

Research Update: Listed Infrastructure



1. Infrastruktursektor: Ausgangslage

Infrastrukturinvestitionen erfreuen sich bei Anlegern seit einigen Jahren hoher Beliebtheit, sodass manche Investoren zum Teil schon von einer eigenständigen Anlageklasse reden. Gleichwohl ist das Spektrum an fungiblen Assets noch sehr heterogen ausgeprägt. Verschiedene Trends lassen jedoch einen weiter anhaltenden Boom im Infrastruktursektor erwarten.

Im Zuge der internationalen Finanzkrise ist die öffentliche Verschuldung in vielen Volkswirtschaften rasant gestiegen. Viele Regierungen sehen sich daher zu schmerzhaften Einschnitten bei den Staatsausgaben im Zuge der Konsolidierung ihrer Haushalte gezwungen. Gleichzeitig besteht jedoch in Bezug auf die (öffentliche) Infrastruktur ein hoher Bedarf an Reinvestitionen, in Emerging Markets sogar an Erweiterungsinvestitionen.

So schätzt die OECD die jährlich erforderlichen Investitionen in den Bereichen Telekommunikation, Elektrizität und Verkehr in den OECD-Ländern bis zum Jahr 2030 auf **2,5% des Weltbruttosozialproduktes**. Die Mittel hierfür müssten angesichts der knappen öffentlichen Kassen jedoch auch vom privaten Sektor bereitgestellt werden. Für private Investoren wie Versicherer und Pensionskassen eröffnen sich dadurch Einstiegsmöglichkeiten in den Infrastruktursektor, etwa im Zuge von Privatisierungen oder Public-Private-Partnership-Projekten.

Die Wirtschaftsentwicklung in Europa wird in den nächsten Jahren voraussichtlich durch mäßige Wachstumsraten sowie – angesichts der Staatsschulden- und Bankenproblematik – durch hohe Unsicherheit gekennzeichnet sein. Auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten, die nicht nur relativ hohe Renditen, sondern auch vergleichsweise hohe Investitionssicherheit versprechen, geraten daher „neue Asset-Klassen“ verstärkt in den Blickwinkel der Investoren, so etwa Investments in Infrastrukturprojekte.¹

2. Definition und Klassifizierung von Infrastrukturinvestments

Die Beantwortung der Frage, ob Infrastruktur den Anlegererwartungen gerecht werden kann, setzt voraus, dass klar ist, was unter Infrastruktur überhaupt zu verstehen ist. Je nachdem, ob der Begriff eng oder weit definiert wird, fallen die Besonderheiten von Infrastruktur als Investmentmöglichkeit anders aus.

Häufig wird eine enge Begriffsabgrenzung gewählt, die sich auf die wirtschaftliche Infrastruktur in Form der **Verkehrs-, Kommunikations-, Energieinfrastruktur und Ver- und Entsorgungseinrichtungen** beschränkt. Weiter gefasste Begriffsdefinitionen berücksichtigen darüber hinaus die **soziale Infrastruktur**, also etwa Einrichtungen des Bildungs-, Gesundheits- und Justizwesens, sowie die **institutionelle Infrastruktur**, beispielsweise die Rechts-, Wirtschafts- und Sozialordnung.

¹ Vgl. Dr. Thomas Beyerle, Dr. Oliver Voß (IVG, 2011): Investitionen in Infrastruktur.

Research Update: Listed Infrastructure

Klassifizierung und Beispiele von Infrastrukturinvestments

Verkehr

- Straßennetz
- Tunnel
- Brücken
- Schienennetz und Bahnhöfe
- Flughäfen
- See- und Binnenhäfen
- Kanäle
- Öffentliche Verkehrsmittel

Energie

- Elektrizitätsversorgung
- Gas- und Öl-Netze bzw. -speicher
- Erneuerbare Energien
- Tankstellensystem

Ver- und Entsorgung

- Wasserversorgung (u.a. Trinkwasser)
- Wasserentsorgung (Klärwerke, Kanäle)
- Abfallentsorgung (Müllabfuhr, -deponie)
- Wertstoffverwertung

Kommunikation

- Kabelnetz
- Mobilfunknetz
- Rundfunk
- Postdienste

Soziales

- Gesundheitswesen (z.B. Krankenhäuser)
- Bildungseinrichtungen (z.B. Schulen, Kindergärten)
- Verwaltung, Sicherheit und Justizwesen (z.B. Gefängnisse)
- Freizeit- und Kultureinrichtungen

Institutionelles

- Rechtsordnung
- Wirtschaftsordnung
- Sozialordnung

Quelle: Eigene Darstellung (The Value Group); Dr. Thomas Beyerle, Dr. Oliver Voß (IVG, 2011): Investitionen in Infrastruktur.

Traditionell wurde die Bereitstellung von Infrastrukturgütern in vielen Ländern als vorwiegend öffentliche Aufgabe angesehen. Seit den achtziger Jahren hat die Bedeutung privater Anbieter und Investitionen im Bereich Infrastruktur durch die fortschreitende Deregulierung und Privatisierung jedoch sukzessive zugenommen.²

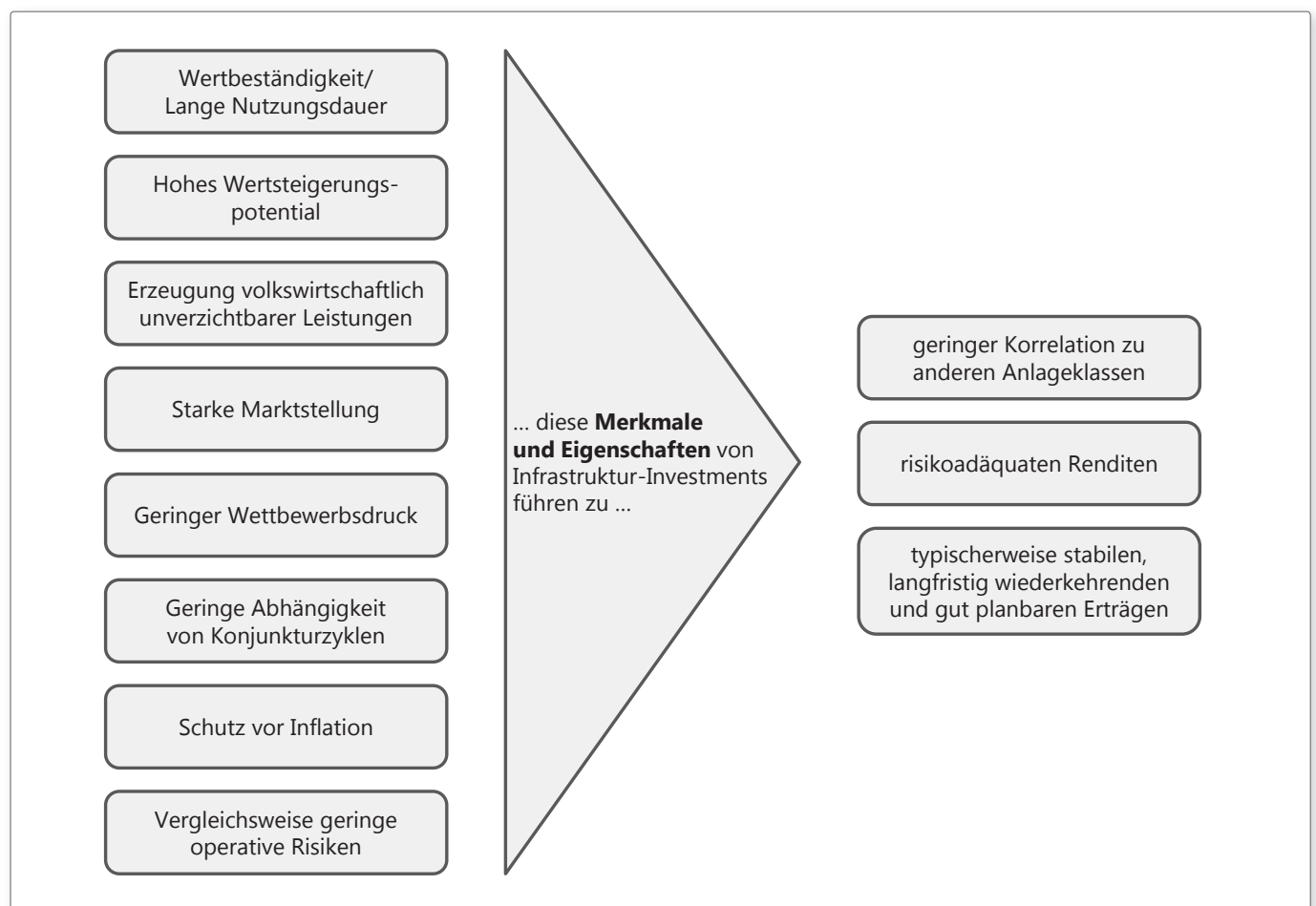
Zusammenfassend kann man also Infrastrukturinvestments als Investitionen in monopolartige, die wirtschaftliche Basis aufrechterhaltende oder verbessernde und zudem systemrelevante Investitionsobjekte (Unternehmen, Projekte) in den Sektoren Verkehr, Energie/Versorger, Kommunikation und Soziales/Institutionelles betrachten, die sich durch die **Langfristigkeit der Investitionen, geringe Korrelationen zu anderen Assetklassen** sowie **sichere und planbare Cash flows** auszeichnen.³

² Vgl. Dr. Thomas Beyerle, Dr. Oliver Voß (IVG, 2011): Investitionen in Infrastruktur.

³ Vgl. Research Center for Financial Services Steinbeis Hochschule Berlin (2012): Infrastrukturinvestments in Europa; Infrastrukturinvestments bei institutionellen Investoren.

3. Besonderheiten, Eigenschaften, Vorteile und Risiken von Infrastruktur-Investments

Die **Vorteile** von Infrastruktur-Investments lassen sich direkt aus deren **Merkmale und Eigenschaften** ableiten:



Quelle: Eigene Darstellung (The Value Group); KGAL (2007): Europäische Infrastruktur-Investments.

Die vorgenannten Charakteristika von Infrastruktur-Investments generieren daher typischerweise **stabile, langfristig wiederkehrende und gut planbare Erträge**, häufig eher **niedrige Risiken** (risikoadäquate Renditen) und **korrelieren dabei schwach mit anderen Anlageklassen**.⁴

⁴ Vgl. KGAL (2007): Europäische Infrastruktur-Investments.

Research Update: Listed Infrastructure

Bei Betrachtung der **Risiken** muss zwischen Investments in bestehende Anlagen und neue Projektentwicklungen unterschieden werden. Während bestehende Anlagen („**Brownfields**“) regelmäßige, kalkulierbare Cashflows abwerfen, sind Projektentwicklungen („**Greenfields**“) mit höheren Risiken, aber zugleich bedeutenderem Wertsteigerungspotenzial verbunden. Brownfields eignen sich somit tendenziell – auch aufgrund der Langlebigkeit von Infrastrukturgütern – für Anleger, die Wert auf relativ kalkulierbare, langfristig stabile Cashflows legen, während Greenfield-Entwicklungen risikofreudigen Investoren hohe Renditechancen bieten.⁵

Für ein Engagement im Infrastruktursektor stehen Kapitalanlegern verschiedene Wege offen:

Infrastrukturinvestitionen	Direkt	Indirekt
Nicht börsennotiert	Direktinvestitionen (PPP)	Ungelistete Infrastrukturfonds
Börsennotiert	Aktien, Anleihen	Börsennotierte Infrastrukturfonds, Indizes

Quelle: Eigene Darstellung (The Value Group); Dr. Thomas Beyerle, Dr. Oliver Voß (IVG, 2011): Investitionen in Infrastruktur.

4. Listed Infrastructure: Performanceanalysen

Kann mit Listed Infrastructure über einen längeren Zeitraum eine Outperformance gegenüber klassischen Aktientiteln erzielt werden?

Diese Frage kann nicht pauschal beantwortet werden, da zum einen die Definitionen von Infrastruktur bislang relativ uneinheitlich formuliert sind (enge und weite Definitionen, siehe Kapitel 2) und zum anderen bisher noch kein etablierter Benchmark für die noch junge Anlageklasse Infrastruktur existiert.

In einem ersten Schritt wird deshalb in der folgenden Abbildung der **UBS World Infrastructure & Utilities Index** (als Benchmarkindex für Listed Infrastructure)⁶ dem **MSCI World** (als Benchmarkindex für klassische Equities) gegenübergestellt.⁷ Der Untersuchungszeitraum für die folgende Performanceanalyse umfasst gut sechs Jahre und reicht vom 31.12.2006 bis zum 31.03.2013.

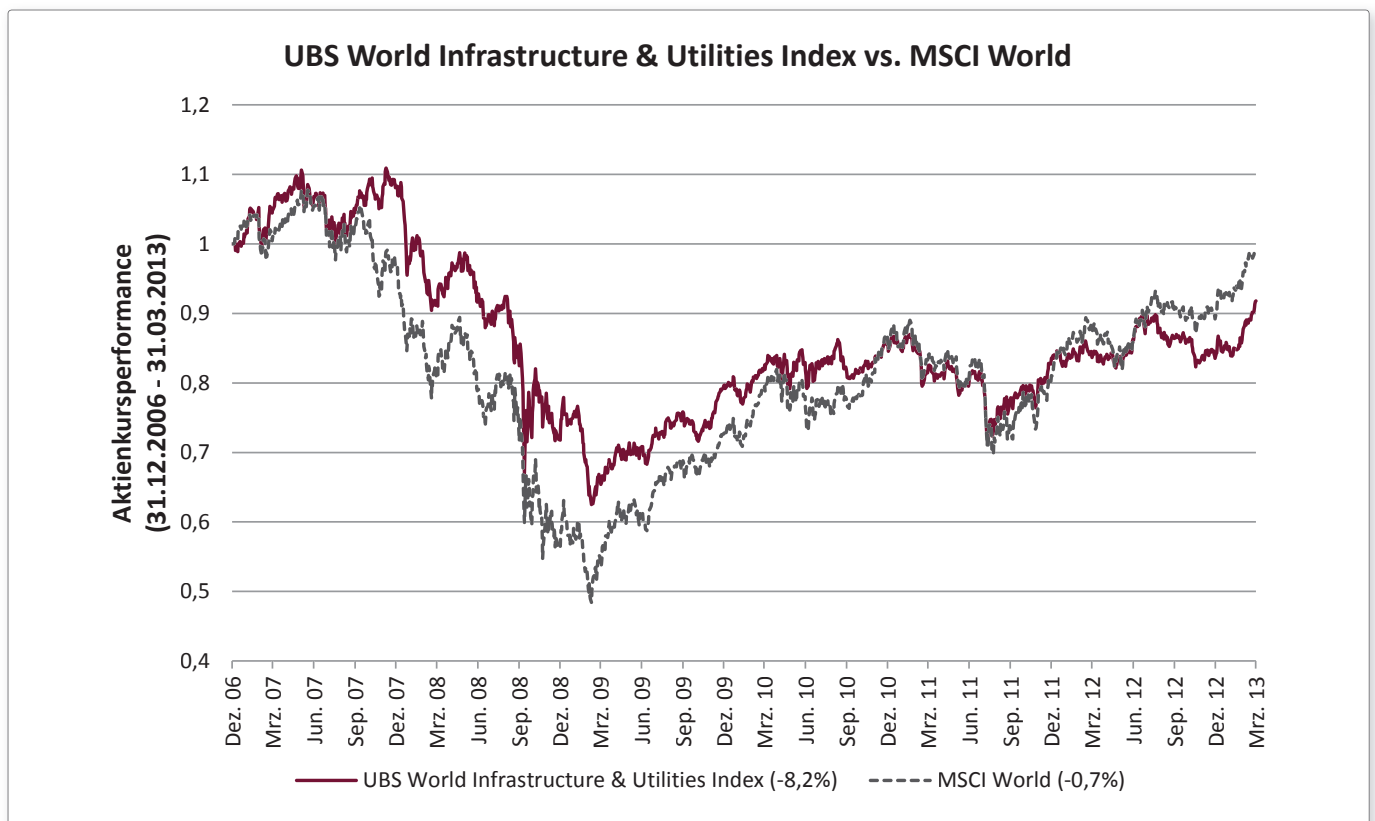
⁵ Vgl. Dr. Thomas Beyerle, Dr. Oliver Voß (IVG, 2011): Investitionen in Infrastruktur.

⁶ Die UBS Infrastructure & Utilities Indizes werden bei Studien häufig als Benchmarkindizes für Infrastrukturaktien herangezogen.

Vgl. etwa Institutional Money (2012): Infrastrukturinvestments: Vorsichtige Begeisterung.

⁷ Für beide Indizes wird an dieser Stelle der Datentyp PI (Price Index) gewählt.

Research Update: Listed Infrastructure



Quelle: The Value Group, Thomson Financial Datastream, 2013.

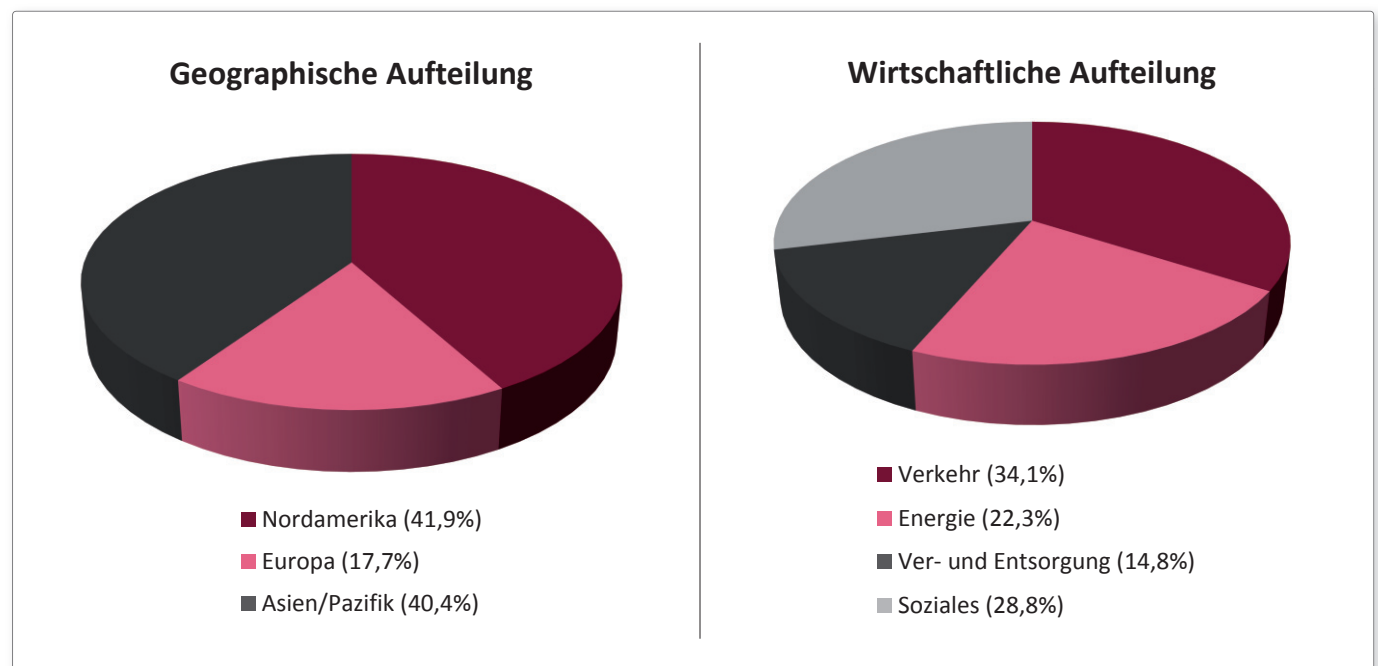
Über den gesamten Analysezeitraum zeigen klassische Equities eine minimal bessere **Performance** als Listed Infrastructure-Unternehmen (UBS World Infrastructure & Utilities Index: -8,2%; MSCI World: -0,7%). Zudem ist bei Betrachtung des obigen Performancecharts zu erkennen, dass der Infrastruktur-Index eine deutlich geringere Schwankung (geringere Volatilität und Beta) als der Equity-Index und damit auch ein **geringeres Risiko** aufweist. Diese Beobachtung korrespondiert mit den in Punkt 4 beschriebenen Besonderheiten und Eigenschaften von Infrastruktur-Investments.

Bei der Zusammenstellung und Berechnung von **Infrastruktur-Indizes und -Fonds** ergeben sich eine Vielzahl von Fragestellungen und Problemen, die in erster Linie in der heterogenen Definition von Infrastruktur begründet sind. Dies führt häufig dazu, dass durch die Aktienauswahl und Gewichtung der **tatsächliche Charakter von Infrastrukturinvestments verfälscht** wird. Als Beispiel sei der ETF von UBS auf den MSCI Europe Infrastructure genannt. Die Aktienauswahl beschränkt sich dabei fast ausschließlich auf die größten Telekommunikations- und Versorgungsunternehmen Europas. So machen diese Unternehmen über 96% des Index aus und die zehn größten Aktienpositionen des Index (Vodafone, Telefonica, National Grid, British Telecom, Deutsche Telekom, E.ON, Centrica, Vivendi, GDF Suez, Enel) vereinen über 60% der Indexgewichtung auf sich, was den tatsächlichen Charakter von Infrastruktur nicht adäquat widerspiegelt.

Research Update: Listed Infrastructure

The Value Group Research: Listed Infrastructure

Das Research-Universum der The Value Group umfasst weltweit etwa **670 Unternehmen**, die nach einer weiten Begriffsabgrenzung dem Infrastruktur-Sektor angehören. Nach Ausschluss von klassischen Telekommunikations- und Elektrizitätsversorgern verbleiben noch **265 Unternehmen** im Portfolio, die dem Bereich Kerninfrastruktur im engeren Sinne zugeordnet werden können und als besonders aussichtsreich eingestuft werden und sich somit im engeren Anlagefokus befinden. Die Bandbreite der Unternehmenswerte (Marktkapitalisierung) reicht von **unter 100 Mio. Euro bis über 20 Mrd. Euro**, bei einer durchschnittlichen Unternehmensgröße von etwa 4 Mrd. Euro und einem **Median von 1,5 Mrd. Euro** (Stand: 31.03.2013).

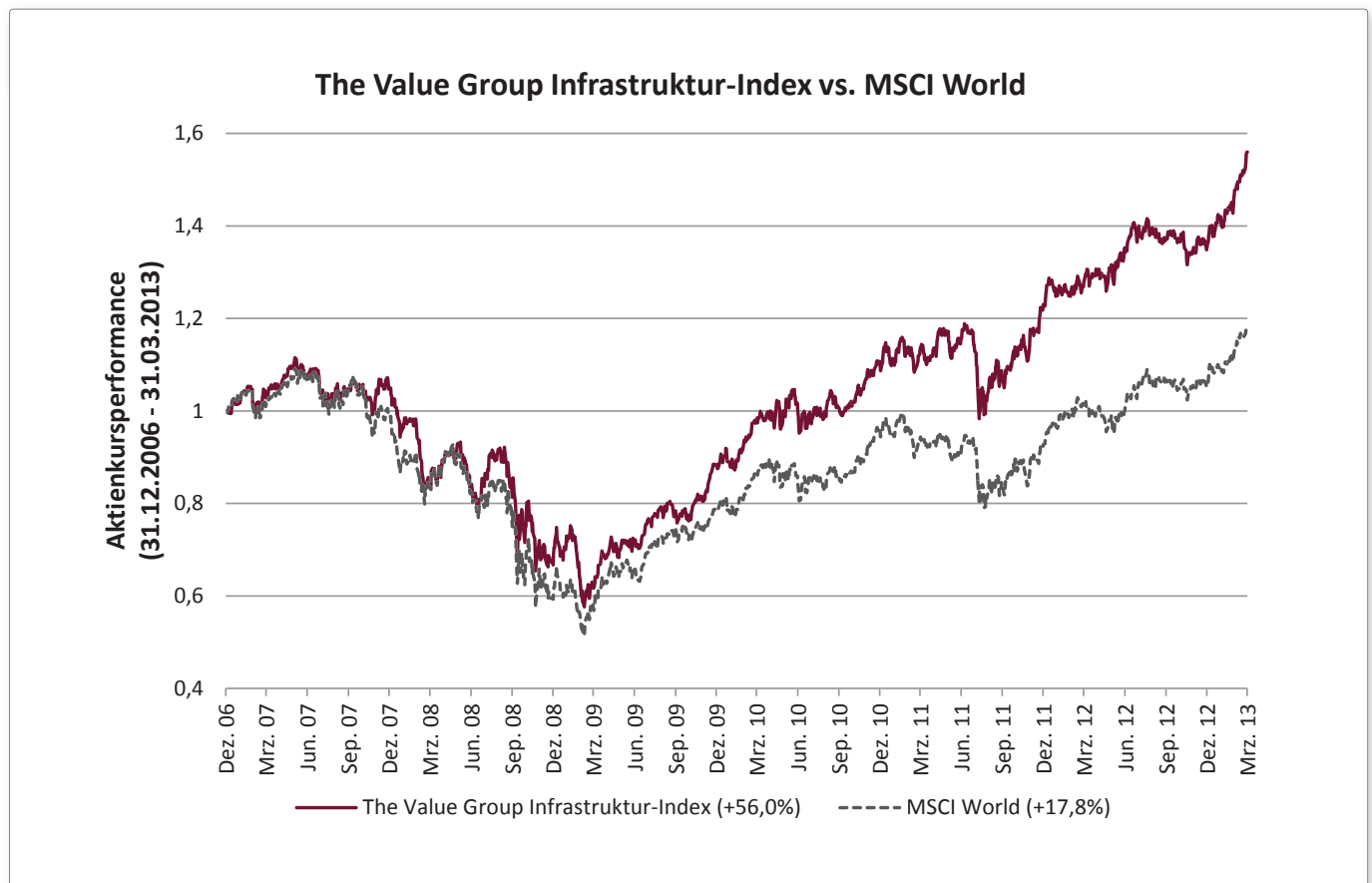


Quelle: The Value Group, Thomson Financial Datastream, 2013.

Auf die Regionen **Nordamerika** sowie **Asien/Pazifik** entfallen jeweils **gut 40%** und auf **Europa knapp 20%** der weltweiten Infrastrukturunternehmen. Die größte Anzahl an Unternehmen kann dem Sektor **Verkehr (34%)** zugeordnet werden, gefolgt von **sozialer Infrastruktur (29%)**, Energie (22%) sowie **Ver- und Entsorgung (15%)**. Der Kommunikationssektor ist bei der Auswahl der Value Group mit nur einem Unternehmen (Satellitensystem) vertreten.

Research Update: Listed Infrastructure

In der folgenden Abbildung kann der Verlauf des **The Value Group (TVG) Infrastruktur-Index** mit der Wertentwicklung des **MSCI World** verglichen werden.⁸ Der TVG Infrastruktur-Index ist marktwertgewichtet (free-float) und umfasst weltweit 265 Unternehmen, die dem Bereich Kerninfrastruktur zugeordnet werden können.



Quelle: The Value Group, Thomson Financial Datastream, 2013.

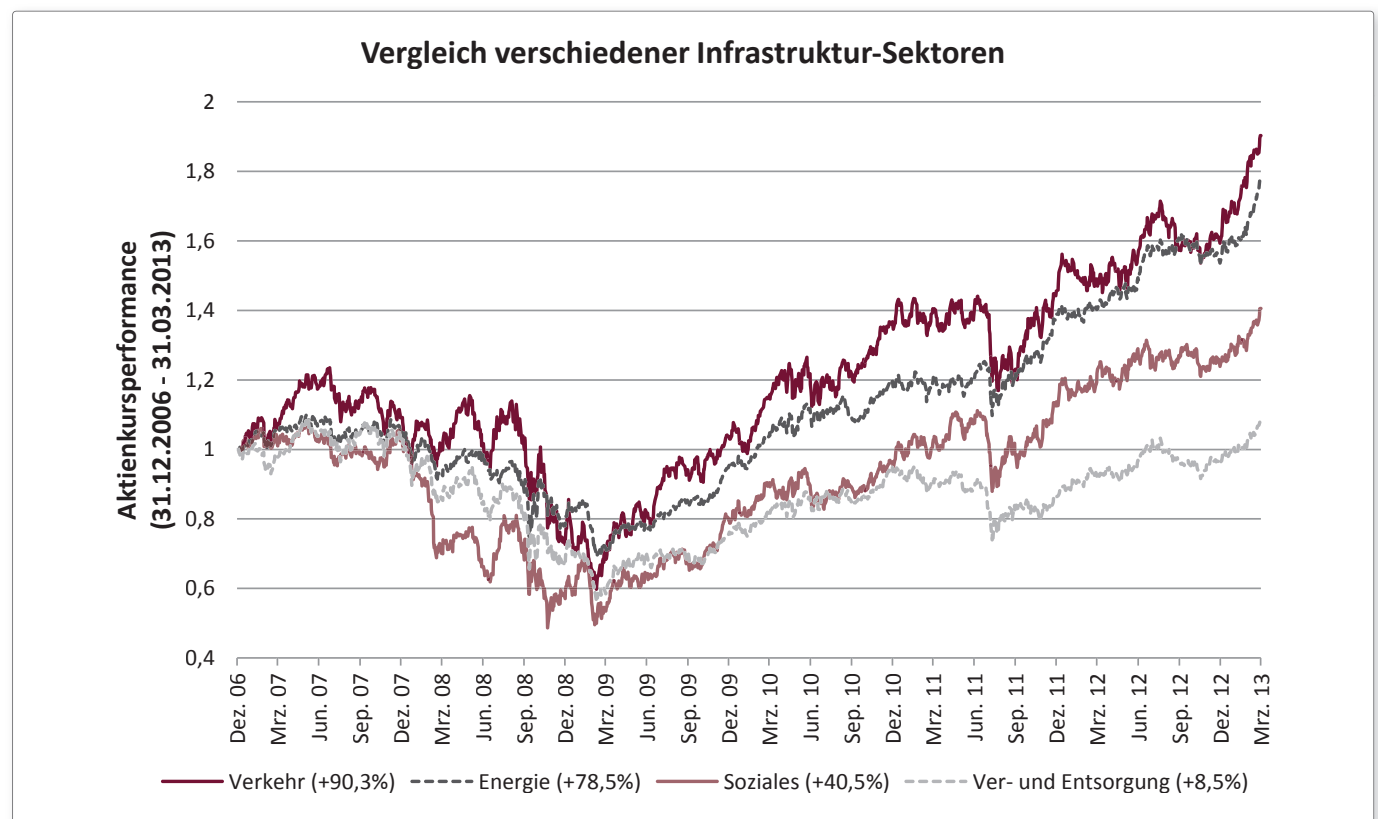
Obige Abbildung zeigt, dass durch eine **differenzierte Aktienauswahl** eine deutliche **Outperformance** generiert werden kann. Mit einem Kursplus von 56% schnitt der TVG Infrastruktur-Index klar besser ab als der MSCI World (+17,8%).

⁸ Für beide Indizes wird an dieser Stelle der Datentyp RI (Total Return Index) gewählt.

Research Update: Listed Infrastructure

Welche Kategorie von Listed Infrastructure-Unternehmen hat nun aber über einen längeren Zeitraum die beste Performance erzielt?

Zur Beantwortung dieser Frage wird in der folgenden Abbildung die Wertentwicklung von Portfolios betrachtet, die sich aus den Unternehmen der Teilsektoren Verkehr (N = 90), Energie (N = 59), soziale Infrastruktur (N = 76) sowie Ver- und Entsorgung (N = 39) zusammensetzen.



Quelle: The Value Group, Thomson Financial Datastream, 2013.

In den vergangenen sechs Jahren (31.12.2006 bis 31.03.2013) konnten die Unternehmen des **Verkehrssektors** mit einer durchschnittlichen Rendite von gut **+90%** die beste Performance erzielen.

Ebenso zeigte die Gruppe der **Energiebranche** mit **+78,5%** und der **sozialen Infrastruktur** mit **+40,5%** eine gute Wertentwicklung. Einen im Vergleich zum MSCI World (+17,8%) unterdurchschnittlichen Verlauf wiesen lediglich die Unternehmen der **Ver- und Entsorgungsbranche** (**+8,5%**) auf.

Research Update: Listed Infrastructure



5. Ausblick

Es ist davon auszugehen, dass Kerninfrastrukturanlagen dank ihrer spezifischen Charakteristika auch weiterhin eine sehr attraktive Anlage darstellen. Die hohe Visibilität bezüglich der erwarteten Gewinnentwicklung von Infrastrukturunternehmen lassen den Sektor auch in einem Umfeld makroökonomischer Unsicherheit attraktiv erscheinen. Zudem profitieren Kerninfrastrukturbetreiber aktuell insbesondere von den tiefen Realzinsen, welche auch zukünftig auf niedrigem Niveau verbleiben dürften.

Während die hohe Staatsverschuldung in zahlreichen Industrieländern zu weiteren Privatisierungen führen sollte, dürfte die anhaltende Urbanisierung in den Schwellenländern den weiteren Infrastrukturausbau fördern.

Dies sind ideale Voraussetzungen für eine Fortsetzung der kontinuierlichen Wertsteigerung.⁹

Diese positive Entwicklung spiegelt sich auch in einer Umfrage unter institutionellen Investoren wider, der zufolge in den nächsten Jahren nicht nur die Gewichtung von Infrastrukturinvestments im Portfolio, sondern auch der Anteil der Investoren deutlich steigen wird.

Während aktuell nur rund 25% der Institutionellen in Infrastruktur investierten geht auf Sicht von drei Jahren knapp die Hälfte der Befragten davon aus, Infrastrukturinvestments im Portfolio zu halten.

Der Investitionsschwerpunkt liegt auf Westeuropa und hierbei speziell Deutschland und Großbritannien.¹⁰

Nach unserer Erfahrung konzentrieren sich deutsche institutionelle Investoren für ihre Startinvestments gerne auf Europa. Gerade hier hält sich die Zahl anspruchsvoller (investierbarer) Infrastrukturprojekte aber noch in Grenzen. Das Angebot an Kapital dürfte den Bedarf an Investitionen für Infrastrukturprojekte bald übersteigen. Nicht zuletzt aus diesem Grund erwarten wir eine steigende Nachfrage institutioneller Investoren nach börsengehandelter Infrastruktur.

Kontakt

Mackewicz & Partner . Detlef Mackewicz . Amalienstraße 77 . 80799 München
Telefon +49 89 89 35 62 86 . Fax +49 89 89 35 65 79 . Mail dm@mackewicz-partner.de
www.mackewicz-partner.de

The Value Group GmbH . Dr. Claus Dürndorfer . Amalienstraße 77 . 80799 München
Telefon +49 (0)89 287 298-74 . Mail claus.duerndorfer@thevaluegroup.de
www.thevaluegroup.de

⁹ Vgl. Partners Group (2012): PG Listed Investments SICAV, Jahresbericht 2011.

¹⁰ Vgl. Research Center for Financial Services Steinbeis Hochschule Berlin (2012): Infrastrukturinvestments bei institutionellen Investoren.