

## Infrastruktur als Teil von Realwertanlagen

Marc Moser, Walter Knüsli



Die Vorteile von Investitionen in Real Assets sind unbestritten: grösstenteils ermöglichen sie stabile Renditen mit langfristigen stabilen Abnahmeverträgen. Diese Investitionen sind meistens privater Natur und daher unterliegen sie nicht den Schwankungen aufgrund täglicher Bewertungen und bieten oft einen Inflationsschutz.

Real Assets oder reale Vermögenswerte gehören zu der Asset-Klasse der alternativen Anlagen. Unter dem Begriff Realwerte fallen Vermögenswerte mit physischer Substanz wie Immobilien, Farmland, Infrastruktur, Gold oder Rohstoffe, die man sehen und anfassen kann. In einem reflationären Umfeld tendieren Reale Vermögenswerte besser abzuschneiden als klassische Finanzanlagen. Diese Real Assets erhalten stärkere Aufmerksamkeit, sobald die Investoren zuversichtlicher auf die wirtschaftliche Entwicklung sind und höhere Inflationsraten erwartet werden.

Das volatile Jahr 2020 haben Privatmarktanlagen relativ gut gemeistert. Abhängig von dem Investitionsfokus sowie der Strategie lieferten einige Privatmarktanlagen

nicht nur weniger volatile Ergebnisse sondern übertrafen z.B. in Europa auch die Aktienmärkte. So werden Investoren in Zukunft ein vermehrtes Augenmerk auf diese Anlageklasse werfen, um ihre Anlageziele und Bedürfnisse in Bezug auf attraktive Ausschüttungsrenditen, Kapitalwachstum, Liability Matching und Portfolio-diversifikation zu erreichen. Im Folgenden werden Anlagen im Bereich der Infrastrukturinvestitionen näher beleuchtet.

### Infrastrukturanlagen und ihre Vielfalt

In den letzten Jahren haben institutionelle Investoren und Infrastrukturfonds um die wertvollsten Infrastrukturanlagen geworben. Dieser Wettbewerb hat zu einem Anstieg der Preise für Infrastrukturanlagen und zu einem entsprechenden Rückgang der Renditen dieser Vermögenswerte geführt. Mehrheitlich ging es bei diesem Wettbewerb um Core-Infrastrukturanlagen, die als regulierte, monopolistische Energie-, Verkehrs- und Umwelthanlagen definiert werden. Diese werden als der sicherste und attraktivste Weg für institutionelle Anleger angesehen, sich langfristige Renditen





zu sichern, die zur Deckung ihrer Verbindlichkeiten erforderlich sind. Niedrige Zinssätze, eine alternde Bevölkerung, die Suche nach nachhaltigen und klimafreundlichen Investitionen und Veränderungen in der Finanzregulierung sind nur einige der Faktoren, die die Nachfrage treiben. Der damit einhergehende Renditerückgang bei Core-Anlagen führt dazu, dass Anleger zunehmend in renditestärkere Non-core Infrastrukturanlagen investieren. Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die zugrundeliegenden Geschäftsmodelle und die damit verbundenen Risiken von Core- und Non-core-Infrastrukturanlagen sind heute heterogen noch nicht vollständig abschätzbar. Die Sektoren und vor allem die Investitionsansätze entscheiden über die Resilienz von Infrastrukturanlagen in Bezug auf ihre Stabilität und Werthaltigkeit, unabhängig der Einteilung in Core- und Non-Core-Anlagen.

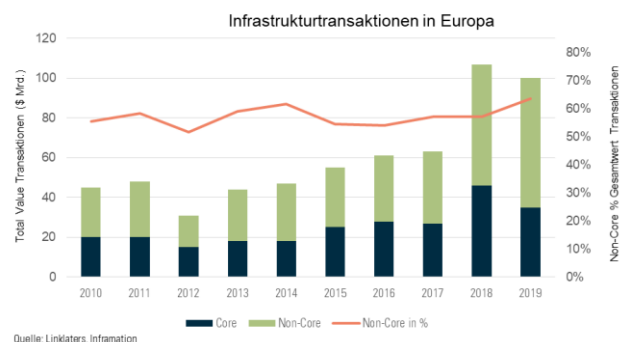
## Evolution von Infrastruktur-Assets und -Strategien

Bei Infrastruktur handelt es sich um eine vermeintlich neue Anlageklasse für institutionelle Investoren. Das macht sich nicht zuletzt darin bemerkbar, als dass die Verwendung von den gängigen Definitionen aus

anderen Anlageklassen wie Immobilien oder Private Equity, auf Infrastruktur kopiert und angewendet wurden. Die Verwendung von Begriffen wie z.B. Core, Core-plus und Value-add, sind in Immobilienkreisen seit langem etabliert. Ihre Verwendung in Zusammenhang mit Infrastruktur ist aufgrund der Heterogenität nur bedingt hilfreich für das Verständnis der Risiken, die mit Investitionen und Strategien von Infrastrukturanlagen verbunden sind.

Der Unterschied zwischen Core- und Non-core-Infrastrukturanlagen ist nicht immer klar und ist weitgehend fließend. Zudem kommt auch immer wieder die Frage auf, welche Investitionen genau dem Bereich Infrastruktur effektiv zuzuordnen sind. Mit den Bestrebungen von Edhec ein formelles Klassifizierungssystem einzuführen, das sich „Infrastructure Company Classification Standard (TICCS)“ nennt, möchte man Abhilfe schaffen. So werden nun auch mobile Assets des Transportsektors, wie zum Beispiel der Aviatik oder dem Schienenverkehr, als non-core Infrastrukturanlagen klassifiziert.

Der Infrastrukturmarkt, vor allem auch in Europa, hat in den letzten Jahren ein erhebliches Interesse erfahren. Das Transaktionsvolumen hat sich seit 2013 mehr als verdoppelt.



Ein wichtiger Treiber dafür war der Anstieg der Investitionen in sogenannte Non-core-Infrastrukturanlagen wie Core+ und Core++. Diesen Vermögenswerten werden



vor allem grössere Marktrisiken zugeschrieben und sind eher privatwirtschaftlich geprägt. Es wird dabei oft von "Private-Equity"-ähnlichen Ansätzen gesprochen. Beim "Private-Equity"-Ansatz werden operative Unternehmen im Bereich Infrastruktur, z.B. Entsorgungsunternehmen erworben, wobei das unternehmerische Wachstumspotential ausgeschöpft und die Rendite primär über den Kapitalgewinn beim Exit generiert wird. Diese auch sogenannten Value-add- oder Kapitalgewinn-orientierten Investitionen verfügen dabei in der Regel nicht über langfristige Abnahmeverträge und die Erträge sind primär volumenbasiert. Die Wertsteigerung wird vorwiegend über die Optimierung der unternehmerischen Prozesse, der Kapitalstruktur sowie über das Wachstum und die Marktpositionierung erzielt. Die zunehmende Akzeptanz, beziehungsweise Beliebtheit dieses Ansatzes hängt auch mit den sinkenden Erträgen aus den ursprünglichen Core-Infrastrukturanlagen zusammen.

Dem stehen klassische Core-Infrastrukturinvestitionen gegenüber mit einer stabilen Nachfrage, langfristigen Abnahmeverträgen und regulierten Preismechanismen. Ausgestattet mit diesen Merkmalen waren diese Infrastrukturanlagen die idealen Bausteine für eine stabile „buy-and-hold“-Strategie. Zu diesen typischen Core-Anlagen gehören Stromnetze, Wasserverteilungsnetze, Gas-Pipelines oder auch regulierte Flughäfen und Schienennetze.

Neben diesen klassischen, stark regulierten Core-Anlagen, haben sich vermehrt Investitionen in fungible Infrastrukturanlagen der Schienen-, Wasser und Luftinfrastruktur bewährt. Sie weisen die Eigenschaften von Core/Core+ Infrastrukturinvestitionen auf:

- **Eigentum am Realwert:** Die Investitionen setzen das Besitzen der Anlagen voraus, d.h. nicht ausschliesslich vertragliche

Ausgestaltungen und auch nicht über ein Finanzinstrument (Verbriefung).

- **Lange Lebensdauer der Anlagen:** Die Anlagen haben eine lange Lebensdauer und verfügen über langfristige Abnahmeverträge.
- **Tiefes Nachfrage-Risiko:** Die Infrastrukturanlagen sind über langfristige Abnahmeverpflichtungen gebunden. Die Anfälligkeit auf ökonomische Zyklen (BIP-korrelierte Investitionen) wird durch langfristige Abnahmeverträge mitigiert.
- **Tiefe Korrelation zu Kapitalmarktanlagen:** Vergütung alternativer Risikoprämien.

### **Investitionen im Bereich Transport**

In den letzten Jahrzehnten haben Flughäfen als zentrale Core-Infrastrukturanlagen an Bedeutung und Akzeptanz gewonnen. Flughäfen sind in der Tat durch hohe Eintrittsbarrieren, robuste Cashflows und regulatorische Schutzvorkehrungen geschützt. Sie profitieren auch von zusätzlichen Einkommensströmen aus anderen Quellen als dem Luftverkehr, wie Parkplätzen und Einzelhandelsgeschäften. Diese Einnahmequellen, sogenannte Konzessionseinnahmen, können zusammen mit den Einnahmen aus der Luftfahrt, die sie von den Fluggesellschaften für die Nutzung der Start- und Landebahn- und der Terminalinfrastruktur erhalten, auch eine wertvolle Absicherung gegen Inflation darstellen. Oft erzielen Flughäfen einen viel höheren Anteil ihrer Einnahmen aus Konzessionsaktivitäten als aus dem Luftfahrtbetrieb. Die Verträge dieser Konzessionen beinhalten oft eine volumenbasierte Komponente. Flughäfen, obwohl abhängig von der Grösse und dem Standort, können als regulierte Monopole angesehen werden. Dadurch haben sie relativ robuste EBITDA-Margen, die auch externem Druck und Schocks wie 9/11, SARS oder den Konkurs von grossen



Airlines verkraften. Zudem sind bei erfolgreichen Flughäfen die nicht-luftfahrttechnischen Erträge bedeutend und schneller wachsend als die Einkünfte aus dem regulierten Fluggeschäft. Die aeronautischen Erträge bestehen mehrheitlich aus Lande- und Passagiergebühren, Flugzeug-Parkgebühren, Handling-Gebühren und anderen flugtechnischen Gebühren wie der Luft- raumüberwachung.

Im historischen Kontext trug die grosse Verfügbarkeit von Krediten und das Wachstum im Passagierverkehr Ende der 2000er Jahre dazu bei, hohe EV/EBITDA-Transaktionsmultiplikatoren bei europäischen Flughäfen zu erreichen (>25x EBITDA). Die letzten Jahre haben ein anhaltend starkes Interesse am Flughafensektor gezeigt. Weltweit fanden viele Transaktionen statt, was zu einer Vielfalt in der Art der durchgeführten Geschäfte führte: Privatisierungen, PPP (Public Private Partnership) und Merger & Akquisition. In der jüngeren Vergangenheit wurden börsennotierte Flughäfen mit 6-8x EBITDA und Transaktionen privater Flughäfen mit 14-16x gehandelt. Faktoren wie die Mehrheitskontrolle oder eine Minderheitsbeteiligung, regulierte oder nicht-regulierte Unternehmen sowie die Wachstumsaussichten beeinflussen den Preis eines Flughafens.

Als ein konkretes Beispiel einer Core+-Anlage im Bereich der Aviatik kann ein Flugzeugtriebwerks-Pool herangezogen werden. Investitionen in Triebwerke können als nicht-klassische Infrastrukturanlagen bezeichnet werden, weisen aber die Eigenschaften von Core+-Anlagen auf. Die Investoren erwerben das Eigentum der Triebwerke, welche eine lange Lebensdauer haben und aufgrund der Wartung und Funktionalität sehr wertstabil sind. Die Triebwerke werden mittel- bis langfristig an Airlines und Triebwerkhersteller vermietet. Die Stabilität der Cashflows wird durch solide Gegenpar-

teien gewährleistet und das Nachfrage-Risiko über die Laufzeit an den Mieter ausgelagert, womit für den Vermieter keine Auslastungsrisiken bestehen. Oft wird auch die Wartung an den Mieter ausgelagert, respektive delegiert. Nach Ablauf der Mietvertragsdauer werden die Mietverträge oft mit den gleichen Mietern erneuert oder es wird frühzeitig eine neue Mietpartei gesucht. Ein solcher "Assetpool" ist in zweierlei Hinsicht diversifiziert: Zum einen sind es viele verschiedene Mieter auf unterschiedlichen Kontinenten und zum anderen sind unterschiedliche Triebwerkstypen im Portfolio. Der Fokus bei der Portfoliozusammensetzung liegt neben soliden Gegenparteien auf der Auswahl der richtigen Triebwerke, welche im Markt eine zentrale und grosse Nachfrage geniessen. Solche Investitionen werden oft als Joint-Venture mit einem Produzenten und Wartungsspezialisten aufgesetzt. Solche "Assetpools" bauen auf einem partnerschaftlichen Gedanken zwischen dem Assetmanager und dem Industriepartner, wobei die Gleichschaltung der Interessen ein zentrales Element in der Ausgestaltung der Partnerschaft ist.

### **Investitionen im Bereich Versorgung / Entsorgung**

Im Bereich der Versorgung und Entsorgung kann ein Wasserverteilnetz oder eine Stromproduktion als klassische Core-Anlage angesehen werden. Der WACC ist staatlich reguliert und die Anlagen operieren unter einem natürlichen Monopol. Die Nachfrage ist meist wenig zyklisch, respektive die BIP-Sensitivität relativ gering.

Alternativ kann eine Investition in ein Entsorgungsunternehmen eine Core+- oder Value-add-Strategie verfolgen. Dabei bestehen teilweise langfristige Abnahmeverträge mit Kommunen, Städten und Bauunternehmen zur Entsorgung von Abfall und Bauschutt. Eine solche Investition ist im



Gegensatz zum Wasserverteilungsnetz privatwirtschaftlich geprägt, da keine regulierten Renditen staatlich garantiert sind.

Erstere Investition trägt primär ein regulatorisches Risiko. Als negatives Beispiel kann die Vergütungsanpassung in England durch den Regulator (Ofwat) herangezogen werden. In diesem Fall wurde die WACC-Vergütung durch Ofwat, den Regulator des Wassersektors in England und Wales, nach unten angepasst. So wurde die regulierte Rendite im 2019 auf knapp unter 3% gesenkt, die tiefste Rendite seit der Privatisierung vieler Wasserversorgungen in den 80er-Jahren. Dass die Regulierung ein wesentliches Risiko darstellt, vor allem auch in der Wahrnehmung der Anleger, zeigt sich auch in einer kürzlich veröffentlichten Umfrage. Die Umfrage bei Infrastrukturinvestoren durch *Infrastructure Investor LP Perspectives Survey 2020* hat die Regulierung als grösste Besorgnis bei Investoren identifiziert. 36% der befragten Investoren gaben an, dass das regulatorische Risiko ihre grösste Besorgnis in Bezug auf die Performance ihrer Infrastrukturinvestitionen ist.

### Impact von COVID-19

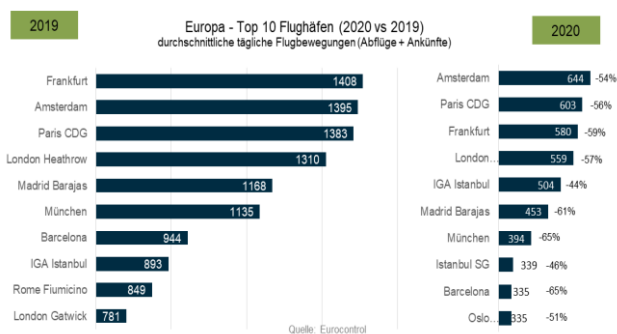
Die Diskussion um die Merkmale und Risikoprofile von Infrastrukturanlagen weist auf die Heterogenität dieser Anlageklasse hin, was sich in den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie zeigen wird. Aufgrund der Langfristigkeit von Infrastrukturanlagen sind die zugrundeliegenden Treiber, die durch die aktuelle Pandemie

verstärkt werden können, von entscheidender Bedeutung über die Werthaltigkeit und Resilienz. Der kurz- bis mittelfristige Einfluss von COVID-19 auf Infrastrukturanlagen muss nicht die langfristige Wertentwicklung widerspiegeln.

Im Fokus steht die Einnahmestruktur der zugrundeliegenden Anlagen, wobei Cashflows bei auf Verfügbarkeit basierenden Modellen weniger betroffen sind, als nachfragebasierte Infrastrukturinvestitionen. Eine Wasserversorgung als reguliertes Asset ist kaum betroffen und zeigte bereits in der Vergangenheit Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen Abschwüngen. Dies im Unterschied zu nachfrageorientierten Assets wie Flughäfen oder Mautstrassen, welche aufgrund des Einbruchs des Verkehrsaufkommens stark betroffen sind. Trotz der Widerstandsfähigkeit des Flughafensektors übte die Finanzkrise 2008 einen erheblichen Schock auf den Passagierverkehr und die Wachstumsaussichten aus. Diese Art von Schocks haben sich in der Bewertung der Flughäfen durch niedrigere Transaktionsmultiplikatoren nach 2008 niedergeschlagen. Die Flughafentransaktionen gingen im Zeitraum 2007 bis 2010 in Bezug auf Volumen und Wert aufgrund eines Mangels an Finanzierungslösungen, eine geringere Verkehrsnachfrage und Unsicherheiten hinsichtlich des Wirtschaftswachstums, zurück.

Heute ist die Situation durch den von Covid-19 verursachten Schaden weit signifikanter. Weltweit sind die Passagierzahlen im Jahr 2020 um 75% eingebrochen. Sowohl an grossen internationalen Drehkreuzen als auch an kleineren Regionalflughäfen ging das Passagieraufkommen massiv zurück. Das Repricing solcher Assets wird erst noch stattfinden, wobei sich durchaus interessante Opportunitäten ergeben können.

Wie sich die Covid-19 Pandemien auf andere Sektoren des Transportwesens auswirken, ist stark vom Subsektor sowie von



investitionen sind die zugrundeliegenden Treiber, die durch die aktuelle Pandemie



möglichen gesellschaftlichen Verhaltensänderungen abhängig. So ist im Schienenverkehr zwischen Güter- und Personenverkehr zu unterscheiden. Im Passagierverkehr brach über gewisse Zeiten dramatisch ein, sowohl im städtischen als auch im Intercityverkehr. Der Güterverkehr ist weit weniger betroffen und konnte sogar noch Boden gegenüber der Strasse gut machen. Eisenbahngüterwagons, welche langfristig an Industriebetriebe ausgemietet werden und stabile Cashflows generieren, werden auch während der Krise genutzt und transportieren unterschiedliche Güter von wenig zyklischen Rohstoffen bis hin zu zyklischen Gütern der Automobilindustrie. Der Schienengütertransport von China nach Europa konnte auch während der Krise ausgebaut werden und wuchs über einen Drittel im ersten Halbjahr 2020 an.

Im Falle des erwähnten Triebwerk-Pools ist die Qualität respektive Solvenz der Gegenparteien (Mieter) entscheidend, da die Verträge Verfügbarkeitsbasiert aufgesetzt sind, d.h. auch wenn die Airline die Triebwerke nicht benötigt, sind die Mietraten trotzdem zu entrichten. Zudem ist die Diversifikation hinsichtlich Mietern sowie Triebwerkstypen innerhalb eines Assetpools entscheidend, so waren Airlines in Asien weit weniger stark betroffen als in Europa. Zudem erholten sich die Passagierzahlen bei Kurzstreckenflügen im Vergleich zu Langstrecken relativ gut.

Durch die Krise weniger betroffen sind die Infrastrukturanlagen im Bereich der alternativen Energiegewinnung. Durch die langfristigen Abnahmeverträge bzw. Einspeisevergütungen sind diese Assets kaum von einem durch die Krise kurzfristig unter Druck geratenen Strompreis tangiert. Verzögerungen bei Bewilligung und Bau von neuen Solar- und Windparks sind aufgrund des Unterbruchs von Produktions- und Lieferketten gegeben und somit das Wachs-

tum einzelner Gesellschaften kurzfristig beeinträchtigt. Entscheidend bei Investitionen im Bereich der nachhaltigen Energiegewinnung sind langfristige Abnahmeverträge, um nicht der Strompreisentwicklung vollends ausgesetzt zu sein. Zudem zeigt sich die politische respektive regulatorische Stabilität bei Investitionen, welche durch staatliche Subventionen gefördert sind, als zentral. In Frankreich ist zum Beispiel die retroaktive Anpassung von Solar-Subventionen geplant, was die Renditen bei solchen Anlagen stark beeinträchtigen könnte.

Auch wenn es heute schwierig ist, abschliessend die genauen längerfristigen Folgen der Covid-19 Pandemie auf den Bereich Infrastruktur auszumachen, wird es kurzfristig zu Verzögerungen und zu einem gewissen Rückstau von Transaktionen kommen. Auch Transaktionen mit hohem Fremdkapitaleinsatz werden sich stärker verzögern als solche mit defensiven Kapitalstrukturen. Es wird jedoch erwartet, dass die Nachfrage nach Rekapitalisierungen ansteigen wird und es zu attraktiven Investmentopportunitäten kommt. In Bereichen der von der Pandemie stärker betroffenen Sektoren wie der Aviatik, sind bereits attraktive Investitionsopportunitäten auszumachen. Der definitive Einfluss auf die Rendite wird von vielen Faktoren abhängig sein. Per Ende 3. Quartal 2020 zeigt der Edhec Index, welcher über 300 private Infrastrukturprojekte und Firmen abbildet und eine Gesamtkapitalisierung von USD 200 Mrd. widerspiegelt eine negative Rendite von 7.8% auf Jahresbasis.

### **Infrastruktur 2021: Wo geht die Reise hin?**

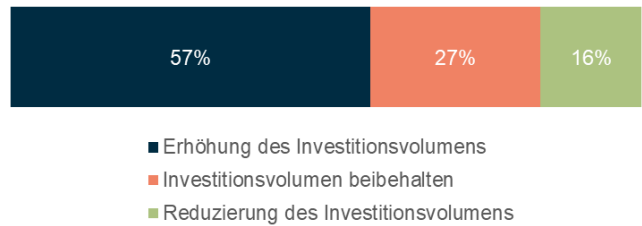


Infrastrukturanlagen sind langfristige Investitionen und bedingen dementsprechend auch einen langfristigen Anlagehorizont. Die Mehrheit der Investitionen wird sich daher erholen und es kann von einer vorübergehenden Bewertungskorrektur ausgegangen werden. Immer vorausgesetzt, dass die Qualität sowie die zugrundeliegende Nachfrage, so z.B. das Konsumentenverhalten, sich aufgrund der Krise nicht massgebend ändert. Assets, welche mit aggressiven Kapitalstrukturen ausgestattet sind, werden teilweise gezwungen sein, Refinanzierungen vorzunehmen. Dabei kann die Ausweitung von Kreditaufschlägen zu einer Verteuerung oder zu Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung führen, da speziell Bankfinanzierungen sich in der Krise als schwierig erweisen. Demgegenüber stehen die langfristigen Trends, respektive die Treiber für Infrastruktur-Investitionen, welche sich durch die COVID-19-Pandemie nicht geändert haben, teilweise sogar verstärkt. So ist der europäische Grüne Deal, ein Aktionsplan, der sich zum Ziel setzt, dass bis 2050 keine Netto-Treibhausgasemissionen mehr freigesetzt werden, ein Katalysator für viele Infrastrukturinvestitionen in den Bereichen Transport und Energie.

Der globale Investitionsbedarf in Infrastruktur ist, wie allgemein bekannt, enorm und die Finanzierung kann nicht alleine durch die öffentliche Hand stattfinden. Gerade nach einer Krise, wo die Staatsverschuldung stark ansteigt, sind Budgetrestriktionen unausweichlich. Wie McKinsey hervorhob, muss die Welt von 2016 bis 2030 jährlich 3,3 Billionen Dollar (3,8% des globalen BIP) investieren, nur um die erwarteten Wachstumsraten zu unterstützen. Wenn die derzeitige Entwicklung des Investitionsvolumens stabil bleibt, wird dieses Ziel um 350 Milliarden Dollar pro Jahr verfehlt werden. Privates Kapital von institutionellen In-

vestoren wie Pensionskassen und Versicherungen ist dafür prädestiniert, diese In-

Planen Sie in den nächsten 12 Monaten eine Erhöhung Ihrer Investitionen / Kapitalzusagen in Infrastrukturanlagen



Quelle: IPE Research survey data, Survey June - August 2020

vestitionslücke zu füllen.

Seit der Finanzkrise haben wir weiterhin rekordtiefe Zinssätze und – was noch wichtiger ist – die Erwartung, dass die Zinssätze bis weit in die Zukunft auf niedrigem Niveau bleiben werden. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten, die wirtschaftlichen Aussichten und die jüngste politische Instabilität haben möglicherweise auch die Nachfrage nach Vermögenswerten mit stabilen und vorhersehbaren Renditen, wie z.B. Infrastruktur, erhöht.

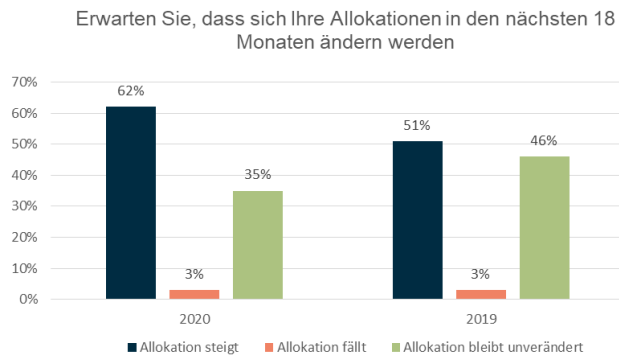
Auch die langfristigen demografischen Trends und der zunehmende Wohlstand werden den Ruf nach einer modernen Infrastruktur nur noch verstärken. Erhöhter Bedarf an sozialer Infrastruktur und der weitere Ausbau von Strassen-, Schienen- und Luftverkehr sind nur logische Ableitungen davon. Besondere Bedeutung wird dem Bereich Energie zugemessen. Der Klimawandel und die von der Politik beschlossenen Massnahmen unterstützen den weiteren Ausbau erneuerbarer Energien. Gemäss dem Urteil der IEA (International Energy Agency) werden die Erneuerbaren im Jahr 2040 rund 40% der Stromerzeugung ausmachen, derzeit beträgt dieser Wert 24%. Der Anteil fossiler Brennstoffe fällt von derzeit zwei Dritteln auf gut die Hälfte. Es ist nicht zuletzt diesen «Mega» Treibern geschuldet, dass Infrastruktur als



Anlage eine immer wichtigere Rolle einnimmt. Diese Entwicklung wird den Druck auf die Renditen noch verschärfen und die Preise für Core und Non-core Infrastrukturanlagen weiter ansteigen lassen.

### Infrastruktur als Portfolio-Bestandteil

Es kann konstatiert werden, dass sich die Diversifikationseigenschaften von Infrastrukturanlagen in einem institutionellen Portfolio bewährt haben. So zeigt auch eine aktuelle Befragung von *Infrastructure Investor* die allgemeine Zufriedenheit institutioneller Investoren mit den Ergebnissen aus deren Allokation in Infrastrukturinvestitionen.



Quelle: IPE Research survey data, Survey June - August 2020

Auch in Zukunft wird diese Anlageklasse ein wichtiger Pfeiler in der Cashflow-Erwirtschaftung institutionellen Anleger sein.

Bei der Evaluation von Infrastrukturinvestitionen sind verschiedene wichtige Faktoren zu beachten:

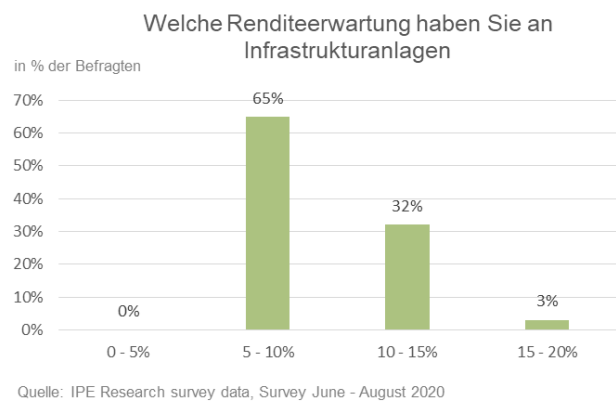
### Risiko-Profil

Investoren sollten ihre Anforderungen respektive Erwartungen an Infrastrukturinvestitionen definieren und entsprechen in die Evaluation einfließen lassen. So können günstig erscheinende Anlagen sich aufgrund der aktuellen Unsicherheit als „Value trap“ erweisen und die aktuell stark umworbenen Investitionen wie z.B. im Bereich der erneuerbaren Energien zu teuer sein und

ein schlechtes Risiko-Rendite-Profil aufweisen.

### Diversifikation

Investitionen in Infrastrukturanlagen sollten hinsichtlich der Sektoren sowie der Anlagen ausreichend diversifiziert sein. Neben diesen beiden Faktoren sollte in verschiedene Manager, Regionen und Vintage Jahren investiert werden. Denn Infrastrukturanlagen haben einen langen Lebenszyklus sowie Anlagehorizont und können durch regulatorische und strukturelle Änderungen beeinflusst werden.



### Leverage – Fremdkapitaleinsatz

Fremdkapital sollte mit Mass bei Infrastrukturanlagen eingesetzt werden. Erhöhter Fremdkapitaleinsatz mag tragbar sein, sofern ein Investitionsprojekt nachhaltige und stabile Cashflows generiert, d.h. auch in Krisenzeiten ihren Fremdkapitalverpflichtungen nachkommen kann.

### Übereinstimmung

Die Gleichschaltung der Interessen zwischen den Investoren und dem Manager ist von zentraler Bedeutung und sollte bei der Due Diligence und bei der Überwachung adressiert werden. Ein Manager sollte z.B. nicht aufgrund von falschen Anreizen transaktionsgetrieben agieren, so zum Beispiel, dass er beim Abschluss von Investitionen viel verdient und nicht das langfristige Ergebnis der Investition im Vordergrund steht.





## Liquidität

Investitionen in Real Assets, u.a. auch Infrastrukturanlagen sind grundsätzlich illiquid, unabhängig der Struktur, mit welcher investiert wird. Bei Marktverwerfungen und oder zu vielen Rücknahmen von Investoren, werden auch vermeintlich liquide Open-End Strukturen illiquide, da sie Rücknahmen aussetzen können. Die Illiquidität von Real Assets sollte auch durch eine entsprechende Prämie vergütet werden.

## Core- vs. Value-add Anlagen

Infrastrukturanlagen unterscheiden sich auch in Bezug auf die Wertgenerierung. Es ist zu unterscheiden zwischen Anlagen mit zuverlässigen und stabilen Cashflows und Investitionen die auf Wachstum und Wertsteigerung über den Exit fokussieren.

## Fazit

Investoren in Infrastrukturanlagen sollten sich bei Ihren Anlagen ausreichend diversifizieren. Eine Streuung in Bezug auf die Infrastruktursektoren, die geographische Allokation sowie die Art der Investitionen im Bereich Core, Core+ und Value add ist empfehlenswert. Dabei scheint auch ein guter Mix unterschiedlicher Assetmanager ratsam, die sich auf unterschiedliche Transaktionsgrößen und geographische Regionen und Sektoren spezialisiert haben. Die Einhaltung der klassischen Definition von Infrastrukturanlagen darf nicht im Vordergrund stehen. Vielmehr sind die Rendite-Risiko-Eigenschaften massgebend, wobei die Cashflow-Komponente ein wichtiger Faktor darstellt.





---

**Marc Moser**

Head Infrastructure Client Relations



---

**Walter Knüsli**

Infrastructure Client Relations

Mehr erfahren: [www.reichmuthco.ch/infra](http://www.reichmuthco.ch/infra)

