



Tim Büttner, Redakteur, portfolio institutionell, Ausgabe 08/2019

Eine Infrastruktur aus Aktien

Von *Tim Büttner*

Infrastruktur in liquider Form oder Wertpapiere mit Infrastrukturfokus – der Name des Segments Listed Infrastructure lässt diesbezüglich einigen Interpretationsspielraum offen. Investoren erhoffen sich von einem Investment eine Partizipation an der langfristigen Infrastrukturstory, sollten jedoch primär mit Aktien- und Fixed-Income-Risiken rechnen. Eine defensivere, krisenfestere Ausrichtung lässt sich gleichwohl erwarten.

Die Anlageklasse Infrastruktur lockt mit stabilen Cashflows und langen Anlagezeiträumen – ideal, um Liabilities zu matchen. Zudem gibt es einen enormen privaten Investitionsbedarf, welcher sich durch fehlende staatliche Bereitschaft ergibt, die Investitionen selbst zu stemmen. Als Stärke des Infrastruktursegments lässt sich zudem die zentrale Bedeutung von Infrastruktur ausmachen: „Es gibt einen gesellschaftlichen Konsens, dass Infrastruktur das Backbone unserer Gesellschaft und notwendig für das Funktionieren unserer Volkswirtschaft ist“, so Michael Gollits von der Vermögensverwaltung von der Heydt & Co. Dies gilt ebenso für das neuere Thema einer ökologischen Transformation – man denke an Ladestationen für E-Autos und dezentrale Stromnetze – wie auch für klassische Infrastruktur wie Straßen, Schienen und Telekommunikationsnetze.

Von Nachteil bei den illiquiden privaten Infrastrukturinvestments ist mitunter, dass das Kapital lange fest gebunden ist. Einen liquiden Zugang zu Infrastruktur und somit auch Partizipation an der Wachstumsstory verspricht deshalb gelistete Infrastruktur. Über Aktien und Anleihen von Betreibergesellschaften lässt sich in Flughäfen, Öl- und Gaspipelines, Häfen, Schienen-, Daten- und Telekommunikationsnetze und vieles mehr investieren. Allerdings wird

man – so viel ist klar – dann auch mit aktien- und anlehenspezifischen Risiken und Werttreibern operieren, was einen von einem klassischen Infrastrukturinvestment fortführt. So stellt sich die Frage, welche Rolle diese Papiere in Portfolien institutioneller Investoren spielen können. Hält der Name Infrastruktur im Titel, was er verspricht?

Ganz wichtig ist zunächst, einzugrenzen, was mit Infrastruktur gemeint ist. Denn: „Investoren investieren in eine Anlageklasse ja gerade, weil die entsprechenden Assets bestimmte Charakteristika aufweisen. Wenn manche spezialisierte Anbieter nun Unternehmen mit sehr indirektem Infrastrukturbezug beimischen und behaupten, sie können damit das gleiche Auszahlungsprofil wie mit Infrastruktur im engeren Sinne erreichen, machen sie sich eigentlich selbst überflüssig“, wundert sich Michel Degosciu, Geschäftsführer beim aufgelisteten Alternatives spezialisierten Index-Anbieter LPX. LPX habe ein enges Verständnis von Infrastruktur als Basisinfrastruktur entwickelt, welches Grundlage für deren Indexfamilie bildet. Zentrale Unterscheidung zur Selektion ist dabei, ob das betreffende Unternehmen tatsächlich Betreiber der Infrastruktur ist oder diese Infrastruktur nur nutzt. „Deshalb sehe ich Solarparks nicht als Infrastrukturinvestment. Denn diese sind stark abhängig von den Strommärkten und somit größeren Schwankungen ausgesetzt.“

Christian Riemann, Fondsmanager des Ve-Ri Listed Infrastructure von La Française, nutzt das von LPX erstellte Anlageuniversum. „Wir kaufen die Aktien von Flughafenbetreibern, nicht die von Fluggesellschaften, weil letztere unter deutlich mehr Konkurrenzdruck stehen. Bei Basisinfrastruktur sind die Markteintrittsbarrieren deutlich höher.“ Aus gleichem Grund investiere der Fonds in Pipelines, Elektrizitäts-, Straßen- und Schienennetze und Kabelnetzwerke und

Sendetürme, aber nicht in die Energieproduktion und Förderung, Leasing-Gesellschaften, Straßenbauunternehmen und Telekommunikationsdienstleister.

Partizipation am Zukunftsthema Infrastruktur

Eine wichtige Kennzahl, die Degosciu auch für den von LPX angebotenen Fonds verwendet, ist die des Umsatzanteils, welcher aus der Basisinfrastruktur generiert wird, auch Monopolgrad genannt. 50 Prozent braucht es, um in das Anlageuniversum zu kommen, bei zwei Drittel des Indizes liegt dieser über 80 Prozent. Der von La Française gemanagte Aktienfonds kommt aktuell auf einen durchschnittlichen Umsatzanteil von 89 Prozent. „Bei Flughäfen gibt es sehr stetige Cashflows, die aus Start- und Landerechten generiert werden können, die für uns interessant sind. Darüber hinaus machen Flughäfen aber auch Geschäfte aus Vermietungen, mit Duty-Free-Shops und ähnlichem“, gibt er ein Beispiel für eine solche Betrachtung. Der Market Cap von gelisteten Basisinfrastrukturunternehmen liege bei zwei Billionen Euro. Aktieninvestoren haben somit ein größeres Universum als das von auf private Märkte spezialisierten geschlossenen Fonds. „Die meisten Infrastrukturunternehmen sind also an der Börse. Es braucht also nicht unbedingt private Märkte, um sich Zugang zum Segment zu verschaffen.“ Dabei lassen sich fast ausschließlich Brownfieldprojekte erschließen, da es sich um etablierte Unternehmen handelt. „Greenfield ist oft nicht börsennotiert.“

„Für Investoren ist gelistete Infrastruktur eine Möglichkeit, am Zukunftsthema Infrastruktur zu partizipieren und gleichzeitig flexibel zu bleiben“, so auch Riemann. Großer Vorteil sei, dass das Kapital nicht langfristig wie in illiquiden Infrastrukturfonds gebunden ist, sondern prinzipiell täglich abgezogen werden kann. Allerdings entfallen so natürlich Werttreiber wie Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien, stattdessen kauft sich der Investor Aktienrisiken ein, welche durch den Anlageprozess reduziert werden sollen. Nach einer Reduktion auf das eingeschränkte Anlageuniversum wendet La Française einen rein quantitativen, auf den Faktoren Quality, Value, Trendstabilität und Volatilität beruhenden Ansatz an, um 30 Aktien gleichgewichtet zu selektieren. Auch ESG fließt mit zehn Prozent in die Bewertung ein, wobei allerdings ein starker Fokus auf Governance liegt. Eine qualitative Selektion hinsichtlich ESG-Kriterien bleibt im rein systematischen Ansatz aus. Angesichts von Assets mit sehr unterschiedlichen Profilen – wenig umweltfreundlichen und daher mit politischen Risiken behaftete Öl- und Gaspipelines und Flughäfen auf der einen, Schienennetze und der für den Ausbau von Erneuerbaren wichtigen Energieverteilung auf der anderen Seite – dürfte diese Selektion bei den extrem langfristigen Anlagezeiträumen der Betreibergesellschaften zunehmend wichtiger werden. Der Vergleich mit der Benchmark NMX Composite unterstützt die Argumente des Anlageprozesses. So konnte seit Auflage 2014 gegenüber dem rund 8,6 Prozent rentierenden NMX Infrastructure Composite eine jährliche Outperformance von rund 1,8 Prozent nach Kosten erzielt werden. Hervorzuheben ist, dass auch im schlechten Aktienjahr 2018 ein knapp positives Ergebnis zu

Buche stand. Der Name „Infrastruktur“ im Titel des Fonds lässt sich durch die starke Einschränkung auf die Betreibergesellschaften von Kerninfrastruktur rechtfertigen. „Die Annahme ist, dass sich das Geschäftsmodell von Infrastrukturgesellschaften nicht ändert, nur weil diese an der Börse gelistet sind“, so Riemann.

Riemann beobachtet, dass Investoren gelistete Infrastruktur als Baustein für das Aktienportfolio hinzunehmen. „Investoren interessiert neben dem attraktiven Rendite-Risiko-Profil vor allem die geringe Korrelation zu breiten Aktienindizes. Gelistete Infrastruktur kann so als Satelliteninvestment eingesetzt werden und wirkt diversifizierend.“ Gegenüber dem in Euro nominierten S&P 500 hat der Fonds seit Beginn 2014 eine Korrelation von nur 0,15, gegenüber dem MSCI AC Asia Pacific dagegen eine etwas höhere Korrelation von 0,42. Auch in Multi-Asset-Portfolien werden Infrastrukturaktien diversifizierend beigemischt, etwa im Angebot von LGIM. Fondsmanager Martin Dietz betont dabei den langfristig stabilen Gewinnausblick, der aus den relativ konstanten Zahlungsströmen resultiert: „Innerhalb des Aktienmarktes werden diese Werte oftmals unterschätzt, denn sie sind eher defensive, in gewisser Weise ‚langweilige‘ Aktien. Innerhalb eines Multi-Asset-Portfolios füllen sie aber eine wichtige Lücke zwischen riskanten Aktien und sicheren Anleihen.“ Außerdem eigneten sie sich gut zur Diversifizierung. „Die Basis dieser Diversifizierung ist, dass Infrastruktur nicht so direkt vom Konjunkturverlauf abhängt wie andere Aktien und außerdem ein vergleichsweise hoher Anteil der Unternehmensbewertung in Realwerten investiert ist und daher eine Art Absicherung der Bewertung erzeugt.“

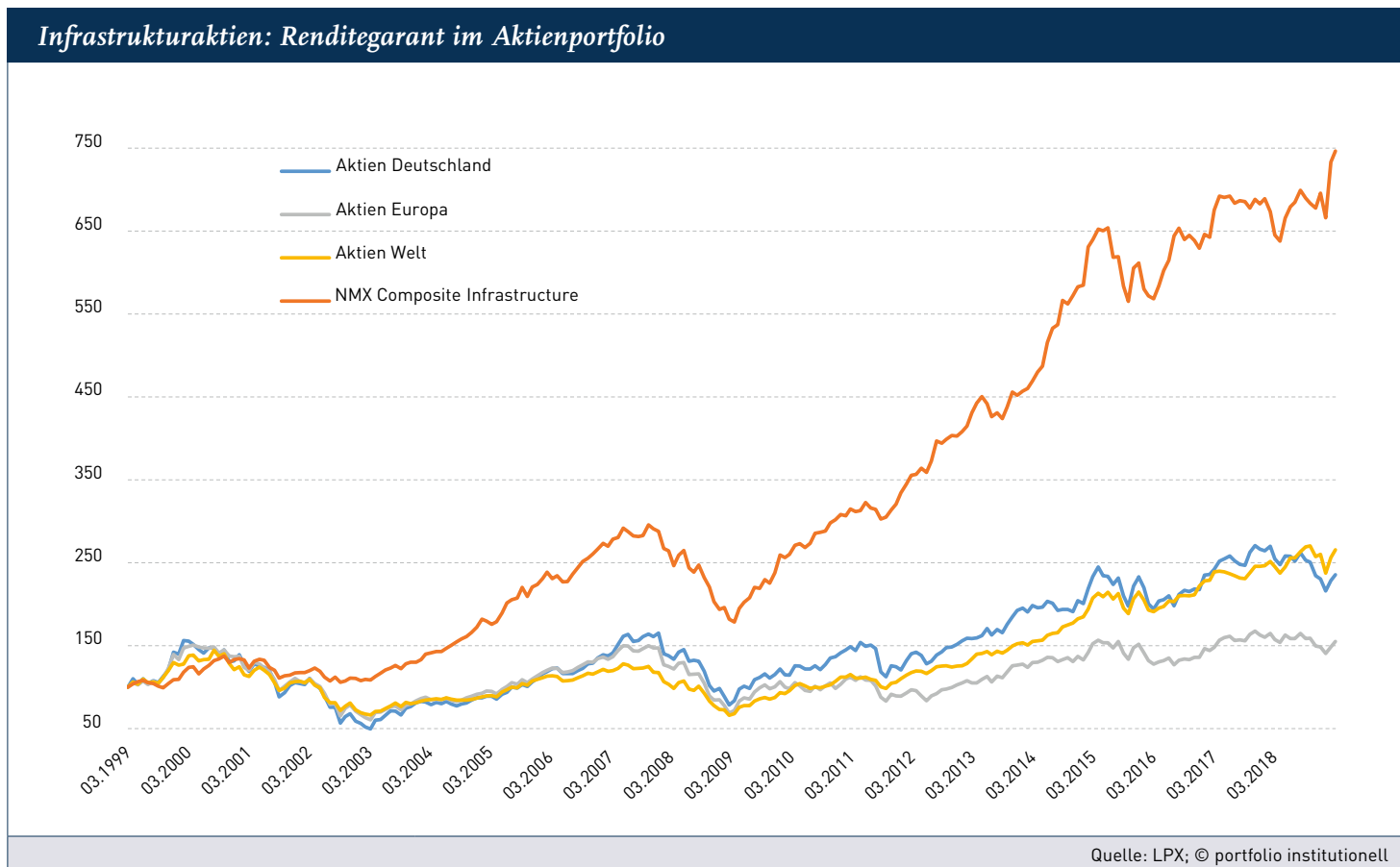
Infrastrukturaktien können also gezielt Aktien- und Multi-Asset-Portfolien diversifizieren. Dass Investoren gelistete Infrastruktur als Substitut für private Infrastrukturinvestments verwenden, sieht Riemann dagegen weniger. Für Investoren, die nach langfristigen, stabilen und berechenbaren Cashflows suchen, um ihre Verpflichtungen zu matchen und dabei oft bei privaten Infrastrukturinvestments fündig werden, dürften gelistete Infrastrukturinvestments diesen Wunsch auch nicht erfüllen. Denn dafür ist die Bandbreite der Jahresrenditen viel zu groß: Von 14,2 Prozent im ersten Jahr 2014 bis 1,3 Prozent in 2018. Denn auch Infrastrukturaktien – mögen sie auch gewisse Unterscheidungsmerkmale zum breiten Markt haben – bleiben eben Aktien, bei denen man mit gewissen Schwankungen rechnen muss.

„Fake Infra“

Genau hier haken vier Autoren des EDHEC Infrastructure Institute (EDHECInfra) ein, die genau dies und so einen Schaden für die gesamte Anlageklasse Infrastruktur befürchten, da Erwartungen an das Segment wie stabile Cashflows, Downside Protection und Diversifikation nicht erfüllt würden. Der im Oktober 2017 veröffentlichte Report des Dienstleisters, welches Benchmarkindizes für (ungelistete) Infrastrukturinvestments entwickelt, beginnt recht hochtrabend mit einem Aristoteles-Zitat: „Obwohl diese Meinungen in einer dialektischen Diskussion logisch zu folgen scheinen, scheint es doch nahe des

Wahnsinns dies zu glauben, wenn man die Fakten betrachtet. Nur zwischen dem, was richtig ist, und dem, was aus Gewohnheit richtig erscheint, sind einige Menschen so verrückt, dass sie keinen Unterschied sehen.“ Über die Haltung Aristoteles zu ETFs und Faktorprämien ist wenig überliefert. Demgegenüber geht die philosophische Forschung überwiegend davon aus, dass sich Aristoteles in seiner Schrift „Vom Werden und Vergehen“ der Erklärung des Zusammenspiels von Bewegung und Ruhe widmete und damit grundlegenden metaphysischen Fragen nachging. Den Studienautoren geht es – weit aus weniger metaphysisch – darum, die Versprechungen der Verkaufsprospekte von auf gelistete Infrastruktur ausgerichteten Investmentfonds mit der harten Realität – Aristoteles: Fakten – zu konfrontieren. Dem Titel „The rise of fake infra“ entsprechend zeichnen die Autoren kein gutes Bild: So hielten viele der angepriesenen Eigenschaften – reduzierte Volatilität, Portfoliodiversifikation, Downside Protection, prognostizierbare Returns – einer statistischen Analyse nicht stand. Die untersuchten 144 Produkte – 85 Prozent der Assets unter Management des gesamten Anlagesegments – fielen oftmals einer „fallacy of composition“ zum Opfer. Nur weil ein Teil der Investments nämlich die entsprechenden Eigenschaften aufweise, ließen sich schwerlich die Fonds als Ganzes als Infrastrukturfonds ausweisen. Dies werde jedoch – zumindest von Retailanlegern – nicht erkannt, weshalb die Reputation des Infrastruktursegments als Ganzem in Gefahr sei.

Diese Einschätzung basieren sie auf einer Analyse von aktiv und passiv gemanagten Fonds, deren Performance sie mittels eines vierteljährlich aktualisierten Proxys trackten. Die ernüchternden Ergebnisse: Dem Proxy gelingt es nicht einmal, den MSCI World zu schlagen. Auch bezüglich des maximalen Drawdowns sieht es nicht besser aus. Wichtiger Grund ist hier die sehr heterogene Zusammensetzung der Fonds: Demnach investierten die Fonds in fast 1.900 verschiedene Aktientitel, viele davon keine echten Infrastrukturunternehmen. Unter den Positionen der Fonds finden sich Titel wie Amazon, Microsoft, Walmart und Nintendo, welche nur durch Zudrücken mehrerer Augen als Infrastrukturinvestments durchgehen dürften. Dementsprechend hoch ist auch die Korrelation zu breiten Aktien-Benchmarkindizes und gering zu privaten Infrastrukturindizes. Bezüglich letzteren habe der Proxy einen Tracking Error von 20 Prozent. Zudem ließ sich die entsprechende Abweichung von Standardindizes weitestgehend durch ein einfaches Faktorenmodell erklären, bei höheren Kosten. Neue Kosten für alte Strategien, so das Fazit, können keine Lösung für Investoren sein, welche auf der Suche nach einer Möglichkeit sind, an der Infrastrukturstory teilzuhaben. Für Retailinvestoren errechnete die Studie eine durchschnittliche Total Expense Ratio von 1,9 Prozent für aktive und 0,61 Prozent für passive Fonds, welche damit deutlich über den Morningstar errechneten Durchschnittswerten von 0,75 Prozent beziehungsweise 0,17 Prozent liegen. Für institutionelle Tranchen liegen keine vergleichbaren Zahlen vor.



Dabei betonen die Autoren, dass sich Infrastruktur>Returns und Börsennotierung nicht zwangsläufig ausschließen. So gebe es eine geringe Zahl von Reits-ähnlichen Infrastruktur-Assets, welche sich auch über gelistete Infrastruktur-Assets erschließen lassen. „Diese sind jedoch recht rar und zudem in Zahl und Volumen rückläufig, da diese von der Börse genommen werden“, so Frédéric Blanc-Brude, Director des EDHEC Infrastructure Institute und Ko-Autor der Studie. Investoren empfiehlt EDHECInfra, von Anbietern Transparenz über die Portfoliozusammensetzung sowie das Benchmarken gegenüber privaten Infrastrukturindizes einzufordern, um zu gewährleisten, dass auch tatsächlich das gewünschte Risiko-Rendite-Profil und die angestrebte Diversifikation erreicht werden.

Verschiedene Investorenbedürfnisse

Einen solchen Vergleich mit privaten Infrastrukturinvestments hält Degosciu von LPX für schwierig. „Das geben schlichtweg die Daten nicht her. Im Bereich Private Equity haben wir das durchgeführt, da gab es erwartungsgemäß eine sehr hohe Korrelation zu gelisteten Private-Equity-Fonds. Aber im Bereich Infrastruktur bräuchten wir Preise der geschlossenen Fonds und aktuelle Buchwerte, welche wir nicht ermitteln können.“ Überhaupt hält er wenig von der Konkurrenzsituation, private und gelistete Infrastrukturinvestments können für ihn auch problemlos nebeneinander stehen, zumal es unterschiedliche Kundenbedürfnisse gebe: „Langfristig orientierte Stiftungen und große Versicherungen brauchen oft keine Liquidität, auch keine Scheinliquidität, diese können auch problemlos ihr Kapital langfristig binden. Aber Investoren, die ihr Kapital flexibel abrufen möchten, kommen um Aktien eigentlich nicht herum.“ Viele Investoren würden ohnehin beides machen. Ein Grund ist, dass sich so die Alternatives-Quote flexibel steuern lässt. Denn da Aktien und Anleihen stark schwanken, schwankt auch die entsprechende Quote, was kurzfristig zu ungewollten Abweichungen von der in der SAA festgelegten Quote führt. Dies lässt sich mit Infrastrukturaktien flexibel steuern. Die Herangehensweise von Investoren ist somit sehr verschieden. Manche werden dies als Ergänzung ihrer Aktienstrategie in einem Core-Satellite-Ansatz ansehen, für andere wiederum, speziell kleinere, kann dies auch eine Möglichkeit sein, sich das Infrastruktursegment zu erschließen. „Gerade wenn man als mittelgroßer Investor beginnt, eine kleine Infrastrukturquote aufzubauen, kann es über geschlossene Fonds schwierig sein, eine ausreichende Diversifizierung zu erreichen“, so Degosciu. „Denn wenn man für eine Allokation von ein bis zwei Prozent fünf bis zehn Fonds zeichnen muss, sind die Zeichnungsgrößen entsprechend klein und die Gebühren mitunter hoch.“ Über Aktien ließe sich dagegen sehr leicht und ohne große Due-Diligence-Kosten eine ausreichende Diversifikation herstellen.

Doch bringen Infrastrukturaktien alle Eigenschaften mit, welche Investoren auch im Kontext des Asset-Liability-Managements an ihnen schätzen? Zwar gebe es durchaus sehr stabile Dividendenausschüttungen von oftmals drei bis vier Prozent, welche sich durch die fehlende Konkurrenz und die gute Auslastung der Infrastruktur

ergebe, so Degosciu. Aber die für Aktien typischen Kursschwankungen sind natürlich nicht zu verschweigen. „Kein Aktuar wird ihnen das im Rahmen einer ALM-Studie als Matching genehmigen.“ Letztlich handelt es sich aus regulatorischer Sicht doch um ein Aktieninvestment. Die interne Sicht kann davon abweichen: „Manche positionieren sich intern so, dass sie dies im Rahmen der SAA als Infrastruktur einordnen. Das kommt immer sehr auf die Einzelperson an und natürlich auf die spezifischen Bedürfnisse des Investors.“

Ein Ausweg für nach stetigen Cashflows suchende Investoren könnte der Wechsel auf die Fremdkapitalseite darstellen, wobei man im High-Yield-Segment landet, um nennenswerte Renditen zu erzielen. Ovid hat sich mit einem Fonds, der von Michael Gollits von der von der Heydt & Co gemanagt wird, dem Infrastruktur-Anleihensegment verschrieben und bespielt damit ein noch spezielleres Segment. Denn während sich Infrastrukturaktien als Nischen-Anlagesegment etabliert haben, ist das Äquivalent auf der Fixed-Income-Seite rar. Dabei fährt Gollits einen sehr breiten Investmentansatz, der weit über die Basisinfrastruktur hinausgeht und mit den Schwerpunkten Energie (insbesondere Erneuerbare), Infrastrukturdienstleistungen im Bereich Immobilien und Kommunikation investiert. Ausschließlich Unternehmensanleihen sind im Fokus. „Projektbonds sind zwar prinzipiell interessant, allerdings sind hier die Markteintrittsbarrieren, insbesondere was die Mindestzeichnung angeht, höher.“ Während sich im Portfolio viele bekannte nach Infrastruktur klingende Namen finden, dürfte sich der Bezug von Netflix zu digitaler Infrastruktur doch nur indirekt erschließen – und ist somit ein Beispiel für die angesprochenen unscharfen Anlagekriterien, mit denen man im Segment Infrastruktur rechnen muss. Um einen Renditeaufschlag zu erwirtschaften, investiert der Fonds schwerpunktmäßig in High-Yield-Anleihen. „Oberstes Ziel ist eine jährliche Ausschüttung von vier Prozent nach Kosten, welche wir über Zinszahlungen sicherstellen wollen. Dafür nehmen wir auch kleinere Emissionen mit auf, über die wir eine Illiquiditätsprämie erwirtschaften können und so einen zusätzlichen Pick-up generieren können“, so Gollits. Den Fonds sieht er als Infrastrukturinvestition mit stabilen Ausschüttungen, welches sich aber vom Rendite-, weniger vom Risiko-Profil im klassischen High-Yield-Segment einordnen lässt. Auch regulatorisch muss man das Investment als liquides Investment verbuchen. „Insgesamt ist jedoch belegt, dass Infrastrukturunternehmen sowohl hinsichtlich der Ausfallraten als auch der Volatilität im Vergleichssegment günstiger dastehen. Der Fonds ist deshalb ein eher defensives Investment in das Segment.“

Gelistete Infrastruktur, so lässt sich vielleicht zusammenfassen, ermöglicht in der Tat interessante Anlagemöglichkeiten. Allerdings sollte man sich nicht vom Namen täuschen lassen und sich bewusst sein, dass man sich klassische (wenn auch eher defensive) Aktien- und Kreditrisiken ins Portfolio einkauft. Eine sorgfältige Auswahl der Portfoliounternehmen ist dabei unabdingbar, wenn das Investment etwas davon behalten soll, was Infrastruktur verspricht: Relativ beständige, von langfristigen Trends profitierende Investments, welche das Portfolio auch in krisenfesteren Zeiten stabilisieren.