

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

**ampega.**  
Talanx Investment Group



REICHMUTH & CO  
INVESTMENT MANAGEMENT

UNIVERSAL  
INVESTMENT

**BlackRock**

SOLUTIO AG  
Anlagekonzepte für Institutionen

### Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor!

Donnerstag, 25. Juni 2020 (11:00 – 12:00 Uhr)

**BAI Webinar „Private Equity: Why one third of carve-outs fail and how to get them right“**

Save the Date: Dienstag, 27. und Mittwoch, 28. April 2021 (Frankfurt)

**BAI Alternative Investor Conference (AIC) u.a. mit einem Key-note-Vortrag von Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro, Professor of International Economics**

### Inhalt

- 2** Leitartikel  
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 7** Mitgliederneuvorstellungen
- 10** Interview mit Burkhard Balz,  
Deutsche Bundesbank
- 12** Infrastruktur-Investments: Wir werden bald einen noch nie dagewesenen Shift von liquiden zu alternativen Assetklassen erleben  
Dr. Peter Brodehser, Talanx Group - Ampega Asset Management GmbH
- 17** Investorenmeinung  
Interview mit Bernd Franken, Nordrheinische Ärzterversorgung
- 20** Erneuerbare Energien trotzten der Krise – Auswirkung der Corona-Krise auf die Assetklasse Erneuerbare Energien  
Markus W. Voigt, aream group
- 24** Infrastruktur-Investments in erneuerbare Energien ermöglichen Rendite und Impact  
Alex Widmer, BlackRock
- 27** Infrastrukturanlagen und ihre Vielfalt  
Marc Moser und Walter Knüsli, Reichmuth & Co Investment Management AG
- 33** Auswirkungen von Marktverwerfungen auf die Anlageklasse Infrastruktur  
Markus Landes, SOLUTIO AG
- 38** Infrastrukturinvestments im veränderten Marktumfeld  
Dr. Sofia Harrschar, Universal-Investment
- 43** Veranstaltungshinweise
- 49** Buchvorstellungen

## von Markus Landes, SOLUTIO AG

Die Auswirkungen der aktuellen Covid-19-Krise sind noch lange nicht vollständig abzusehen, es scheint allerdings bereits jetzt unvermeidlich, dass auch die Anlageklasse Infrastruktur, oder zumindest einzelne Sektoren, von der Krise betroffen sein werden. Fragen, die Investoren deshalb bewegen, sind wie und in welchem Ausmaß sich die aktuelle Krise auf ihre Infrastruktur-Portfolios auswirken wird.

Grundsätzlich gelten Infrastrukturinvestments und hier speziell der Bereich der nicht börsennotierten (privaten) Vehikel als relativ sicherer Hafen in Zeiten von Marktverwerfungen. So werden Infrastrukturanlagen üblicherweise ein natürlicher Schutz vor Inflation und eine geringe Sensitivität bei Wirtschaftseinbrüchen zugeschrieben. Die Gründe hierfür sind plausibel, allerdings gibt es bis dato kaum empirische Untersuchungen, die sich mit Infrastrukturanlagen in Krisenzeiten beschäftigen. Gründe sind zum einen, dass es sich um eine noch junge Anlageklasse handelt, deren Bedeutung erst nach der letzten großen Krise - der globalen Finanzkrise 2007 (GFC) - zugenommen hat. Zum anderen gibt es kaum Datenanbieter oder Manager, die über eine langjährig konstante Anlagestrategie verfügen, aus der sich eine aussagekräftige Datenreihe bis vor die GFC ableiten lässt.

Die SOLUTIO AG legt zusammen mit UBS Multi Manager Infrastruktur (UBS MMI) seit 2011 die globale Anlageprogrammreihe APPIA auf. UBS MMI investiert seit 2004 in Infrastrukturfonds und hat uns für eine Analyse diese Daten zur Verfügung gestellt. Konkret handelt es sich dabei um die Cash-Flows und Bewertungen von Fondsinvestitionen, zwischen 2004 und 2019. Der Zeitraum von über 16 Jahren umfasst mehrere Markt- und Konjunkturzyklen und stellt eine der längsten uns bekannten repräsentativen Zeitreihen dar. Bemerkenswert dabei ist, dass die Strategie seit Beginn der Investitionstätigkeit sehr konstant ist und somit keine Verzerrungen oder Sondereffekte zu berücksichtigen sind. Der strategische Fokus liegt auf den entwickelten Märkten Nordamerika und Europa sowie auf dem Segment Core/Value Add Brownfield. Das Portfolio ist damit eher konservativ ausgerichtet und sollte die grundsätzlichen Eigenschaften von Infrastruktur-Anlagen gut abbilden.

Ziel der Analyse war es, die Entwicklung von Infrastrukturfonds in vorangegangenen Krisen zu untersuchen und daraus eine Prognose für die derzeitige Krise abzuleiten bzw. zu analysieren, wo eventuelle Unterschiede insbesondere bei den einzelnen Sektoren liegen. Einleitend gehen wir nochmals kurz auf die Grundannahmen und systematischen Besonderheiten der Anlageklasse Infrastruktur ein.

## Grundannahmen: Natürlicher Schutz vor Inflation und Wirtschaftsschwankungen

Der Inflationsschutz von Infrastrukturanlagen ist überwiegend auf zwei Faktoren zurückzuführen. Infrastrukturanlagen stellen großteils Sachwerte dar, die wie Immobilien einen natürlichen Schutz bei Inflation bieten. Des Weiteren ist bei vielen Anlagen eine vertragliche Anpassung der Vergütung in Abhängigkeit von der Inflation vorgesehen.

Die Unabhängigkeit vom Wirtschaftswachstum ist schon durch die Definition von Infrastruktur als „Einrichtungen, die das Funktionieren einer arbeitsteiligen Volkswirtschaft begünstigen“ – und damit nur schwer verzichtbar sind – vorgegeben. Dies gilt allerdings nicht uneingeschränkt für alle Segmente; eine ganze Reihe von Anlagen hängt bezüglich ihrer Umsätze stärker von der Entwicklung der Wirtschaftsleistung ab. Allerdings gibt es auch hinsichtlich der wirtschaftlichen Abhängigkeit vielfach vertragliche Anpassungen, die versuchen, die Einkommensströme aus den Anlagen zu verstetigen und so einen Ausgleich bei Marktschwankungen zu schaffen. Ein typisches Beispiel hierfür sind Verfügbarkeits- oder Bereitstellungsgebühren für z. B. Mautstraßen, Kraftwerke oder Kommunikationsnetze.

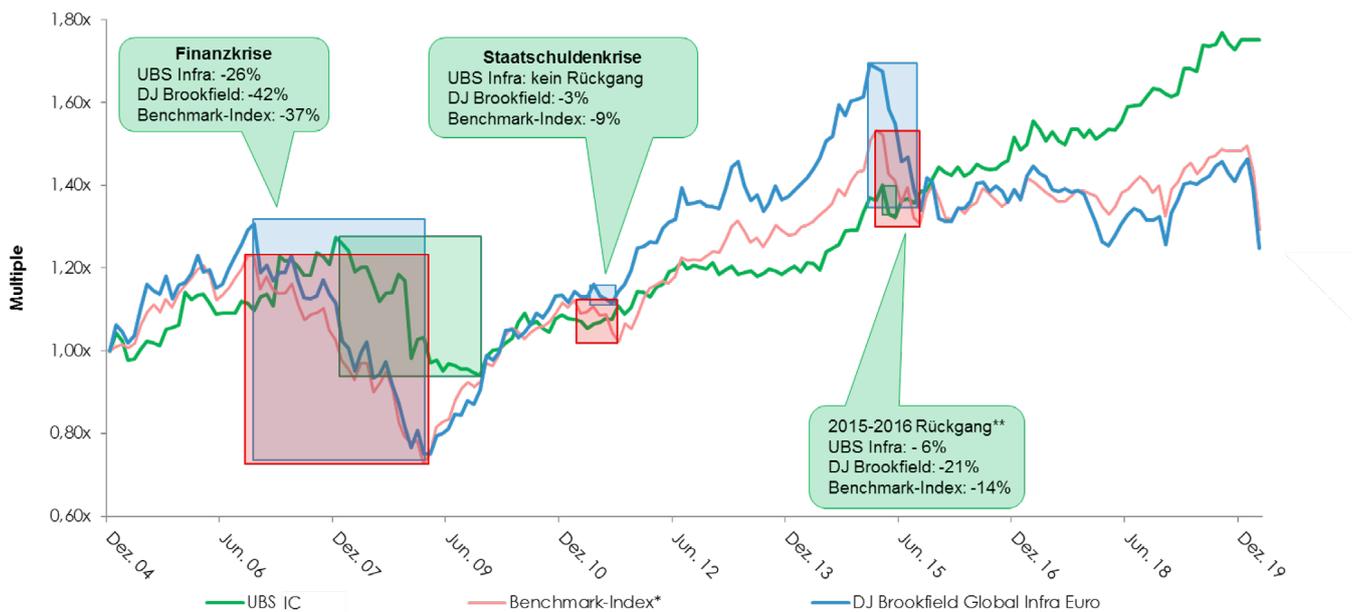
Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die verschiedenen Risiken, Sektoren und deren generelle Abhängigkeit von Wirtschaftswachstum und Inflation. Über die oben beschriebene vertragliche Ausgestaltung kann allerdings erheblicher Einfluss auf die Risiken und Abhängigkeiten genommen werden. Für eine aussagekräftige Beurteilung ist daher eine Analyse auf Anlagen-Ebene nötig.

Risiken	Sektoren/Anlagen	Korrelation zu	
		BIP	Inflation
Markt	<b>Transport</b>		
	• Flughäfen, Seehäfen		
	• Mautstrassen		
Markt	<b>Energie</b>	hoch	mittel bis hoch
	• Kraftwerke, Pipelines		
	<b>Kommunikation</b>		
Regulatorisch	<b>Versorger</b>		
	• Wasser, Gas, Elektrizität		
	<b>Energie</b>	mittel	mittel
• Erneuerbare Energie			
Verfügbarkeit	<b>Transport</b>		
	• Flughäfen, Mautstrassen		
	<b>PPP</b>		
Verfügbarkeit	• Krankenhäuser, Schulen, öffentliche Gebäude	niedrig	mittel
	<b>Energie</b>		
	• Stromübertragung per Kabel (OFTO)		

## Infrastruktur in Krisenzeiten

Auf Basis der uns von UBS MMI zur Verfügung gestellten Daten vergleichen wir den historischen Verlauf des UBS Infrastructure Composite (UBS IC) seit 2004 mit zwei Benchmarks: einem individuellen und liquiden Benchmark-Index bestehend aus 40% MSCI World Total Return Index, 30% EPRA / NAREIT Developed Index und 30% iBoxx EUR Overall Index „Benchmark-Index“ und dem ebenfalls gelisteten Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index „DJB“. Als Vergleichsmethode wurde das Public Market Equivalent (PME) herangezogen. Bei dieser werden die einzelnen Kapitalströme des Infrastrukturportfolios analog für die Benchmarks unterstellt und der sich daraus ergebende Wertverlauf ermittelt. Die folgende Grafik zeigt die historischen Wertverläufe des UBS Infrastrukturportfolios im Vergleich mit beiden Benchmarks und deren Entwicklungen in vorangegangenen Krisen (Finanzkrise, Staatsschulden und 2015/2016er-Krise).

Grafik: SOLUTIO AG



Quelle: UBS / ThomsonReuters – Berechnungen: SOLUTIO AG

Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass sich Abschwungphasen im privaten Infrastrukturportfolio deutlich weniger ausgeprägt, kürzer und zeitversetzt zeigen. Kürzere Kurseinbrüche oder Krisen, wie zum Beispiel die Staatsschuldenkrise 2011, führen oft nicht zu einem Rückgang im Infrastrukturportfolio. Hierin sehen wir unsere Grundannahmen für Infrastrukturinvestments bestätigt. Ähnliches ist auch bei anderen Real Assets wie z. B. Private Equity zu beobachten.

Vielfach werden die Auswirkungen der aktuellen Covid-19-Krise als die potentiell größten seit dem Zweiten Weltkrieg bezeichnet, weshalb der folgende Vergleich die größte der uns zur Verfügung stehenden Krisen betrachtet, nämlich die GFC. Die folgende Tabelle zeigt den jeweils maximalen Wertrückgang in den jeweiligen Krisen sowie den relativen Rückgang des UBS IC mit den beiden Vergleichsindizes.

Quelle: UBS / ThomsonReuters – Berechnungen: SOLUTIO AG

Während der maximale Rückgang in der GFC für das UBS Infrastrukturportfolio -26% betrug, verloren die beiden Vergleichsindizes deutlich stärker (-37% bzw. -42%). Zudem trat der Rückgang des UBS IC mit ca. 6 Monaten Zeitversatz ein, was großteils auf die Bewertungssystematik von geschlossenen Fonds zurückzuführen ist. Insgesamt lag der Wertrückgang damit bei nur 62%-70% der Vergleichsindizes.

	UBS IC	Benchmark Index (40:30:30)	DJ Brookfield Global Infrastructure
Max. Wertrückgang während der GFC	-26%	-37%	-42%
UBS IC – Relative Entwicklung		70%	62%
Max. Wertrückgang während COVID-19		-27%	-37%
Wertrückgang YTD (per 25 Mai 2020)		-11%	-13%

Unterstellt man für die aktuelle Krise einen analogen Effekt, so würde sich für ein konservatives Infrastrukturportfolio, wie das des UBS IC, ein Wertrückgang von ca. 19% (70% des max. Rückgangs des Benchmark Index) und von 23% (62% des max. Rückgangs des DJB) ergeben. Aufgrund der zwischenzeitlichen Erholung der Indizes dürfte diese Prognose aber deutlich übertrieben sein. Für eine praxisnahe Einschätzung verwenden wir deshalb die Wertrückgänge der Vergleichsindizes seit Jahresanfang (bis zum 25.5.2020) und wenden auf diese den UBS IC Rückgang an. Auf Basis dieser Year-to-date

(YTD) Daten ergibt sich ein potentieller Rückgang der Bewertungen bei Infrastrukturanlagen in beiden Fällen von knapp 8%. Bei unveränderten Marktwerten würden sich wegen des systematischen Zeitversatzes diese 8% wahrscheinlich sukzessive in den nächsten 2-3 Quartalen einstellen.

Diesen Wert halten wir für eine gute Annäherung, um potentielle Wertberichtigungen eines breit diversifizierten Kernportfolios der Anlageklasse Infrastruktur zu prognostizieren. Anzumerken ist jedoch, dass sich das Marktumfeld für Infrastrukturtransaktionen seit der Finanzkrise deutlich verändert hat. Die renommierten und langjährig am Markt tätigen Manager haben Lehren aus der Krise gezogen. Vor der Finanzkrise lagen die Fremdkapitalquoten im Durchschnitt bei etwa 60-65% und einzelne Anlagen wiesen Fremdkapitalmultiples von 8-10-mal EBITDA auf. Zu Beginn der aktuellen Krise sind die Vorzeichen jedoch deutlich verändert. Die Fremdkapitalmultiples liegen selten höher als 6-mal EBITDA und die Fremdkapitalquote lag mit durchschnittlich 40-45% ebenfalls unter den Rekordständen vor der Finanzkrise. Gleichzeitig sind die Anforderungen an die Covenants deutlich gesunken. Dies nimmt in Krisenzeiten für betroffene Anlagen und Manager einen großen Teil des Refinanzierungsdrucks und lässt mehr Raum für operative Maßnahmen. So können bisher viele Anlagen in dieser Krise weiter Dividenden ausschütten und müssen diese nicht - wie nach 2008 - für den Schuldendienst verwenden.

Abschließend beleuchten wir die einzelnen Sektoren und die darin enthaltenen Risiken und Chancen in dieser Krise.

**Transport:** Grundsätzlich weißt der Transport-Sektor eine tendenziell höhere Korrelation mit dem Wirtschaftswachstum auf als andere Sektoren. In der aktuellen Krise kommen noch die global umfangreichsten Verkehrs- und Reisebeschränkungen der Geschichte hinzu. Dies wird teilweise erhebliche Effekte auf diesen Sektor haben und vor allem für Anlagen und Unternehmen die in enger Verbindung zum Personentransport, insbesondere dem Flugverkehr, stehen. Teilweise fielen die Passagierzahlen in den großen Stadtflughäfen um mehr als 90%. Viele Flughäfen sind aber liquiditätsstark und konnten ihre Kosten deutlich senken. Zudem zeigen sich die Banken bei den Verhandlungen neuer Covenants aktuell noch flexibel und auch die Staaten stellen häufig Hilfe in Aussicht. Die stärker vom Güterverkehr abhängigen Anlagen wie Häfen oder Bahnen sind bisher deutlich weniger betrof-

fen, ihre Entwicklung hängt allerdings stark vom zukünftigen Wirtschaftswachstum ab. Deshalb rechnen wir für diesen Sektor, vor allem bei einem längeren Wirtschaftsabschwung, mit den deutlichsten Rückgängen.

**Energie:** Hier ist vor allem der Öl-Sektor sehr stark betroffen. Hintergrund ist eine Verkettung mehrerer Faktoren, die den Ölpreis seit Jahresanfang auf den tiefsten Stand seit 2001 und teilweise sogar ins Negative gedrückt haben. Bereits vor der Krise gab es einen Produktionsüberschuss an Öl. Dieser wurde durch den Einbruch bei der Nachfrage im Zuge der Krise und durch den Preiskampf zwischen Russland und Saudi-Arabien weiter verschärft. Der Preisrückgang belastet vor allem die USA. Diese stiegen in den letzten Jahren durch die Fracking-Technologie wieder zum größten Öl-Exporteur auf und haben entsprechende Investitionen in die Förderung und den Transport getätigt. Speziell hier ist deshalb der Druck enorm, zumal ein Ende des Konfliktes nicht absehbar ist. Verschiedene Anlagen verfügen allerdings über langfristige Nutzungsverträge oder sind über andere vertragliche Strukturierungen wie Mindestabnahmen teilweise abgesichert, was zumindest kurz- bis mittelfristig die Auswirkungen abschwächt.

Bei Gas und Strom sind die Vertragsgestaltungen ähnlich und die wirtschaftlichen Auswirkungen sind, vor allem für den Stromsektor, deutlich geringer. Die aktuelle Diskussion über E-Mobilität und die dafür nötige Infrastruktur wirkt zudem stabilisierend und begünstigt zukünftige Investitionen.

Für den Subsektor erneuerbare Energien erwarten wir nur geringe Auswirkungen. Diese Anlagen genießen in der Regel staatlich garantierten Vorrang bei der Einspeisung oder verfügen über feste private Abnahmeverträge (PPAs). Der Preisverfall in der Krise 2015-2016 hatte keine Auswirkungen auf das Wachstum bei Neuinstallationen und historisch lässt sich auch kein Zusammenhang mit der Ölpreisentwicklung ableiten. Hinzu kommt, dass der Trend zu CO<sub>2</sub> Einsparungen und zu der Abkehr von fossilen Brennstoffen weiterhin anhalten sollte. Wir rechnen deshalb mit einer geringen Volatilität in diesem Sektor, was sich wiederum positiv auf zukünftige Investitionen auswirken sollte.

Ebenfalls kaum betroffen dürften sich Versorger - hier insbesondere Subsektoren wie Versorgungsnetzwerke, Fernwärme, Stromverteilung, Wasser, Abfall und ähnliche - zeigen.

Diese stellen essenzielle Anlage zur Versorgung der Bevölkerung bereit und sind deshalb meist reguliert. Damit sollten sie von den aktuellen Entwicklungen weitgehend unberührt bleiben.

**Soziale Infrastruktur und PPPs:** Für PPPs erwarten wir grundsätzlich kaum Auswirkungen aufgrund der aktuellen Ereignisse. Diese „Anlagen“ verfügen in der Regel über langfristige, auf Verfügbarkeit basierende Verträge und hängen damit nicht von der wirtschaftlichen Entwicklung ab. Die aktuelle Krise belastet zwar das Gesundheitssystem, führt aber gleichzeitig zu einem höheren Bedarf zum Beispiel bei Labortests, Sicherheitsausrüstung und Krankenhauskapazität. Für die Zukunft erwarten wir speziell im Gesundheitssektor einen Wandel, der steigende Investitionen nach sich ziehen dürfte, um auf zukünftige Krisen besser vorbereitet zu sein.

**Kommunikation:** Für Kommunikationsanlagen erwarten wir praktisch keine negative Beeinträchtigung durch die aktuellen Ereignisse, im Gegenteil: Die Zunahme von Heimarbeit, Videokonferenzen usw. erfordert mehr Datenvolumen und Bandbreite. Dies dürfte insbesondere auf Glasfaser-Kommunikationsnetze positive Effekte haben, bzw. den zukünftigen Ausbau beschleunigen. Ebenso sollten Rechenzentren und Telekommunikationsmasten-Portfolios von dem steigenden Datenübertragungsbedarf profitieren.

In den letzten Jahren wurde viel in diese Bereiche investiert und wir sehen hier weiteres Wachstumspotenzial.

## Ausblick

Für ein diversifiziertes Portfolio sehen wir die Auswirkungen zum aktuellen Stand der Krise als deutlich begrenzt an und die Bewertungsrückgänge sollten sich im einstelligen Prozent-Bereich bewegen. Voraussetzung hierfür ist allerdings eine angemessene Diversifikation, eine erfolgreiche Managerauswahl sowie eine ausgewogene Segmentgewichtung. Als angemessen würden wir eine Diversifikation von ca. 5-8 Fonds pro Jahr erachten. Hinsichtlich der Manager sehen wir vor allem die Portfolios der erfahrenen Manager bzw. Teams als gut positioniert und weniger von Rückgängen betroffen. Diese Manager haben ihre Lehren aus der Finanzkrise erfolgreich umgesetzt und Fehler wie zu hohe Fremdkapitalquoten vermieden. In der Regel steigt in Krisenzeiten der

Performance-Spread zwischen guten und weniger guten Managern an. Die Wichtigkeit von Faktoren wie Zugang und Selektionsfähigkeit gewinnen deshalb in und nach Krisen regelmäßig an Bedeutung. Hinsichtlich der Segmente sehen wir die größte Stabilität erwartungsgemäß in Portfolios mit Fokus auf Kerninfrastrukturanlagen – Core und Core-Plus Anlagen. Denn auch für diese Anlageklasse gilt der Ausspruch „There ain't no such thing as a free lunch!“. Wer in den letzten Jahren zu stark auf die höheren Renditen versprechenden Segmente gesetzt hat, muss aktuell meist auch mit deutlich höheren Bewertungsrückgängen rechnen. Ein übermäßiger Anteil von Value-Add-Strategien, Greenfield-Investments oder Infrastruktur Private Equity verändert die Charakteristik der Anlageklasse, das Rendite/Risiko-Profil und den Wertbeitrag im Gesamtportfolio.

Insgesamt könnte die Anlageklasse Infrastruktur allerdings als Gewinner aus dieser Krise hervorgehen. Die ihr zugeschriebenen Eigenschaften – niedrige Korrelation, geringe Sensitivität bei Wirtschaftseinbrüchen etc. – scheinen sich in dieser Krise erneut zu bestätigen. Ist dies der Fall, hat sich die Anlageklasse erfolgreich etabliert und die Erwartungen erfüllt. Eine strategische Einbindung in das Gesamtportfolio würde damit das Rendite/Risiko-Profil, vor allem in Krisenzeiten, verbessern und nachweislich stabilisierend wirken.

## Kontakt:



*Markus Landes*  
Vorstand SOLUTIO AG

*Nördliche Münchner Straße 9 c*  
82031 Grünwald  
Tel.: +49 89 36 03 57-0  
Fax: +49 89 36 03 57-28  
[landes@solutio.ag](mailto:landes@solutio.ag)  
[www.solutio.ag](http://www.solutio.ag)

## Impressum

Jahrgang 20 – Ausgabe III

### Verantwortliche Redakteure:

Frank Dornseifer  
Christina Gaul  
Annette Olschinka-Rettig

### Erscheinungsweise:

alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn  
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790  
[www.bvai.de](http://www.bvai.de)  
[info@bvai.de](mailto:info@bvai.de)

## Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

## Satz & Layout

SimpleThings GmbH  
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn  
[www.simplethings.de](http://www.simplethings.de)