

Unterschiedliche Eigenschaften und Risikoprofile

Infrastruktur ist nicht gleich Infrastruktur

Infrastrukturanlagen stellen eine interessante Investitionsmöglichkeit für Pensionskassen dar. Vor einem Einstieg sollte man sich aber mit deren Charakteristika vertraut machen und insbesondere die Frage der zusätzlichen Diversifikation innerhalb des Gesamtportfolios angehen.

IN KÜRZE

Je nach Objekt sind andere Faktoren für Rendite und Risiken entscheidend – typischerweise können etwa die Inflation, politische Risiken, Wirtschafts- und Bevölkerungsentwicklung, das Stadium des Objekts oder auch das Wetter einen Einfluss haben.

In vielen Vorträgen und Publikationen zum Thema «Infrastruktur als Anlageklasse» ist vom zusätzlichen Diversifikationspotenzial durch Infrastrukturanlagen die Rede (siehe etwa 1 und 2 im Kasten «Quellen»). Auch die Motion Weibel (3), die eine separate Anlagekategorie Infrastrukturanlagen propagiert, nimmt darauf Bezug und betont den risikomindernden Effekt solcher Investments auf ein Pensionskassenportfolio aufgrund der geringen Korrelation zu Aktien und Obligationen.

Definition und Charakteristika von Infrastrukturanlagen

Auf der Suche nach einer Definition für Infrastrukturanlagen findet man eine Vielzahl von Begriffsbestimmungen (4). Ein Vergleich der bestehenden Infrastrukturfonds zeigt zudem, dass nicht alle Vermögensverwalter das Gleiche unter Infrastrukturanlagen verstehen. Von private-equity-ähnlichen Beteiligungen an Energie- oder Industriegüterunternehmen über immobilienähnliche Beteiligungen an Parkhäusern bis hin zu Waggon- und Flugzeugleasing reicht das Spektrum, das als Infrastrukturanlagen klassifiziert wird.

All diese Investments werden durch eine gängige, aber sehr weit gefasste Definition umschlossen, wonach Infrastruktur die wichtigen Anlagen, Einrichtungen und Dienstleistungen umfasst, von denen die wirtschaftliche Produktivität der Gesellschaft oder einer Organisation abhängt (1, 4). Entscheidend für das Diversifikationspotenzial einer Infrastrukturanlage ist jedoch die Ausprägung von Charakteristika wie:

- Langfristigkeit,
- Prognostizierbarkeit der Cashflows,
- Inflationsschutz,
- (Quasi-)monopolistische Marktverhältnisse,
- Regulatorische Einflüsse, oder
- Unabhängigkeit von Wirtschaftszyklen.

Je mehr dieser Eigenschaften gegeben sind, umso stärker trägt die Infrastrukturanlage zur Diversifikation bei. Da vielfach nicht alle (oder gar nur wenige) dieser Merkmale erfüllt sind, lohnt es sich genau hinzuschauen.

Aufgrund der Langfristigkeit der Investitionen und des vergleichbaren Renditeprofils werden Infrastrukturanlagen häufig mit Immobilien verglichen. Immobilien weisen jedoch in der Regel keine monopolistischen Strukturen auf und sind vielfach stärker von der allgemeinen Wirtschaftslage abhängig (5). Dadurch ist auch die Korrelation zwischen Immobilien und privater Infrastruktur begrenzt.

Welchen Beitrag leisten Infrastrukturanlagen zur Portfoliodiversifikation?

Der Vorteil von Investitionen in Infrastrukturanlagen liegt nur zu einem Teil in der Erzielung von attraktiven Renditen – obgleich dies natürlich ein schöner Nebeneffekt ist.

Den Hauptnutzen entfaltet ein gut strukturiertes Infrastrukturportfolio in der risikoreduzierenden Wirkung, die sich durch die zusätzliche Diversifikation für das Gesamtportfolio ergibt. Die auf Seite 78 abgebildete Matrix (6) zeigt Korrelationskoeffizienten und verdeut-



Stefan Weissenböck
Dr. sc. ETH Zürich,
IST Investmentstiftung

licht, dass die Renditen von nicht gelisteten Infrastrukturanlagen weitgehend von anderen Faktoren bestimmt werden als die von traditionellen Anlagen.

Was zeichnet ein diversifiziertes Infrastrukturportfolio aus?

Ein Infrastrukturportfolio sollte auch in sich ausreichend diversifiziert sein. Durch den starken Konnex zum öffentlichen Regulator/Vertragspartner und das damit verbundene politische Risiko, die oftmals gegebene Verbindung zur Inflation (7), zum Bevölkerungswachstum und weitere Faktoren ist eine ausreichende geographische Diversifikation anzustreben. Dies trifft auch auf Anlagen zu, deren Renditen von Wettergegebenheiten abhängen, beispielsweise Solar- oder Windkraftwerke.

Für Pensionskasseninvestoren mit einem Fokus auf risikoaverse Anlagen mit langfristig stabilen Cashflows empfiehlt sich ein Portfolio, das über verschiedene politisch und wirtschaftlich stabile Länder diversifiziert ist (5), etwa durch einen Fokus auf Mitgliedsstaaten der OECD.

Daneben macht es Sinn, in verschiedenen Sektoren und Industrien zu investieren, um auch über unterschiedlich stark ausgeprägte, renditebeeinflussende Grössen zu diversifizieren. Hierzu einige Beispiele: Die Renditeentwicklung von Infrastrukturanlagen im Transportbe-

reich ist oftmals stark von der Inflationsentwicklung abhängig, was bei Windenergieanlagen mit Einspeisetarifen nicht überall der Fall ist. Renditen von Häfen und Flughäfen werden stark vom Bevölkerungswachstum und der Wirtschaftsleistung beeinflusst. Für Wasser- und -entsorgungsanlagen gilt dies nur bedingt. Hier sind oftmals regulatorische Vorgaben der wesentlichste Einflussfaktor auf die Rendite.

Selten genannt und oft unterschätzt wird, dass Infrastrukturanlagen über den Lebenszyklus ein sich veränderndes Risiko aufweisen. Anlagen in der Bauphase haben ein anderes Risiko als sich bereits in Betrieb befindliche Infrastrukturanlagen desselben Typs. Auch grössere Erhaltungs- oder Umbaumaassnahmen verändern das Risiko für einen gewissen Zeitraum. Das sich so dynamisch verändernde Risiko kann gezielt genutzt werden und dazu führen, dass bereits ein Portfolio mit wenigen Infrastrukturanlagen, die sich in unterschiedlichen Stadien ihres Lebenszyklus befinden, aussergewöhnlich gut diversifiziert ist (8).

Vom Ausland inspirieren lassen

Zum Einstieg empfiehlt es sich für viele institutionelle Anleger, in ein bestehendes, geographisch und sektoriell gut diversifiziertes Portfolio zu investieren. Bei entsprechendem Ausbau des Infrastrukturportfolios wird eine detailliertere Unterteilung nach Infrastrukturan-

lagen in verschiedenen Stadien sinnvoll, um ein möglichst effizientes Portfolio zu erreichen.

Infrastruktur ist nicht gleich Infrastruktur. Von daher gilt das Argument, dass jedes gut diversifizierte Aktienport-

Quellen

- 1 Weisdorf, M.A.: Infrastructure: A Growing Real Return Asset Class. CFA Institute, 2007.
- 2 Bahceci S., Leh, S.: The infrastructure moment. Investment Insights. J.P. Morgan Asset Management, 2017.
- 3 Weibel, T.: Infrastrukturanlagen für Pensionskassen attraktiver machen. Motion 15.3905, 23.09.2015.
- 4 Weber, B., Staub-Bisang, M., Alfen, H.W.: Infrastructure as an Asset Class. Wiley Finance Series, 2016.
- 5 Wolff, Z.: A Different Landscape: Infrastructure investing in the United States is headed for the mainstream. Real Asset Adviser, 2017.
- 6 J.P. Morgan Asset Management: Infrastructure Investing and Benefits for an Institutional Portfolio. Zurich, 04.04.2017.
- 7 UBS: Measuring Inflation Exposure and Managing Inflation Risk through Infrastructure Investments. Investment Note, 2012.
- 8 Weissenböck, S.: Portfoliobasiertes, quantitativ-rationales PPP-Projektselektionsmodell für Bauunternehmen. Eigenverlag des IBI an der ETH Zürich, 2015.

WERBUNG

PUBLICITÉ

IHR UNABHÄNGIGER
PARTNER FÜR DIE
BERUFLICHE VORSORGE

ecovor.ch



Verlässlich, unabhängig von Banken und Versicherungen, flexibel und mit langjähriger Erfahrung – das ist ecovor, Ihr starker Partner für Dienstleistungen rund um die Berufliche Vorsorge.

Als Pensionskassen-Spezialist entlasten wir Unternehmen mit Know-how, Full-Service und optimierten Prozessen.

Kontaktieren Sie uns.

ECOVOR Vorsorgedienstleistungen AG, 031 380 51 51, info@ecovor.ch

folio ohnehin über einen gewissen Anteil an Infrastrukturanlagen verfüge, nur bedingt. Einen positiven Effekt entfaltet die Hinzufügung von Infrastrukturanlagen zum Gesamtportfolio dann, wenn diese (quasi-)monopolistische, langfristig prognostizierbare sowie inflationsgeschützte Cashflows aufweisen, die unabhängig von Konjunkturzyklen sind.

Noch fühlen sich viele institutionelle Anleger in der Schweiz mit Infrastrukturanlagen nicht wohl. Jedoch lässt sich gut auf die langjährige Erfahrung von institutionellen Investoren im Ausland aufbauen. Auf Basis der dort gewonnenen Erkenntnisse, einem weltweit steigenden Bedarf an Infrastrukturinvestitionen und nicht zuletzt aufgrund politischer Anstrengungen wie der Motion

Weibel ist nicht auszuschliessen, dass Infrastrukturanlagen bald auch in der Schweiz den Stellenwert geniessen, der ihnen im Ausland zukommt und den Immobilien hierzulande bereits haben. |

Korrelationsmatrix

1996–2015		Aktien Global	Obligationen Global	Private Equity	Hedge Funds	Immobilien USA Core/Core+	Immobilien Europa Core	Immobilien APAC Core	Infrastruktur OECD Core/Core+	Maritime/Transport Global	All-Tranche REITs	Infrastruktur Asien
Finanzanlagen	Aktien Global	1.0										
	Obligationen Global	0.0	1.0									
Andere alternative Anlagen	Private Equity	0.7	-0.3	1.0								
	Hedge Funds	0.7	-0.3	0.8	1.0							
Immobilien Global	Immobilien USA Core/Core+	0.2	-0.3	0.4	0.3	1.0						
	Immobilien Europa Core	0.4	-0.4	0.6	0.4	0.7	1.0					
	Immobilien APAC Core	0.2	-0.3	0.4	0.3	0.6	0.6	1.0				
	Infrastruktur OECD Core/Core+	0.0	0.4	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.3	1.0			
Real Assets	Maritime/Transport Global	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2	0.5	0.2	1.0		
	All-Tranche REITs	0.4	0.1	0.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.4	1.0	
	Infrastruktur Asien	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3	0.5	0.3	0.6	0.6	1.0

In Anlehnung an J.P. Morgan Asset Management: Infrastructure Investing and Benefits for an Institutional Portfolio; Zürich, 04.04.2017.