

INFRASTRUKTUR ETABLIERT SICH ALS EIGENE ANLAGEKLASSE

WALTER KNÜSLI / MARC MOSER

Während der Markt für private Infrastrukturanlagen in Europa noch relativ jung ist, hat er im angelsächsischen Gebiet bereits eine längere Tradition. In diesen Ländern sind nicht nur die meisten Unternehmen der Elektrizitäts-, Gas- und Wasserversorgung privatisiert, es gibt dort auch eine lange und positive Erfahrung mit Public Private Partnerships bei sozialer Infrastruktur und im Transportwesen. Hierzulande gewinnt Infrastruktur als Anlageklasse an Bedeutung.

Zahlreiche der weltweit grössten institutionellen Infrastruktur-Investoren, meist Versicherungen und Pensionskassen, kommen aus den Vereinigten Staaten, Grossbritannien, Australien und Kanada. Die Vorsorgeeinrichtung California State Teachers'

Retirement System alloziert heute fast 10% ihres Vermögens in Infrastrukturanlagen. Inzwischen ist eine Allokation von 5-10% eine herkömmliche Quote unter angelsächsischen Vorsorgeeinrichtungen. In den letzten fünf Jahren sind aber auch in anderen Ländern die Investitionen in die Infrastruktur gestiegen. Gemäss Preqin konnten sich Infrastrukturinvestitionen in den Portfolios institutioneller Investoren weltweit mit einer durchschnittlichen Quote von rund 4% etablieren. Die fundamentalen Treiber dieser Entwicklung sind der regulatorische Wandel und die Suche nach Renditen.

Regulierung hat Einfluss

Die Einführung von Basel III machte die Vergabe von langfristigen Darlehen für Banken vermehrt unattraktiv. Anders ist es bei den Änderungen der Richtlinien von Solvency II, welche die Attraktivität von Infrastruktur für Versicherungsunternehmen aufgrund der geringeren Eigenmittelunterlegung deutlich steigerte. Die Etablierung von Infrastruktur als Anlageklasse hat unterschiedliche Lösungsansätze hervorgebracht. So können Investoren heute aus einem vielfältigen Produktspektrum mit unterschiedlichsten Risiko-Rendite-Profilen auswählen. Im Wesentlichen besteht die Möglichkeit, sich über Direktbeteiligungen, kotierte Aktien oder Infrastrukturfonds zu beteiligen. Infrastrukturaaktien und börsengehandelte Infrastrukturfonds kön-

nen aufgrund der gegebenen Fungibilität die besonderen Eigenschaften von nicht-börsennotierten Infrastrukturinvestitionen nicht bieten. Börsengehandelte Infrastrukturanlagen korrelieren kurz- bis mittelfristig mit der allgemeinen Aktienmarktentwicklung und weisen entsprechend auch eine höhere Volatilität auf. Direktinvestitionen und nicht-börsennotierte Infrastrukturfonds spiegeln dagegen mit ihrem langfristigen Anlagehorizont und dem deutlich abweichenden Preisfindungsmechanismus (z.B. Bewertung mittels DCF-Modellen) typische Infrastrukturmerkmale und eine deutlich geringere Volatilität wider. Für Direktinvestitionen sind jedoch ein erhebliches Spezialwissen und Erfahrung notwendig. Gemäss Umfrage von Preqin planten im Jahr 2018 rund 79 Prozent der Investoren ihre Infrastrukturinvestitionen über nicht-börsennotierte Infrastrukturfonds.

Der öffentliche Bedarf an Infrastruktur ist gross

Es besteht eine grosse Finanzierungslücke zwischen dem Investitionsbedarf von Infrastrukturprojekten und deren Finanzierung. Das grosse Defizit resultiert aus jahrzehntelangen unzureichenden Investitionen. Gemäss OECD sind die Gesamtausgaben für Infrastruktur sogar gesunken. In den 80er-Jahren investierten die OECD-Staaten durchschnittlich 4.5% ihres BIPs in die eigene Infrastruktur. Heute liegen wir bei unter 3%. Dieser Rückgang entspricht allein pro Jahr fast 750 Mrd. USD. Allein für die vom Schweizer Volk 2017 im Rahmen der «Energienstrategie 2050» beschlossene Energiewende belaufen sich die Investitions- und Betriebskosten auf rund 200 Mrd. CHF. Die Finanzierung der gesamten Energie-Wertschöpfungskette von Produktion, Speicherung bis zur Verteilung von Strom wird nur schwer ohne privates Kapital und private Beteiligung umsetzbar sein. Entsprechend fordert die Politik seit langem deutlich höhere Investitionen in die öffentliche Infrastruktur sowie stärkere Anreize für private Investitionen. Für das effiziente Funktionieren einer modernen Ge-

sellschaft braucht es zwingend eine fortschrittliche Infrastruktur.

Auch hierzulande steigt das Interesse institutioneller Anleger an Infrastruktur. Der Anteil der in dieser Anlageklasse investierten Vermögen liegt derzeit jedoch immer noch im tiefen einstelligen Bereich. Bei der Energieinfrastruktur dominieren die sich in privater und in öffentlich-rechtlicher Hand befindenden Energieunternehmen. Die Beteiligung der hiesigen Vorsorgeeinrichtungen am nationalen Strombetreiber Swissgrid steht beispielhaft für die Attraktivität von Schweizer Infrastruktur-Investments für langfristige ausgerichtete Portfolios. Hinsichtlich ihrer Rendite- und Risikocharakteristika unterscheiden sich Infrastrukturinvestitionen stark: Sie reichen von immobilienähnlichen- bis zu Private-Equity-ähnlichen Eigenschaften. Bei letzteren wird auch von Value-add und opportunistischen Strategien gesprochen, welche auf einen hohen Kapitalzuwachs abstellen, um die prognostizierte Gesamtrendite zu erreichen. Im Gegensatz dazu sind Core-Strat-



Marc Moser
Senior
Relationship
Manager
institutionelle
Kunden,
Reichmuth &
Co Investment
Management
AG, Luzern.

AUF BEWÄHRTE LÖSUNG FOLGT DER ZWEITE FONDS

Über die letzten sieben Jahre haben wir uns bei Reichmuth & Co auf mittelgrosse, vorwiegend privatwirtschaftlich geprägte Transaktionen in den Bereichen Transport, Ver- und Entsorgung konzentriert. Unsere Investitionen streben ein defensives Rendite-Risiko-Profil an. Auch der im Juni 2019 mit 90 Mio. CHF lancierte zweite Infrastrukturfonds investiert in die erwähnten Sektoren in der Schweiz und Europa. Ein erstes Closing des Fonds ist für Ende 2019 oder Anfang 2020 vorgesehen; erste Investitionen im Bereich des Schienengüterverkehrs sind bereits getätigt.

tegien mehr auf einen hohen laufenden Ertrag ausgerichtet. Zu «Brownfield-Anlagen» (auch «secondary projects» genannt) zählen bestehende Infrastrukturprojekte bzw. -objekte, die sich bereits in einer operationellen Phase befinden. Ein Beispiel hierfür ist der Betrieb einer bereits gebauten gebührenpflichtigen Strasse. Diese Anlagen haben ein defensives Rendite-Risiko-Profil und bieten eine langfristig stabile Rendite und einen regelmässigen Cashflow. Demgegenüber weisen Investitionen, die sich noch in der Projektphase befinden – so genannte «Greenfield Anlagen» – ein ausgeprägteres Rendite-Risiko-Profil auf. Ein Beispiel hierfür wäre ein sich in der Entwicklungsphase befindender Windpark.

Diversifikation als Zusatznutzen

In jeder Hinsicht bieten Infrastrukturanlagen jedoch aufgrund ihrer geringen Korrelation mit klassischen Kapitalmarktinvestitionen eine attraktive Diversifikation. Infrastrukturprojekte sind kapitalintensiv und weisen in den meisten Fällen eine lange Nutzungsdauer auf. Diese Charakteristika wirken unterstützend für langfristige Finanzierungen – eine effektive Duration für Anleger mit entsprechenden Verbindlichkeiten. Was den oft erwähnten Inflationsschutz angeht, ist jedoch eine differenzierte Betrachtung zwingend: Ein expliziter Inflationsschutz ist nur dann gegeben, wenn er vertraglich vereinbart wird, zum Beispiel ein Wärmeabnahmetarif. Ein lediglich impliziter Schutz besteht bei Infrastrukturanlagen aufgrund der mit dem steigenden Preisniveau einhergehenden Wertsteigerung der realen Anlageobjekte oder des Umsatzanstiegs. Fernwärme ist als Alternative zu den heute noch weit verbreiteten Ölheizungen ein konkreter Baustein der Energiewende. Für die Nutzer ist sie umweltfreundlich, komfortabel und preiswert. Aber auch für den Investor sind Fernwärmenetze attraktiv: Er finanziert das Fernwärmenetz und erhält es zu konkursrechtlich geschütztem Eigentum. Die von der Anlage produzier-

Zielsektoren Reichmuth Infrastruktur KmGK II

 Verkehr/Transport	 Energie
• Güterverkehr Schiene • Personenverkehr Schiene • Terminals (Umlade-Infrastruktur) • Hafeninfrastruktur • Aviatik (Fracht/Personen) • Schiffe	• Elektromobilität • Energieverteilung (Netze) • Energieproduktion • Effizienz/Speicherung • Abfallentsorgung

te Wärme wird von Haushalten mit langjährigen Abnahmeverträgen genutzt. Die lange Vertragsdauer garantiert die Stabilität der Rendite und des Cashflows.

Eigene Anlageklasse mit anderen Risikoparametern

Der Diversifikationseffekt im Portfolio kommt daher, dass Infrastrukturanlagen auf andere Risikoparameter reagieren als klassische Investments. So sind die laufenden Einkünfte einer Fernwärmeanlage kaum von einem Börsencrash tangiert, während ein warmer Winter zu weniger Wärmebezug und Rendite führt. Investitionen in Infrastrukturanlagen erfordern aber spezifisches Knowhow, setzen ein Netzwerk in der Infrastrukturindustrie voraus und verlangen einen vergleichsweise hohen administrativen Aufwand. Der Renditeaufschlag von privaten Infrastrukturanlagen kommt nicht nur von der illiquiden Natur der Investitionen, sondern auch durch die Komplexität der Transaktionen und der erforderlichen Strukturierungskompetenz. Mit der richtigen Strukturierung – etwa durch angemessene Fremdkapitalaufnahme oder Sicherheiten etc. – lassen sich verbesserte risikoadjustierte Renditen erwirtschaften. Überdies ist ein Verständnis für operationelle und objektspezifische Risiken wesentlich, denn die Beurteilung regulatorischer und

operativer Risiken ist, anders als bei herkömmlichen Finanzanlagen, ein zentraler Erfolgsfaktor bzw. Risikofaktor.

Der Markt für Infrastruktur ist heute gereift und eine willkommene Alternative im Zeitalter stets tieferer Zinsen. Infrastruktur ist auf gutem Weg, sich als eigene Anlageklasse fest zu etablieren, nicht zuletzt weil Solvency II Infrastruktur für Versicherungen attraktiver gemacht hat. Die diversifizierenden Eigenschaften von Infrastrukturanlagen, verbunden mit einem zusätzlichen Renditeaufschlag für private Infrastruktur, machen die Anlageklasse zu einem immer wichtigeren Portfolio-Baustein für Pensionskassen und Versicherungen.

Walter Knüsli

Relationship
Manager
institutionelle
Kunden,
Reichmuth &
Co Investment
Management
AG, Luzern.

