

Infrastruktur als «eigenständige» Anlagekategorie

Eine Chimäre

Tiefe bzw. negative Zinsen begünstigten Privatmarktanlagen.
Hohe Erträge, tiefe Risiken und Korrelationen, so das Mantra.
Zeitverzögert kamen Infrastrukturinvestitionen auf, mit ähnlichen Pro-Argumenten.
Sind die Erwartungen realistisch?

Autor: **Roman von Ah**

Die erste Tabelle stellt Privatmarktanlagen traditionellen Investments, auch öffentliche Investments genannt (Public Investments), gegenüber.

Grossanleger wie Staatsfonds (Sovereign Wealth Funds) und Regierungsagenturen (Government Agencies) können direkt in Infrastruktur investieren. Die Eintrittshürden sind dabei hoch. Die Mehrheit (Versicherungen, Banken, öffentlich-rechtliche und private Pensionskassen) legt via geschlossene Infrastrukturfonds (closed-end) an, die von General Partners (GP) gemanagt werden. Weiter gibt es kotierte (listed) und offene (open-end) Infrastrukturfonds.

Zwischen 2008 und 2019 wuchsen Infrastrukturfonds von 59 Mrd. auf 486 Mrd. Dollar an. Dabei lassen sich drei Transaktionstypen unterscheiden: «Greenfield» (1/5), «Brownfield» (knapp 1/10) und «Secondary Stage» (die grosse Mehrheit).

Greenfield investiert in den Bau neuer Anlagen. Brownfield erweitert Einnahmen generierende Teilanlagen mit Zusatzinvestitionen. Secondary Stage sind Cashflow erzeugende Infrastruktur-beteiligungen ohne Investitionsbedarf. Greenfield und Brownfield sind risikoreicher; ohne Ausschüttungen in den ersten Jahren. Drei Viertel der Investoren-Deals sind Sekundär-geschäfte.

Motivation für Infrastrukturinvestitionen

Das attraktive Narrativ einer neuen Anlagekategorie mit wenig Konjunkturabhängigkeit, tiefer Volatilität, geringer Korrelation mit Aktienmärkten und langanhaltenden, inflationsgebundenen Cashflows dominiert.

Dabei schufen sich Infrastrukturanlagen ein eigenes Ökosystem: Investmentbanken erhalten kauf- sowie verkaufseitige Handänderungsgebühren, Anwälte spezialisieren sich auf Transaktionen und Fundraising. Bewertungsdienstleister unterstützen die Due Diligence. Eine «Gatekeeping»-Industrie agiert zwischen Kunden und Investierenden. Alle mit erheblichem Interesse, den Status quo der Multimilliarden-Dollar-Industrie aufrechtzuerhalten. Selbst Aufsichtsbehörden bevorzugen Infrastruktur gegenüber anderen Privatmarktanlagen.¹

¹ Eine Änderung der BVV 2 im Jahr 2020 brachte eine günstigere regulatorische Behandlung. Vorher galt Infrastruktur als alternative Anlagen; gemäss Art. 53 Abs. 4 BVV 2 zu diversifizieren und kollektiv anzulegen. Neu: eigene Quote, Direktanlagen möglich bei angemessener Diversifizierung; keine Finanzierung durch Fremdkapital.

TAKE AWAYS

- Für die Verkaufsargumente für Infrastrukturinvestitionen lässt sich keine empirische Evidenz finden.
- Die Diversifikationseffekte von Privatmarktinvestitionen werden dadurch überzeichnet, dass keine Marktpreise vorliegen und entsprechend auf Modelle abgestützt wird.
- Die Übernahme nicht finanzieller Ziele trägt bei Infrastrukturinvestitionen zu einer Unterperformance bei.
- «Ich kann die Bahn der Himmelskörper berechnen, nicht aber, wohin eine verrückte Menge die Kurse treibt». (Isaac Newton)

Doch stimmen die erwirtschafteten Erträge mit den Verkaufsargumenten überein? Wissenschaftliche Antworten sind rar. Sie existieren mehrheitlich zu Private-Equity-Investments, wovon Infrastruktur ein Teil ist, und stehen in deutlichem Kontrast zum mantrahaft wiederholten Narrativ.

Privatmarkt-Infrastruktur-Investments

Die hochwertige Studie von Andonov et al. (2021)² ist erhellend. Die breite Stichprobe mit Schwerpunkt USA zeigt, dass grosse Staatsfonds und staatliche Behörden teilweise direkt investieren; die Mehrheit Institutioneller investiert in geschlossene Infrastrukturfonds. Direktinvestitionen (Eigentum, langfristige Pacht) sind somit ein kleiner Teil institutioneller Infrastruktur; sie schneiden bzgl. Stabilität und langfristiger Renditen etwas besser ab und haben vorherseh-

barere Cashflows. Die Einstiegshürden sind hoch, einschliesslich erheblicher Kapitalanforderungen, zusätzlich zum Bedarf an teurem spezialisiertem Fachwissen. Das Potenzial von Stabilität und Inflationsschutz ist argumentierbar, bleibt empirisch aber eine offene Frage.³

Trotz langem Horizont und erwartet stabilen Cashflows wird in geschlossene Infrastrukturfonds mit limitierter Haltefrist investiert, diese dominieren bei institutionellen Anlagen mit 75%. Der Grossteil dieser Investments liefert die erwarteten stabilen, langfristigen Erträge nicht. Die Volatilität und Zyklizität ist ähnlich wie bei Private Equity, die Leistungspersistenz im Top-Quartil fehlt und die Performance hängt ebenso vom schnellen Exit ab.

² Andonov, Aleksandar; Kräussl, Roman; Rauh, Joshua: Institutional Investors and Infrastructure Investing, The Review of Financial Studies 34 (2021), 3880–3934.

³ Die Fallstudie «Low Tide – Benchmarking Risks in Infrastructure Investments. What the data showed about Thames Water»; EDHEC, Dezember 2023, zeigt, was bei Infrastruktur inkl. politischer Einflussnahme alles falsch laufen kann. Die Monopoltätigkeit «Wasser und Wasserversorgung» an einem der bekanntesten Flüsse führte zu Milliardenverlusten.

	Alternative Investments	Traditionelle Investments
	PMI: Privatmarktinvestitionen; nicht an öffentlichen Börsen kotiert	ÖMI: an öffentlichen Märkten kotierte Investitionen
Kategorien, Handelsplätze	<ul style="list-style-type: none"> – Private Equity PE; grösstenteils Leveraged Buyout (privates Beteiligungskapital mit Hebel) – Venture Capital VC (Risikokapital) – Real Estate (Immobilien) – Hedge Funds – Private Debt (privates Darlehenskapital) 	New York Stock Exchange NYSE, Nasdaq, SIX Swiss Exchange u.v.m.: <ul style="list-style-type: none"> – Equity (Aktien) – Bonds (Obligationen); meist OTC – Mutual Funds (Anlagefonds) – Exchange Traded Funds ETF (börsengehandelte Fonds)
Zugang	Zugelassene und institutionelle Anleger	Offen für alle Anleger
Liquidität	Geringe Liquidität; langfristige Kapitalbindung	Hohe Liquidität; schnell kaufen/verkaufen
Risiko/Ertrag	Claim: bessere Chancen bei tieferem Risiko; längere Anlagehorizonte	Stabilere, aber unterstellt niedrigere Renditen bei höherer Liquidität
Regulierung/Transparenz	Kaum reguliert, wenig transparent	Hochgradig reguliert und transparent
Kontrolle/Einfluss	Grösserer Einfluss auf Strategie, operative Prozesse und Bilanz der Firmen	Minimale bis keine Kontrolle über die investierten Firmen
Erwartung an Infrastruktur	Langfristige, stabile Renditen Zusätzliche Diversifikation: tiefe Volatilität und Korrelation, erfordern hohen Kapitaleinsatz, geringe Liquidität	Leicht zugänglich, offen für alle Anleger, gute Ausschöpfung der Diversifikation, höhere Marktvolatilität, tiefes Mindestkapital, hohe Liquidität

Performance-Zahlen

	Infrastruktur		Buyout PE		Venture Capital VC	
	Performance	Risiko	Performance	Risiko	Performance	Risiko
PME	0.93	0.23	1.06	0.3	1.02	0.42
IRR	9.68		13.82		12.26	
Multiple	1.28		1.48		1.52	
S&P500	1.00	0.18				

Performance-Zahlen von Privatmarktinvestitionen sind mangels liquider Marktpreise mit Vorsicht zu geniessen. Einige Erklärungen und Einordnungen zur Tabelle:

- PME: «Public Market Equivalent» gilt als vorteilhafter gegenüber IRR (Internal Rate of Return) und Multiple (Bewertungsmultiplikator; z. B. Preis/Gewinn, P/Cashflow, P/EBITDA).
- Infrastruktur liefert mit 0.93 (gegenüber PE 1.06, VC 1.02) vergleichsweise geringe Renditen, schneidet gegenüber S&P500 ($1-0.93=$) 7% schlechter ab, mit einem höheren Risiko von 23% (gegenüber 18%). Eine komplexere Schätzung weist auf einen risikobereinigten Verlust von 25% hin.
- PE (VC) schneiden 6% (2%) besser als S&P500 und 13% (9%) besser als Infrastruktur ab, beide mit höheren Risiken.
- Die Verteilung von Infrastrukturerträgen ähnelt derjenigen von Private Equity; weder tiefere Schwankungen im Konjunkturzyklus noch unterschiedliche Cashflow-Profile sind identifizierbar.
- Es besteht kein Zusammenhang zwischen Infrastruktur-Cashflows und realisierter Inflation. Der einzige signifikante Unterschied zwischen geschlossenen Infrastruktur- und Buyout-Fonds besteht darin, dass Buyout-Fonds höhere Beträge ausschütten.

Der Gleichlauf mit Private Equity und die schlechteren Ertrags Eigenschaften von Infrastruktur widersprechen geschürten Erwartungen. Selbst in stark regulierten Branchen mit langen Konzessionsverträgen ist das Geschäftsmodell geschlossener Fonds nicht zielführend (Erfüllung Ertragsbedürfnisse der General Partner, Optimierung der Internal Rate of Return; IRR) (siehe zweite Tabelle).

Eine eigenständige Anlagekategorie, die gegenüber ÖMI real diversifiziert, ist in den letzten 20 Jahren weder für Private Equity und schon gar nicht für Infrastrukturanlagen identifizierbar. Letztere konnten zu keinem Zeitpunkt die initialen Erwartungen erfüllen. Private Equity konnte in den neunziger Jahren mindestens einen Teil der Erwartungen erfüllen, verlor diesen Vorteil jedoch, seit entsprechende Investitionen ab 2008 immer mehr in Mode kamen.

Damit liesse sich das Diktum von Andrew Ang «Private Equity is not an Asset Class»⁴ erweitern auf: «Private Equity

and Infrastructure are not Asset Classes. The latter even less than the first.» (Weder Private Equity noch Infrastruktur sind eigenständige Anlageklassen. Letztere noch weniger als Ersteres).

Öffentliche vs. private institutionelle Investoren

Speziell öffentliche institutionelle Anleger erhöhten ihr Infrastrukturengagement in geschlossene Fonds. Sie schneiden gegenüber privaten Institutionellen schlechter ab. Starke Umwelt-, Sozial- und Governance-Präferenzen (ESG) oder regulatorischer Druck (Paris Alignment, UNPRI u.a.) begründen 25 bis 40% der erhöhten Allokation und tragen 30% zur schlechteren Performance bei.

Ein gesellschaftlicher Nutzen kann mit Infrastruktur verbunden sein. Die implizite Übernahme nichtfinanzieller Ziele trägt zur Unterperformance öffentlicher Anleger bei und hat einen hohen Preis: Geschätzt 5 Mrd. Dollar p.a. gehen entweder als Wertübertragung an die zugrunde liegenden Infrastrukturvermögenswerte oder an die verwaltenden General Partner in Form von Gebühren. Diese Kosten werden von Steuerzahlern oder Renteneempfängern oder beiden bezahlt. |



Roman von Ah

Dr. rer. pol., Gründungspartner sowie Verwaltungsratsdelegierter und Geschäftsleiter Swiss Rock Asset Management AG. Vorstandsmitglied der Schweizer Finanzanalystenvereinigung (SFAA), Verwaltungsratspräsident des Ausbildungszentrums für Experten der Kapitalanlage (AZEK)

⁴ Ang, Andrew: Private Equity Is Not an Asset Class, in: «Asset Management – A Systematic Approach to Factor Investing», S. 592, 2014.