

Herausforderungen für Investoren

Die beste Strategie: Diversifizierung

Der Trend zu einer verstärkten Hinwendung zu Infrastruktur als Anlageklasse ist weltweit festzustellen – parallel steigen aber auch die Herausforderungen und Risiken hinsichtlich „Fehlgriffen“ aus Sicht der Investoren.

Üblicherweise unterscheidet man zwischen ökonomischer Infrastruktur und sozialer Infrastruktur. Dabei hat jedes Segment ein eigenes Rendite- und Risikoprofil. In Abhängigkeit vom Grad der Regulierung ergeben sich Risiken, die durch schwankende Umsatzerlöse aufgrund der Abhängigkeit vom Nutzeraufkommen (z.B. bei Mautstraßen) oder durch regulatorische Änderungen (z.B. Solarindustrie) ausgelöst werden. Darüber hinaus sind operative Risiken zu beachten. Die meisten Investoren präferieren den Aufbau ihrer Infrastrukturallokation über ein globales und diversifiziertes Fondsportfolio, wobei eine wachsende Tendenz zu individuellen Lösungen festzustellen ist. Gleichzeitig werden die an die Fondsmanager zu zahlenden Verwaltungsgebühren kritisch hinterfragt.

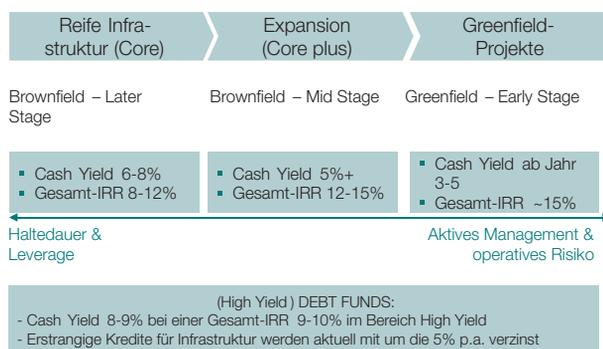
Grad der Diversifizierung

Der Einstieg in die Assetklasse Infrastruktur bietet sich über spezialisierte Infrastrukturfonds an, die es seit etwa zehn Jahren in steigender Zahl gibt. Pro Fondsinvestment erschließt man sich etwa acht bis zehn unterliegende Assets, sodass man beispielsweise über zehn Fondsinvestments ein ausreichend diversifiziertes Portfolio von 80 bis 100 Assets aufbauen kann. Bezüglich einer hinreichenden Diversifikation im Portfolio sollte ein Investor sowohl die geografische als auch die sektorale Ebene neben der allgemeinen strategischen Ausrichtung berücksichtigen.

Asset ist nicht gleich Asset

Eine entsprechende Diversifizierung innerhalb der Anlageklasse Infrastruktur ist zur Vermeidung von Einzelrisiken zu empfehlen. Selbst bei grundsätzlich vergleichbaren Assets innerhalb eines Segments ist die Berücksichtigung der zum Teil länderspezifischen Cashflow-Profile erforderlich. So sind verschiedene Länder häufig unterschiedlichen makroökonomischen und regulatorischen Entwicklungen ausgesetzt, und auch Nachfragerisiken entwickeln sich selten parallel. Auch innerhalb von Sektoren und innerhalb einer Region gibt es durchaus Diversifizierungsmöglichkeiten, denn Asset ist nicht gleich Asset: So kann z.B. der Betreiber einer Mautstraße im Konzessionsmodell über die bloße

Rendite-Risikoprofile der Investitionsphasen



Quelle: Diverse Marktindizes und Research Reports

Bereitstellung der Straße nutzerunabhängige Umsätze generieren. Bei anderen Betreibermodellen trägt er dagegen das Nachfragerisiko und ist daher Konjunkturrisiken und einer Veränderung des Nutzerverhaltens ausgesetzt. Im Telekommunikationsmarkt macht es einen wesentlichen Unterschied aus, ob man in eine Telefongesellschaft investiert und damit dem Marktrisiko unterliegt oder in ein Telefonnetz investiert, dessen Eigentümer auf Basis langfristiger Verträge für die Bereitstellung des Netzes unabhängig vom Nutzerverhalten vergütet wird.

Eine naive Diversifikation dürfte dabei nicht die erwünschten Ergebnisse bringen. Eine pragmatische Vorgehensweise beim Aufbau eines Portfolios setzt weiter voraus, dass die Fondsinvestments nicht willkürlich verteilt werden. Vielmehr ist eine ausführliche Due Diligence der Manager erforderlich.

Hauptrisiken bei Infrastruktur

Infrastrukturinvestments weisen aber auch proprietäre Risiken auf, die vor allem im Verlauf der Finanzkrise zum Vorschein kamen. Einige Infrastrukturinvestitionen haben ihre ursprünglichen Renditeerwartungen deutlich verfehlt, teilweise auch bedingt durch den zu exzessiven Einsatz von

Leverage. Einige börsennotierte Fondsanbieter gerieten aufgrund von Refinanzierungsschwierigkeiten in die Schlagzeilen. Parallel sorgen die als Antwort auf die Probleme von gestern deutlich gestiegenen regulatorischen Anforderungen (AIFM-Richtlinie, Solvency II, Basel III und Volcker Rule) für Unsicherheit unter Investoren.

Wichtig ist letztendlich aus Sicht des institutionellen Investors die entsprechende Diversifizierung auf Ebene der Assets, denn gerade durch Großprojekte können leicht (kapitalintensive) Klumpenrisiken entstehen. Breite Diversifikation und sorgfältige Due Diligence können einzelne Risiken abschwächen. Es ist eine Mär, dass es keine Distressed-Transaktionen im Segment Infrastruktur gebe, wie manche Produkthanbieter einem suggerieren möchten. Die Grafik oben zeigt ausgewählte Beispiele von Infrastrukturtransaktionen, die sich nicht nach Plan entwickelt haben.

In vielen Fällen lag die Planverfehlung an zu optimistischen Prognosen für Projekte, die dem Marktrisiko (Nutzerverhalten) ausgesetzt sind. Aber auch bei regulierten Assets können die Erträge schwanken. Besonders in den Jahren 2007 und 2008 wurden einige Transaktionen mit hohen Fremdkapitalquoten finanziert, sodass nur noch eine geringe Bandbreite für Ertragsschwankungen verblieb, bevor die Bedienung der Kredite in Gefahr geriet. In der Finanzkrise mussten dann auch einige Projekte refinanziert werden, wobei oft die Eigentümerposition verwässert wurde. Außerdem haben in letzter Zeit unerwartete Veränderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen zu einem erhöhten Risikobewusstsein geführt. So wurde beispielsweise in Spanien der Einspeisetarif von Solarstrom rückwirkend auf eine Kapazitätsgrenze begrenzt, und in England wurde das vertraglich vereinbarte Renditeziel für Wasserversorgungsunternehmen unerwartet stark gekürzt. In den USA kam es bei Privatisierungsvorhaben zu einem Stopp in letzter Minute, in Norwegen wurden Gstarife gekürzt, und auch in Deutschland wird die Einspeisevergütung für Solarstrom gekürzt. Diese Beispiele zeigen, dass regulatorische/politische Veränderungen keineswegs auf die Emerging Markets beschränkt sein müssen. Auch auf Fondsebene droht bei dem Eintreten derartiger Risiken die Gefahr von Verlusten. Fondsmanager sind zur Risikominimierung daher dazu angehalten, ihre Finanzierungsmodelle mit entsprechenden Risikopuffern abzusichern.

Ausgewählte Beispiele für problematische Infrastrukturtransaktionen

Asset	Problem
Warnow-Tunnel	<ul style="list-style-type: none"> Nutzerzahlen lagen deutlich unter den Prognosen (12.000 statt 20.000 für Break-even und 30.000 laut Verkehrsprognose), da Autofahrer Umfahrung nutzten Betreibervertrag von 30 auf 50 Jahre verlängert, um Insolvenz zu vermeiden
Autobahnen in Spanien (Madrid – Toledo, Autobahnring Madrid)	<ul style="list-style-type: none"> Konzessionsvertrag wurde nachträglich geändert (Entschädigungen für Zwangsenteignungen nach Gesetzesänderung höher als geplant, Genehmigung für Ausbau versagt), ungenügende Auslastung, hoher Leverage Streit mit öffentlichen Stellen um Kompensationszahlungen
Photovoltaik in Tschechien	<ul style="list-style-type: none"> Steuer in Höhe von 26 – 28% wurde Ende 2010 für den Zeitraum 2011 – 2013 eingeführt, gilt rückwirkend auch für Anlagen aus den Jahren 2009/2010 Einspeisevergütungen für neue Projekte wurden halbiert, Differenzierung zwischen großen und kleinen Anlagen (Grenze 100 kW)
Photovoltaik in Spanien	<ul style="list-style-type: none"> Kürzung der Einspeisevergütung für Solarstrom um bis zu 45% auch für bestehende Anlagen (2012 wurde für neue Anlagen Förderung abgeschafft) Verringerung der Laufzeit der Förderung
Holzpelletfabrik in den USA	<ul style="list-style-type: none"> Einbruch der Baubranche in den USA reduzierte Rohmaterialeinsatz deutlich Insolvenz, nachdem Lieferverpflichtungen nicht erfüllt werden konnten

Quelle: Yielco Investments

Fazit

Infrastrukturinvestoren sollten vor dem aufgezeigten Hintergrund den Aufbau eines breit diversifizierten und somit risikominimierenden Portfolios anstreben, welches die Investitionsstrategie nicht auf einzelne Regionen/Länder oder einzelne Wertschöpfungsstrategien und Sektoren beschränkt, um Klumpenrisiken weitgehend auszuschließen. Auch wenn Infrastrukturinvestitionen nicht risikolos sind, wie die in Distress geratenen Transaktionen zeigen, haben sich Infrastrukturportfolios insgesamt als sehr stabil erwiesen. Infrastruktur dürfte sich daher langfristig als eigene Anlageklasse mit Diversifizierungspotenzial und damit einem positiven Portfoliobeitrag etablieren.

Uwe Fleischhauer (links) und Dr. Matthias Unser

sind Gründungspartner der Yielco Investments GmbH, eines unabhängigen Investmentmanagers mit Fokussierung auf Investitionen in Infrastruktur-, Private Debt- und Mezzanine-Kapital.



Im Vordergrund steht die Erzielung von langfristig planbaren und stabilen Cashflows für institutionelle Investoren. Mit einem hoch spezialisierten Team verwaltet Yielco Investments aktuell Kapitalzusagen von rund 400 Mio. EUR.