunikationssektor spielt im Vergleich zu den anderen Sektoren eine eher untergeordnete Rolle.

Rechtssicherheit und stabile Kapitalmärkte

Der Erfolg von Infrastrukturinvestitionen wird zudem maßgeblich von der Region bestimmt, in welcher sich die Infrastrukturprojekte befinden. Jedes Land birgt eigene Risiken, in Bezug auf Rechtssicherheit, Stabilität sowie Gegebenheiten des Kapitalmarktes. Ein stabiles Rechtssystem ist notwendig, um eine angemessene Vertretung der Rechte aller Projektparteien zu gewährleisten und Vertragssicherheit zu garantieren. Tiefe, stabile Kapitalmärkte sind von entscheidender Bedeutung, da über die vollständige Laufzeit des Konzessionsvertrags (zum Teil der komplette Lebenszyklus) zusätzlich neues Kapital benötigt wird. Dies ist für Erweiterungs- und Ersatzinvestition unabdingbar und ist darüber hinaus bei der Neugestaltung von Finanzstrukturen oder Umschuldungen notwendig.

Um sichere Erträge generieren zu können, sind daneben stabile inflationäre Entwicklungen brauchbar. Diese können durch ein stabiles Wirtschaftssystem gewährleistet werden, welches gleichermaßen die Basis eines erfolgreichen Infrastrukturprojektes darstellt. Gerade für risikoaverse institutionelle Investoren wie beispielsweise Versicherungsunternehmen bieten sich Länder/ Kontinente an, die eine passable Rendite bei einem gleichzeitig angemessenen Risiko aufweisen. Der Fokus sollte hierbei vor allem auf den USA und Europa liegen. Diese Märkte weisen bereits eine ausgedehnte Entwicklung der Infrastruktur auf und bieten aus Investitionssicht einen bewährten Track-Record und stetige Cash-Flows. Investoren, die hingegen bereit

Die Autoren

David Pestel ist Absolvent der Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät. **Claudia Wetzel** ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin am Institut für Immobilienmanagement der Universität Leipzig.

sind, höhere Risiken zu tragen, und einen langen Investitionshorizont in Kauf nehmen, sollten sich eher auf asiatische Märkte konzentrieren, welche sich im Hinblick auf Infrastrukturprojekte noch stark in der Entwicklung befinden.

Das weltweite Angebot an gelisteten Infrastrukturinvestitionsmöglichkeiten ist enorm, da mehr als 700 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über vier Billionen US-Dollar gehandelt werden können. Vor allem in Krisensituationen und stark fallenden Aktienmärkten reagieren Versorger- und Infrastrukturtitel gemäßiger. Während der Deutsche Aktienindex zwischen 2000 und 2004 rund die Hälfte seines Wertes einbüßte, konnten die meisten Versorgertitel ihren Wert halten beziehungsweise sogar leicht steigern.

Neben der kursberuhigenden Wirkung auf das Aktienengagement innerhalb eines Aktienportfolios weisen Beteiligungen in Infrastruktur über Aktien weitere Vorteile auf: Investitionen sind schon ab geringen Volumina möglich, was eine hohe Diversifikation ermöglicht, sie sind in der Regel sehr gut liquidierbar und der Zugang ist einfach und unkompliziert ohne spezifisches Infrastruktur-Know-how möglich.

Infrastrukturaktien

Trotz der beschriebenen Vorteile laufen auch Infrastrukturanlagen langfristig Gefahr, vom Trend des Kapitalmarktes beeinflusst zu werden. Teilweise bestehen einige Spezialgesellschaften nur aus einer einzigen Infrastrukturanlage/Projekt und verfügen somit über kaum Diversifikation auf Unternehmensebene.

Ein weiteres Problem ergibt sich, wenn das Management eines börsengeführten Unternehmens kurzfristig, am aktuellen Aktienkurs orientiert, entscheidet. Dies kann wiederum der Langfristigkeit von Infrastrukturanlagen entgegenstehen. Tatsache ist, dass Aktien meist nur einen mittelbaren Zugang zu Infrastruktur bieten. Gerade einmal bei knapp fünf Prozent der 300 größten Europäischen Unternehmen (FTSE Eurotop) besteht der Unternehmenswert zu mehr als 50 Prozent aus Infrastrukturanlagen. Bei der Mehrzahl stellt Infrastruktur nur einen Teilbereich der Geschäftstätigkeit dar.

Ein weiterer Grund, warum Aktien nur als mittelbare Investition gelten können, ist, dass der Kurs nicht nur vom Wirt-

schaften der eigentlichen Infrastrukturprojekte, sondern auch von der Börsenpsychologie abhängig ist, welche die zeitweise realwirtschaftlichen Hintergründe ausblendet. Festzuhalten bleibt, dass Infrastrukturaktien für institutionelle Investoren nicht als optimales Investitionsvehikel für die Anlageklasse

Infrastruktur gelten können. Aufgrund der beschriebenen Vorteile besitzen sie ihre Berechtigung und bieten sich in Form diversifizierter Infrastrukturaktienfonds als Beimischung im Portfolio an. Neben den aktiv gemanagten Fonds sollten auch passiv verwaltete, an Infrastrukturindizes ausgerichtete Fonds

Tabelle 1: Charakteristika eines Infrastrukturinvestments

Immobilien-Elemente	Private-Equity-Elemente	Rentenpapier-Elemente
Immobilie Bestandteile (Gleise, Straßen, Leitungen) Langfristiges Investment Inflationsschutz Abschreibung und Instandhaltung	Hohe Renditen Wertsteigerungspotenziale Illiquider Markt Börsengang möglich	Geringe Volatilität Stabile und planbare Zahlungen Stabile Verzinsung Lange Laufzeiten
Infrastrukturmerkmale		
Monopolartige Stellung aufgrund einer geringen Konkurrenz Hohe Eintrittsbarrieren Langlebige und hochspezialisierte Anlagen, die stabile Cash-Flows garantieren Wertbeständigkeit und Wertsteigerungspotenziale Unabhängigkeit von Konjunkturzyklen Geringe Korrelation zu anderen Assetklassen		

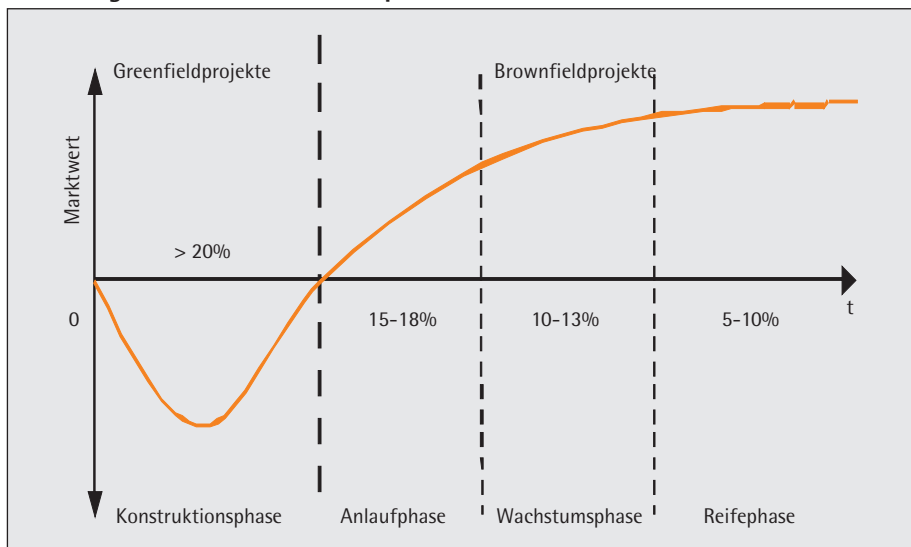
Tabelle 2: Infrastruktursektoren

Transport- und Verkehrsinfrastruktur	Ver-/Entsorgungsinfrastruktur	Kommunikationsinfrastruktur	Soziale Infrastruktur
Flug- und Seehäfen Fähren Eisenbahnnetze Mautstraßen Brücken Tunnel	Stromnetze Kraftwerke Stadtreinigung Gasnetze Fernwärmenetze Wasser und Abwasser	Kabelnetze Drahtlose Netzwerke Signaltürme Satellitennetze	Bildungseinrichtungen Krankenhäuser Pflegeeinrichtungen Militärgebäude Justizvollzugsanstalten Kulturelle Einrichtungen

Tabelle 3: Synoptischer Vergleich von Investitionsvehikeln in Infrastruktur

	Vorteile	Nachteile
Direkt-Investment	Kontrolle über Vermögenswerte und Cash-Flows Einfluss auf die Strategie und das Management	Begrenzte Diversifikation Sehr hohe Investitionsvolumina Spezielles Know-how ist unabdingbar
Unlisted Infrastructure Funds	Management durch Spezialisten Geringe Korrelation zu klassischen Märkten Ausführliches auf den Investor abgestimmtes Reporting Mehrwert durch finanzielle Strukturierung	Management Gebühren und Risiko Portfolio Konzentration auf wenige Assets Hohe Investitionsvolumina
Listet Infrastructure Funds	Hohe Liquidität Diversifikation auf Fondsebene Geringe Investitionsvolumina Expertenwissen nicht zwingend erforderlich	Interessenkonflikte Management Gebühren und Risiko Kaum Einfluss auf Fondsmanagement Ausnahme erhebliches Investitionsvolumen
Private Equity	Investition in weitere Sektoren Sehr hohe Chancen/Risiken (Renditebestreben < 20 Prozent) Typischerweise geringe Korrelation zu Aktien	Eingeschränktes Infrastruktur-Know-how Investition in „Randbereiche“
Infrastruktur-Aktien	Hohe Liquidität Diversifikation ist durch eigene Expertise möglich Geringe Investitionsvolumina Tiefer Markt	Nur mittelbarer Zugang zu Infrastruktur Sehr hohe Volatilität Unterliegt Psychologie des Marktes
Infrastruktur-Zertifikate	Hohe Liquidität Diversifikation durch Abbildung eines Index gegeben	Emittenten- und Marktrisiko Zusätzliche Gebühren Eingeschränkter Zugang zu Infrastruktur

Abbildung: Renditen nach Lebensphase einer Infrastrukturinvestition



(ETF), im Fokus des Investors stehen. Die jährlichen Kosten sind meist deutlich geringer.

Infrastrukturindex-Zertifikate

Infrastrukturindizes sind seit den letzten Monaten vermehrt erwünscht, stellen jedoch keine direkten Investitionen in Infrastruktur dar. Aufgrund der Börsennotierung ist die Fungibilität sehr hoch, zugleich weisen die meisten Infrastrukturzertifikate eine breite Streuung über verschiedene Subindizes und Regionen auf. Es befinden sich aktuell drei große Hauptindizes am Markt, die das weltweite Infrastrukturuniversum abzubilden versuchen.

Der wohl bekannteste und am längsten am Markt existierende Index (2000) ist der Macquarie Global Infrastructure Index. Er besteht aus den 100 größten nach Marktkapitalisierung gewichteten Unternehmen der Infrastrukturbranche. Seit 2006 gibt es den UBS Global Infrastructure & Utilities Index. Er setzt sich aus „nur“ 40 Aktientiteln zusammen.

Diese sind ebenfalls nach Marktkapitalisierung gewichtet und vier bestimmen etwa die Hälfte des Indexwertes. Im Jahre 2007 wurden der Infrac (Infrastructure Index von Goldman Sachs) ins Leben gerufen. Er bildet ein Universum von 50 Unternehmen ab, welche unabhängig von ihrer Marktgröße mit je zwei Prozent gewichtet werden. Ziel ist es, den prägnanten Einfluss einiger Branchenriesen zu vermeiden und den Fokus auf den ganzen Infrastruktursektor und weniger auf die individuelle Entwicklung einzelner Titel zu lenken.

Die Indizes richten ihren Fokus auf Unternehmen der vier Infrastrukturmehrspektoren Transport/ Verkehr, Ver-/ Entsorgung sowie den sozialen Bereich der Infrastruktur und Kommunikation. Die einzige Ausnahme findet sich beim Infrac, welcher letztgenannten Bereich ausklammert.

Das Thema Infrastruktur ist in der Indexwelt sehr breit gefächert – sowohl die dazu zählenden Branchen und Regionen, als auch den Zertifikate-Charakter betreffend. Die variantenreichen Zugangsmöglichkeiten über einen Index sollte ein potenzieller Investor immer zu den möglichen Risiken abwägen. Im Vergleich zu direkten Investitionen trägt er zusätzlich zu weiteren Managementgebühren auch das Bonitätsrisiko des Emittenten. Des Weiteren tauscht er sein Vermögen „ausschließlich“ in Zertifikate und nicht in Real-Assets.

Infrastrukturfonds

Ein institutioneller Investor hat die Möglichkeit, sich an gelisteten und nicht gelisteten Fonds zu beteiligen. Infrastrukturfonds sind Investitionsvehikel, bei welchen externe Investoren über regulierte oder nicht regulierte Fondslösungen Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel zur Verfügung stellen, die zur Investition und Betreibung von Infrastruktursektoren genutzt werden. Als Einnahmen generieren die Fonds Nutzungsentgelte aus den Infrastrukturobjekten. Fondsmanager wie beispielsweise Macquarie bieten dabei mehrere Möglichkeiten zur Investition in Infrastruktur (Direktinvestition in den Zielfonds, Co-Investment an den Beteili-

gungsunternehmen und indirekte Beteiligungen über „Feeder-Fonds“).

Gelistete Infrastrukturfonds sind börsennotierte Gesellschaften, welche Kapitalbeteiligungen zum Zweck der Anlage oder des Betriebes von Infrastrukturunternehmen tätigen. Die Portfolioverwaltung und das Management des Fonds werden vom Fondsiniciator übernommen. Da börsennotierte Fonds zu einer ausführlichen Berichterstattung verpflichtet sind, ist die Transparenz für die Investoren deutlich höher als bei einem Unlisted Infrastructure Fund (UIF). Beteiligungen an einem Listed Infrastructure Fund (LIF) sind börsentäglich mit geringem Kapitaleinsatz möglich (Aktienwert). Entsprechend sind auch die Mitbestimmungsrechte für den Investor minimal, es sei denn, der Aktionär ist in erheblichem Umfang an der Fondsgesellschaft beteiligt. Die Investoren haben den Vorteil, dass sie flexibel ihre Anlagestrategie durch den Verkauf von Anteilen anpassen können.

Die Entwicklung der Börsenkurse macht schnell deutlich, dass sich auch LIF nicht den aktuellen Krisen entziehen können. Der Kurs der an der NYSE gelisteten Macquarie Infrastructure Company sackte innerhalb des letzten Jahres von über 40 US-Dollar auf unter drei US-Dollar ab. Dass auch diese Anlageform eher für langfristig interessierte Investoren geeignet ist, zeigt ein Blick auf den Cash Available for Distribution (CAD), welcher im gleichen Zeitraum um rund zwölf Prozent anstieg.

Obwohl LIF nicht als Äquivalent für eine inflationsgeschützte Anleihe wie UIF dienen können, bieten solche Gesellschaften die Möglichkeit, sich der Anlageklasse Infrastruktur zu nähern. Sie stehen im Verhältnis zu reinen Infrastrukturinvestitionen wie REITs oder Immobilien-Aktiengesellschaften zu direkten Immobilieninvestitionen.

Nicht börsennotierte Infrastrukturfonds (UIF) ermöglichen einen direkten und effektiven Zugang zu Infrastrukturprojekten. Als Investitionsobjekte bieten sich Greenfield-Investments (Neubauprojekte), Brownfield-Investments (Bestandsprojekte) oder Rehabilitated-Brownfield-Investments (Entwicklungsprojekte) an. Je nach Verlauf des Projektes (Lebenszyklusphase) bestehen unterschiedliche Risikopotenziale der Infrastrukturprojekte. Risikofreudigen Investoren sind Investitionen in Greenfield-Projekte zu empfehlen, da die Renditechancen mit über 20 Prozent beachtlich hoch sind.

Gerade die Schwellen- und Entwicklungsländer bieten ein derartiges Infrastrukturpotenzial, da es dort weniger um die Betreuung oder Ausbesserung der Infrastruktur als vielmehr um gänzliche Neubauprojekte geht.

Für risikoaverse Investoren bietet es sich an, den Fokus der Investition auf Later-Stage-Infrastructure zu legen und somit in Brownfield-Projekte zu investieren. Die sich in der Reifephase befindlichen Projekte werfen eine vergleichsweise geringe Rendite (fünf bis zehn Prozent) bei jedoch gleichzeitig niedrigem Risiko ab (siehe Abbildung).

Der hohe Einsatz an Fremdkapital bei Investitionen führte auch im Zuge der Finanzkrise bei unabhängig von der Börse agierenden Fonds zu einem Anstieg der Kosten auf Fondsebene. Aufgrund

der besonderen Eigenschaften von Infrastruktur kann Fremdkapital durchschnittlich mit 100 Basispunkten über Libor aufgenommen werden. Die Banken und Monoline Insurance Companies sind mittlerweile nicht mehr bereit, zusätzlich günstige Mittel für den Sektor ohne Aufschlag zur Verfügung zu stellen.

Teures Fremdkapital

Ein mögliches Refinanzierungsrisiko für bestehende Fonds kann angesichts der Tatsache, dass die Mehrheit der nicht börsennotierten Fonds in den letzten drei Jahren aufgelegt wurde, nahezu ausgeschlossen werden. Infrastrukturprojekte sind in der Regel mit langfristig (fünf bis 20 Jahre) festen Zinssätzen finanziert. Aufgrund mangelnder Transparenz und möglicher Komplexität ei-

niger Finanzierungsstrukturen kann ein Restrisiko nicht ausgeschlossen werden. Trotz aller Hemmnisse während der Subprime-Krise ist die Anzahl der Infrastrukturfonds kontinuierlich gestiegen. Waren es im Januar 2007 nicht einmal 30 Fonds, die rund 20 Milliarden US-Dollar bei Investoren einsammelten, so warben im Juni 2008 über 70 Fonds um Mittel in Höhe von 90,8 Milliarden US-Dollar.

UIF stehen zwar in Konkurrenz zu anderen Anlageprodukten (siehe Tabelle 3) wie Aktienfonds oder auch Zertifikate. Die anderen Produkte weisen jedoch aufgrund ihrer starken Kapitalmarktabhängigkeit seit Beginn der Finanzkrise keine positive Performance mehr auf. UIF können daher für ein institutionelles Portfolio eine Felsfunktion einnehmen, da diese ungeachtet der anhaltenden Krise stetig weiter wachsen. ■