

## Zur Natur von Infrastruktur



Von Patrick Eisele

Der Autor Tomáš Sedláček sucht in seinen Veröffentlichungen nach Erklärungen für die Fragilität unseres Wirtschaftssystems und nimmt die Leser dafür mit auf Zeitreisen in die uralte Welt der Mythen und Götter. Dabei beschäftigt er sich mit dem Wachstumsmythos und dem Mythos des Homo oeconomicus. Viele Mythen sind auch mit der Asset-Klasse Infrastruktur verbunden. Der portfolio-Summit zu Infrastruktur tagte zwar nicht auf dem Olymp, sondern in München, und es fanden sich auch nicht die Götter ein, aber immerhin der Asset Manager Macquarie, der Consultant Götz Hoyer und institutionelle Investoren, die insgesamt ein Anlagevolumen von über 130 Milliarden Euro präsentierten. Auf dieser Veranstaltung wurde mit einigen Infrastrukturmythen aufgeräumt und -wahrheiten gefunden. Zutage trat bei der Wahrheitsfindung unter anderem, dass es im Infrastruktur-Stakeholder-Viereck Politik, Gewerkschaften, Netzwerker und Investoren nicht um die Nutzenmaximierung des Homo oeconomicus, sondern um Nutzenoptimierung für alle Stakeholder geht. Wachstumsfantasien lassen sich aber, wie Fallbeispiele zeigten, auch mit Infrastruktur realisieren.

Eingangs präsentierte Götz Hoyer sieben Mythen und klopfte sie auf ihren Wahrheitsgehalt ab. Insbesondere analysierte Hoyer die Themen „Investitionsbedarf“, „Bewertungen in den verschiedenen Sektoren“, „Secondaries“, „Co-Investments“ und den „Exits“ von Fonds. In keiner Präsentation eines Infrastrukturfonds-Anbieters dürfte ein Hinweis auf den großen Investitionsbedarf der öffentlichen Hand fehlen. Drei oft gehörte Standardbeispiele: Das amerikanische Stromnetz, deutsche Brücken und Straßen, der Personenverkehr in England. „Häufig fehlt jedoch der politische und gesellschaftliche Wille für private Investitionen“, monierte FHP-Berater Götz Hoyer. Macht abzugeben, fällt der Politik eben schwer. Zudem, so Hoyer, sind viele Projekte kleinteilig und zählen zur Kategorie „Greenfield“. „Investitionsbedarf und Kapitalangebot kommen derzeit nicht immer zusammen“, erläuterte er.

Vielleicht sollten Investoren mehr abseits der großen Assets suchen, auch um preistreibende Auktionen zu vermeiden? Dagegen spricht, dass Assets aus den Small und Mid Markets auch größere Risiken und oftmals Private-Equity-Eigenschaften aufweisen. „Große und kleine Marktsegmente haben ihre Berechtigung“, urteilte Hoyer, der von einer Spezialisierung auf bestimmte Größen abrät: „Eine solche Fokussierung wäre ein Fehler. Die Mischung muss stimmen.“ Eine interessante Diskussion für Mitteleuropäer ist, ob die Heimat und Skandinavien wirklich das gelobte Land sind und Südeuropa die No-go-Area ist. Die von Norwegen kürzlich abgewiesene Klage der Gassled-Investoren, zu denen auch die Allianz zählt, spricht wie die mit den Breitengraden ansteigenden Bewertungen gegen diesen Mythos. „Dagegen sind in vermeintlich risikoreichen Ländern die Risiken oftmals eingepreist“, erklärte Hoyer und rät zu einer breiten Länderdiversifizierung. Allgemein waren in der Diskussion auf dem Summit die Bewertungen mit Blick auf die Infrastrukturrisiken ein kritisches Thema für Investoren.



*Ausblick nach oben:  
Wohin wächst die  
Asset-Klasse Infrastruktur?*



*Sektoren, Secondaries und Exits:  
Berater Götz Hoyer hinterfragte  
verschiedene Infrastrukturaspekte.*



*Auf dem portfolio institutionell Summit  
schloss sich ein Fachkreis zu Investments  
in Infrastruktur zusammen.*

Wer bereit ist, eine lange Duration gegen sofortige Ausschüttungen und frühe Rückzahlungen einzutauschen und dabei noch auf einen Rabatt spekuliert, könnte dazu neigen, Infrastrukturprogrammen Secondaries beizumischen. In der Praxis werden bei hoher Qualität allerdings öfter Aufschläge auf den NAV verlangt. Brownfield-Investments erlauben hingegen ebenfalls frühzeitige und attraktive Ausschüttungen. Außerdem, so Hoyer, „betrug das weltweite Transaktionsvolumen im vergangenen Jahr nur rund 500 Millionen Dollar“. Der Vorteil von Secondaries ist aus Sicht von Götz Hoyer bei Infrastruktur insbesondere im gegenwärtigen Marktumfeld begrenzt. Aus Sicht von Christian Mayert von Macquarie wird die Exit-Entwicklung aber à la Private Equity hin zum Verkauf von Fonds an Fonds gehen. „Macquarie hat schon Assets an Drittfonds verkauft, und wir werden auch einmal Assets von anderen Fonds kaufen. Exits per Börsengang oder Einkäufe per Delisting sind oft nur schwer zu realisieren.“

Aus Private Equity sind auch Co-Investments bekannt. Ein Thema, das Christian Mayert von Macquarie bei Infrastruktur für deutlich überbewertet hält. „Jeder will Co-Investments – es passiert aber nichts.“ „Cos“ passen für Mayert auch nicht unbedingt zur Unternehmenskultur eines jeden Investors: „Als das Signing anstand, musste ein Vorstand zum ersten Mal in seinem Leben sein Handy übers Wochenende anlassen.“ Kritischer sind bei Co-Investments aber Klumpenrisiken sowie der Aufbau der nötigen internen Ressourcen. Mit Blick auf „Broken Deal Costs“ ist auch der Kostenvorteil zu bezweifeln. Und was bei Einladungen zu Co-Investments immer ein ungutes Gefühl erzeugt, ist die Gefahr der negativen Selektion: Sofern Co-Investments angeboten werden, sollte es sich dabei ausschließlich um Investments handeln, die die Anlagegrenzen des Fonds überschreiten. Häufig werden die besonders großen Assets aber im Zuge von Auktionen erworben. Eine Co-Investment-Strategie kann also schnell zur Anhäufung von Beteiligungen aus teuren Bieterprozessen führen.

Ebenfalls ein ungutes Gefühl schafft die bislang geringe Datenbasis darüber, wie Infrastrukturfonds der Exit gelingt. Insbesondere seit dem vergangenen Jahr füllt sich aber die Datenbasis. Immerhin rund ein Viertel der seit 2004 erfolgten Exits gelangen laut FHP 2014 und 2015. Über die Hälfte der Assets aus Fondsbesitz sicherten sich dabei Pensionsfonds und Versicherungen für den Direktbestand. Götz Hoyer: „Seitens institutioneller Direktinvestoren besteht eine große Nachfrage nach risikominimierten Assets.“ In der Konsequenz ist die Zielrendite der Käufer in der Regel niedriger als die der Fonds.

### **Wasserversorgung: Thames Water**

Macquarie Infrastructure and Real Assets (Mira) zählt derzeit 95 Milliarden Euro Assets und 118 Infrastrukturunternehmen unter Management. Zum Portfolio gehören beispielsweise in Deutschland Techem, Open Grid Europe und der Warnow-Tunnel. Das spezifische Vorgehen beim Erwerb und dem Management von Infrastruktur-

Assets erläuterte Macquarie auf dem Infrastruktur-Summit anhand verschiedener Fallbeispiele. Ein besonders interessantes findet sich im umfangreichen britischen Portfolio: Thames Water. Wenn Macquarie sagt, dass man sich bei einem Infrastruktur-Asset immer intensiv mit allen Stakeholdern beschäftigen muss, dann gilt das insbesondere für den größten britischen Wasserversorger. Wegen der veralteten Kanalisation ist es für den Regulator einsichtig, dass über die Wasserrechnungen an die Thames-Kunden die notwendigen Sanierungsmaßnahmen partiell weitergegeben werden. Für den Regulator ist es dabei eine Herausforderung, einzuschätzen, ob eine Rendite angemessen ist. Dieses Verfahren kann sich auch etwas hinziehen, die Bescheide sind oft nur vorläufig. In seiner Meinungsbildung berücksichtigt der Regulator dann bei Thames Water auch die Entwicklungen bei Leckverlusten, Wasserqualität und Kundenzufriedenheit.

Ein neben dem Regulator und den Kunden weiterer wichtiger Stakeholder ist das Management von Thames Water. „Wir sehen es als unsere Verantwortung, das Management von Thames Water so zu fördern und zu fordern, dass sie eine Kostendeckung ihrer Kapital- und Betriebskosten erreichen“, so Hilko Schomerus von Macquarie. „Wir wollen die Manager ständig anspornen.“ Die Herausforderung bei der Beurteilung der Ambitionen des Managements liegt dabei in dessen Erfahrungsvorsprung. Infrastrukturmanager Macquarie, der seine Wurzeln in Australien hat, verweist an dieser Stelle auf die hauseigenen Spezialisten und seinen weltweiten Überblick.

### **Energieinfrastruktur: Viesgo**

Ein argwöhnisch beäugter Infrastrukturmarkt ist seit den Kürzungen der Subventionen für Renewables Spanien. Doch wo viel Misstrauen besteht, kommt es auch zu interessanten Einstiegschancen. „Bei einer heutigen Bewertung aller Umstände kann in Spanien wieder investiert werden“, erklärt Macquarie-Mann Mayert. „Viesgo wurde zu einem attraktiven Preis erworben.“ Bei Viesgo handelt es sich um ein Energieunternehmen, das Macquarie zusammen mit dem Staatsfonds von Kuwait vom Energieversorger Eon übernahm. Zugute kam den Käufern bei den Verhandlungen, dass Eon wegen der Probleme auf dem Heimatmarkt unter Verkaufsdruck stand und zudem ein Komplettpaket abstoßen musste, da Käufer sich ansonsten nur für die Netze und die Wasser- und Windkraftwerke gefunden hätten, aber niemand für die Kohle- und Gaskraftwerke. Das Käuferduo konnte dank genügender personeller Ressourcen die umfangreiche Due Diligence bewältigen und außerdem Eon das nötige Vertrauen vermitteln, dass die Transaktion auch wirklich durchgezogen wird. Macquarie blickt „sehr zufrieden“ auf diesen Deal zurück und ist ebenfalls mit den herrschenden Regulierungen zufrieden. Nun will man die Zeit – die Eon nicht hatte – nutzen, um das Energieportfolio zu gestalten und Werte zu schaffen. Eine Idee: das Hinzufügen weiterer Netze. Vergleichbar sind die Schwierigkeiten von Eon mit denen von RWE. Von diesen profitierte Macquarie bei der Übernahme eines tschechischen Gasnetzes.



*Zu Lande, zu Wasser und in der Luft:  
Christian Mayert erläuterte Maut-  
straßen, Wasserversorger und Flughäfen.*



*Dr. Bernhard Graeber  
baut das Infrastruktur-Portfolio  
der Talanx aus.*



*Dr. Thomas Friese von NSN Pension  
Trust diskutiert Zugangsmöglichkeiten  
für Infrastrukturinvestments.*



Anders als der Energieversorger hatte der Infrastrukturmanager die nötigen zeitlichen und finanziellen Ressourcen, um verschiedene Netze in Tschechien zu einem schlagkräftigeren Verbund zusammenzuschmieden.

### Verkehrsinfrastruktur: APRR und AGS Airports

Ein vieldiskutiertes Subsegment ist hierzulande die Verkehrsinfrastruktur. Attraktive Assets finden sich aber meist nur im (benachbarten) Ausland. Ein Beispiel ist APRR. Das zweitgrößte Mautunternehmen Frankreichs und das viertgrößte in Europa hat bis 2035 die Konzession, 2.308 Kilometer Mautstraßen zu betreiben. Hilko Schomerus berichtet von einem stabilen Business Case: „Die Maut und deren vertragliche Steigerungen stehen bereits fest.“ Dafür besteht jedoch eine positive Korrelation zu Inflation und Bruttosozialprodukt. Das Verkehrsaufkommen ist in den vergangenen 50 Jahren jedoch nur 2008 und 2012 gefallen.

Das gestalterische Upside-Potenzial bei diesem regulierten Asset besteht darin, dass – anders als in Deutschland – Raststätten ein Teil des Pakets sind, und in der Erhöhung der Fahrspuren. Für den Business Case spricht, dass in den vergangenen Jahren das Straßennetz kaum gewachsen ist, trotzdem aber Erlöse, Ebitda und Ebitda-Marge zulegte. Letztere lag 2014 bei stolzen 71 Prozent. Zudem sank die Verschuldung, und das Rating stieg. Bedroht wurde aber auch dieses Infrastruktur-Geschäftsmodell vom Regulator beziehungsweise durch einen Regierungswechsel hin zu den Sozialisten. Diese stimmten der Anpassung der vertraglichen Steigerungen der Mautgebühren 2015 nicht zu und planten Änderungen am Konzessionsvertrag. Mayert erklärte: „Am Ende konnten wir jedoch eine Einigung erzielen, die für beide Parteien hilfreich war. Die französischen Mautunternehmen akzeptierten ein Investment von weiteren 3,2 Milliarden Euro Capex im Austausch gegen eine Laufzeitverlängerung.“

Als weitere Fallstudie präsentierte Macquarie noch die Übernahme der drei Flughäfen in Aberdeen, Glasgow und Southampton. Bei Flughäfen liegt der Hebel weniger in der Regulierung als darin, mehr Shopping-Möglichkeiten zu schaffen oder das Kontrollpersonal effizienter einzusetzen. Auf dem Summit kam dadurch die Diskussion auf, ob es sich hierbei überhaupt noch um Infrastruktur handelt. Eine klare Definition, was Infrastruktur ist, konnte auch auf dem Summit nicht erarbeitet werden. Mindestens genauso wichtig ist aber folgende Anlagephilosophie: Die Mischung macht's.

Je älter und je größer die Infrastruktur-Portfolios, desto breiter die Mischung. Die bislang oft einseitige Ausrichtung auf Erneuerbare Energien zeigt, dass deutsche Investoren in der Regel noch ziemlich am Anfang des Aufbaus eines Infrastruktur-Portfolios stehen. Für den weiteren Aufbau bieten sich insbesondere Fonds an, da die verschiedenen Infrastruktur-Subsegmente auch unterschiedliches Know-how erfordern. Intern müssen Kapitalsammelstellen, wie auf dem Summit intensiv diskutiert wurde, dann aber auch die nötigen Controllingressourcen – also interne Infrastruktur – aufbauen.



*Hilko Schomerus von Macquarie gibt Infrastruktur-Assets neue Strukturen.*



*Kritischer Blick auf das Chancen-Risiko-Verhältnis von Infrastruktur: Stefan Kalau von BMW.*



*Weltstadt mit Herz und interessanten Beispielen für Energie-, Verkehrs- und sozialer Infrastruktur.*

## Ein stabiles Fundament fürs Portfolio



Q&A mit Thomas A. Müller, Portfolio Manager für den Europe Property Fund IV bei BlackRock

### **Diverse Studien zeigen: Immobilien stehen im Fokus des Interesses von institutionellen Investoren. Was macht Investments in Real Estate für institutionelle Anleger so attraktiv?**

Während sich die vermeintlich risikofreien Zinssätze im Fixed-Income-Bereich wohl auch langfristig in Richtung der Null-Prozentschwelle bewegen, sind die Renditen auf den Immobilienmärkten relativ stabil geblieben. Der so entstandene Yield Spread zwischen den beiden Investmentklassen hat somit konsequent die Attraktivität für Immobilien bei institutionellen Anlegern erhöht. Darüber hinaus ermöglichen Immobilien aufgrund ihrer niedrigen Korrelation zu anderen Investmentklassen eine effiziente Verbesserung des Risiko-Ertrags-Profiles eines institutionellen Portfolios.

### **Die große Nachfrage treibt die Immobilienpreise nach oben. Wie gut und schnell lassen sich die eingesammelten Gelder platzieren? Gibt es überhaupt genug Objekte mit attraktivem Rendite-Risiko-Profil?**

Aufgrund des erhöhten Interesses institutioneller Investoren bewegen sich Core- und Core-Plus-Immobilien in einigen europäischen Märkten zumindest nominal auf Höchststände zu. Europa bietet aber für Value-Add-Anleger immer noch attraktive Einstiegschancen. Die Renditespanne zwischen Core- und Non-Core-Immobilien ist heute historisch hoch, was Value-Add-Investoren erlaubt, mit gekonntem Asset Management und Entwicklungsmanagement Alpha zu kreieren, ohne auf eine Markterholung setzen zu müssen. Was nicht heißen will, dass in einigen Märkten nicht auch Potenzial für Mietwachstum besteht. Interessante und renditestarke Value-Add-Opportunitäten müssen heute jedoch mit mehr Kreativität identifiziert und erarbeitet werden. Vor allem ist lokale Expertise im Akquisitionsprozess sowie ein

starkes Netzwerk der Mitarbeiter vor Ort heute wichtiger denn je.

### **Welche Sektoren und Regionen bieten Ihres Erachtens noch großes Potenzial?**

Die aktuell größten Potenziale können vielfach in Nischenprodukten oder durch eine vollumfängliche Investitionsstrategie mit einem starken Asset-Management-Ansatz verwirklicht werden. So konzentriert sich BlackRock bei seinen Investments auf die Hauptstrategien „Repositionierung“, „Wiederaufbau“ und „Rekapitalisierung“. Entweder einzeln oder kombiniert erlauben diese Strategien eine profitable Wertschöpfung auch in vermeintlich kompetitiven Märkten. Die größten Agglomerationen in Ländern, wie Großbritannien, Frankreich, Deutschland und Skandinavien, genießen zusätzlich aktuell einen demografischen Zuzug der Einwohner aus dem Aus- und Umland. Diese Entwicklung führt zu einer erhöhten Nachfrage nach Wohnraum. Viele Investoren versuchen diese Nachfrage durch Umwidmung von bestehenden Büro- und Retail-Flächen zu bedienen, was in Kombination mit einer graduellen Erhöhung der Nachfrage zu einer weiteren Verknappung der Büromärkte führt.

### **Sehen Sie die Gefahr von Blasenbildungen? Wenn ja, in welchen Regionen? Wie sieht es beispielsweise mit Deutschland und Europa aus?**

Obwohl sich Immobilienpreise über die letzten Jahre stetig erhöht haben und auch die Mieten in einigen Märkten ansteigen, befindet sich Europa im internationalen Vergleich noch unterhalb der historischen Höchststände. Die Abstände der Prime Yields zu den historischen Tiefstständen bieten weiterhin einen guten Sicherheitsabstand und sogar noch Potenzial für eine weitere Wertsteigerung. Aufgrund der Finanzkrise war es in den letzten Jahren schwer für Entwickler, die notwendige Finanzierung für Neuentwicklungen zu bekommen. Diese Angebotslücke wird mittelfristig durch aktuelle Neubauten geschlossen, so dass auf diesen Märkten vorerst kein Überangebot entsteht.

### **Wie breit sollte ein Immobilienportfolio gestreut sein? Wie sieht die optimale Diversifikation aus?**

Das wichtigste Kriterium bei der Portfolioallokation ist das Verständnis der lokalen

Märkte. So investiert BlackRock in Europa nur in Märkte, in denen auch die notwendige Marktdurchdringung und Kenntnis sowie die Asset-Management-Fähigkeiten zur Umsetzung der Strategien vorhanden sind. Diese bestimmen neben der geografischen Ausrichtung auch die Entscheidung, welche Asset-Klassen zu einem gegebenen Zeitpunkt im Fokus stehen. Darüber hinaus wird das Ungleichgewicht im Hinblick auf Transparenz sowie die unterschiedlichen Stadien der Markterholung auf den europäischen Märkten zur Diversifikation der Risiken genutzt.

### **Welche Anforderungen stellen institutionelle Investoren ans Risikomanagement und Reporting im Immobilienbereich?**

BlackRock liefert seinen Investoren maßgeschneiderte Lösungen im Bereich des Risikomanagement und Reporting. Diese orientieren sich einerseits an den Anforderungen der Investoren, andererseits an der generellen Risikoausrichtung des Fonds sowie regulatorischen Anforderungen, wie der AIFM-Richtlinie. Gegebenenfalls werden auch verschiedene Indizes zum Benchmarking der erwirtschafteten Performance herangezogen. Die Investoren wünschen im Reporting häufig eine Unterscheidung zwischen dem Fund Level und dem eigentlichen Asset Level Risk. Hier werden anhand eines Scorings vorab mit dem Investor definierte Bereiche, wie Liquidität, Leverage, Diversifikation oder auch Laufzeit, bewertet. Darüber hinaus werden auch die klassischen Kennzahlen wie IRR oder EM in das Reporting integriert.

Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, übernimmt BlackRock keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit dieser Informationen, und eine Anlageentscheidung sollte sich nicht allein auf diese Informationen stützen. Alle Meinungen und Schätzungen in diesem Dokument, einschließlich Renditeprognosen, spiegeln die Meinung von BlackRock zum Redaktionsschluss wider, können ohne vorherige Ankündigung geändert werden und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise nicht als zutreffend erweisen. Investitionen unterliegen verschiedenen Risiken, einschließlich Marktschwankungen, Kontrahentenrisiko, regulatorischen Änderungen, möglichen Verzögerungen bei der Rückzahlung sowie dem Verlust von Erträgen und der investierten Kapitalsumme. Der Wert von Anlagen kann steigen oder fallen, und Anleger können möglicherweise nicht jederzeit den investierten Betrag zurückerhalten. Des Weiteren sind erhebliche Schwankungen des Werts der Anlage auch innerhalb kurzer Zeiträume möglich. Das vorliegende Material ist nicht als verlässliche Prognose, Untersuchung oder Anlageberatung zu verstehen und ist keine Empfehlung, Angebot oder Werbung für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder für eine bestimmte Strategie.



# WIR VERFOLGEN EIN KLARES ZIEL: IHRES

## *Voller Einsatz für Ihren Erfolg.*

Für uns besteht Erfolg aus zwei wichtigen Konstanten: Ihren Zielen und unserer Verpflichtung, Ihnen bei der Realisierung zu helfen.

Dabei setzen wir unser gesamtes Wissen und unsere Erfahrung ein – damit Sie sich in der Welt der globalen Finanzmärkte sicher bewegen und Chancen dort ergreifen können, wo sie sich bieten. Jetzt und in Zukunft.

Deshalb bauen weltweit auch viele der größten Zentralbanken, Regierungen und Rentenfonds auf unsere Expertise. Wir verstehen Ihre individuellen Bedürfnisse und finden Lösungen für die dringendsten finanziellen Herausforderungen.

Wie auch Sie von unserem Know-how profitieren können, erfahren Sie auf [blackrockinvestments.de](http://blackrockinvestments.de) oder bei Ihrem BlackRock Berater.

Bauen auf  
**BLACKROCK®**

Die Fondsgesellschaft, der weltweit am meisten Geld anvertraut wird.