

Infrastruktur- beteiligungen im Zyklus

White-Paper-Reihe Infrastruktur | Teil 3



Das Interesse institutioneller Investoren am Infrastruktursektor ist so groß wie nie. Diese Veröffentlichung beschäftigt sich mit den Folgen für die Bewertung von Infrastruktur und untersucht, an welcher Stelle des Zyklus wir uns befinden.

Declan O'Brien | Alex Leung
Real Estate & Private Markets,
Research & Strategy

Infrastrukturbeteiligungen im Zyklus: Wo stehen wir jetzt?

Dies ist die letzte Folge unserer White-Paper-Reihe zum Thema Infrastruktur. Unsere erste Veröffentlichung, gute Gründe für Infrastrukturkredite ([hier klicken](#)), beschäftigte sich mit dem wachsenden Gebiet der Infrastrukturkredite. Die zweite, Infrastruktur und Volkswirtschaft analysierte ([hier klicken](#)), wie sich die Infrastrukturrenditen in verschiedenen volkswirtschaftlichen Szenarien entwickeln könnten, vor allem in einem Umfeld steigender Zinsen. Die vorliegende Veröffentlichung untersucht, wo wir uns im Zyklus der Infrastrukturbeteiligungen befinden, und zwar bezogen auf Anlagestile und Bewertungen, und ob diese beiden Aspekte miteinander verknüpft sind.

Einführung

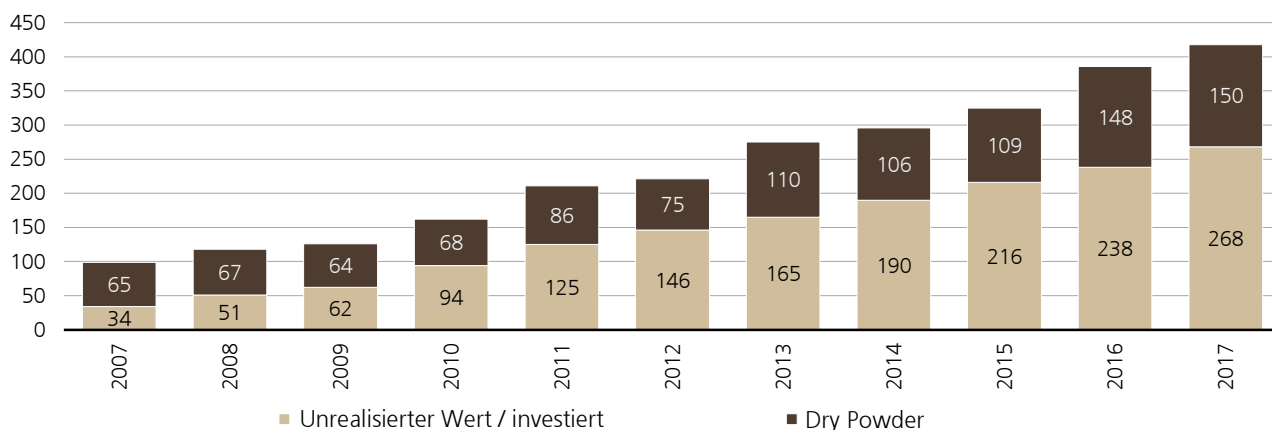
Eigenkapitalbeteiligungen an Infrastruktur haben sich mit einem Anteil von rund 3 Prozent¹ am gesamten verwalteten Vermögen (AUM) in den Portfolios institutioneller Investoren als Anlageklasse etabliert. Das Fundraising im Infrastruktursektor erreichte 2016 mit 66 Milliarden US-Dollar eine neue Rekordmarke, nach 49 Milliarden US-Dollar im Jahr 2013. Dieses Momentum blieb 2017 mit eingeworbenen Mitteln in Höhe von 65 Milliarden US-Dollar bestehen.

Die Anlegerstimmung ist auf Rekordniveau: Nach Angaben von Preqin² waren 93 Prozent der befragten Investoren der Ansicht, dass Infrastruktur ihre Erwartungen erfüllt oder übertroffen habe; 90 Prozent erwarten, dass sie in den kommenden zwölf Monaten Kapital in mindestens gleicher Höhe einsetzen werden.

Die Investitionen institutioneller Investoren in nicht börsennotierte Anlagen sind von 2010 bis 2017 um 9 Prozent p.a.² gestiegen; mit einem Plus von 16 Prozent p. a. war Infrastruktur die am schnellsten wachsende Anlageklasse. Die Attraktivität von Infrastruktur wurde durch starke Renditen in einem Niedrigzinsumfeld befördert.

Ähnlich wie andere nicht börsennotierte Anlageklassen verfügt auch der Infrastruktursektor über „Dry Powder“ in Rekordhöhe, da die Anlagegelegenheiten mit der Nachfrage nach renditestarken Objekten nicht mithalten können. Das markante Wachstum der Fundraising-Volumina 2016 und 2017 sowie der Aufstieg der Megafonds³ haben zum großen Volumen des „Dry Powders“ im Sektor beigetragen.

Abb. 1: Verwaltetes Vermögen in Infrastruktur wächst
(AUM, USD Mrd.)



Quelle: Preqin, 2018 Preqin Global Infrastructure Report

¹ OECD (2018), Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2016

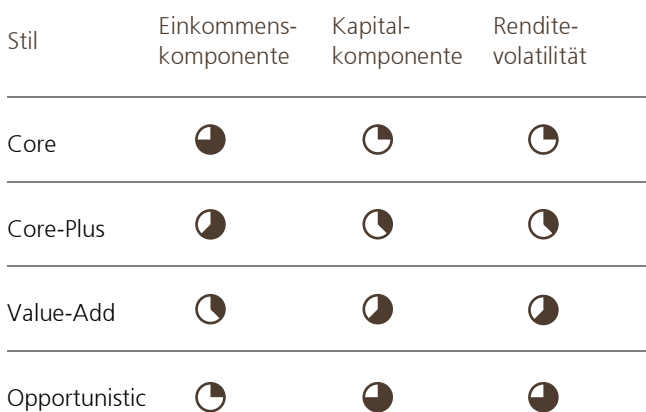
² Preqin, 2018 Preqin Global Infrastructure Report

³ Fonds mit einer Größe von über 2 Milliarden US-Dollar, Preqin

Herausbildung von Anlagestilen

Das Wachstum des Infrastruktursektors führt dazu, dass Investoren ihre Manager jetzt aus dem gesamten Risiko-Rendite-Spektrum auswählen können. Dabei haben sich die am Immobilienmarkt üblichen Bezeichnungen Core, Core-Plus, Value-Add und Opportunistic auch im Infrastruktursektor fest etabliert. Im nachfolgenden Schaubild stellen wir die typische Renditezusammensetzung jeder Strategie dar.

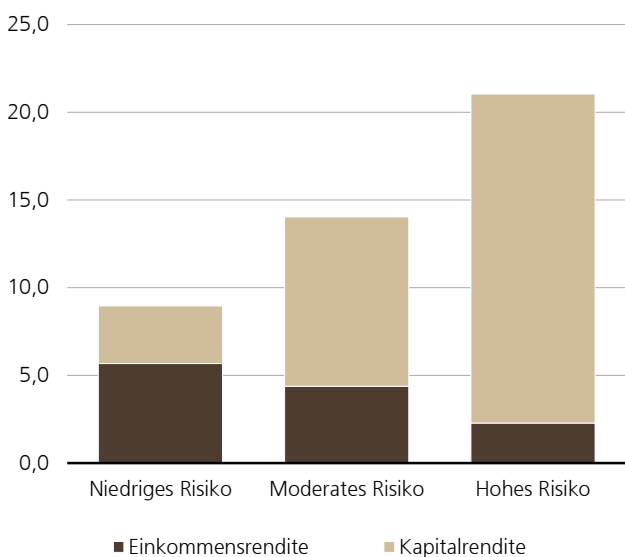
Abb. 2: Typische Renditeaufteilung nach Strategie



Quelle: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets, 2018

Diese illustrativ dargestellten Renditen entsprechen der Aufteilung nach Stilen bei den tatsächlichen Ein-Jahres-Renditen des MSCI Index, wie nachfolgend dargestellt.

Abb. 3: Zusammensetzung historischer Renditen nach Risikostil (12-Monats-Rendite (%), in Lokalwährung)



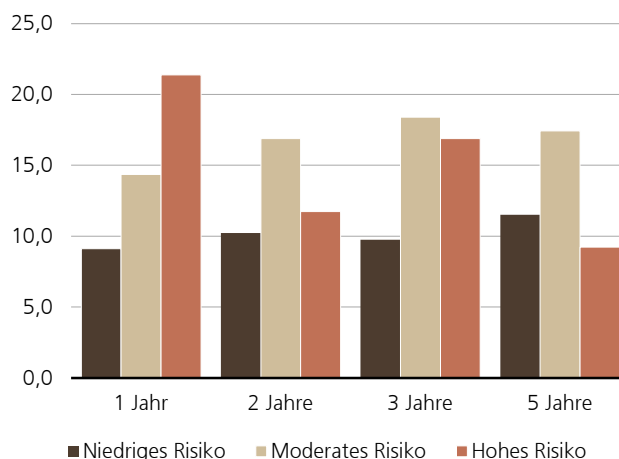
Quelle: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index, Dezember 2017

Hinweis zum MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index:

Der MSCI Index wird in Lokalwährung berechnet und legt mit 45 Prozent der Allokation (Stand Dezember 2017) seinen Schwerpunkt auf Australien. In den vergangenen fünf Jahren lagen die risikofreien Zinssätze in Australien um rund 1,5 % über dem G7-Durchschnitt, was im Vergleich zu einem in US-Dollar denominierten Index zu höheren Gesamtrenditen führt.

Während das einjährige Risikoprofil in Abb. 3 eine starke Beziehung zwischen Risiko und Ertrag erkennen lässt, zeigt Abb. 4 interessanterweise, dass sich die Verbindung über einen längeren Zeitraum abschwächt: Strategien mit höherem Risiko führen hier zu volatileren Renditen.

Abb. 4: Historische Renditen nach Stil (Rendite p. a. (%), in Lokalwährung)

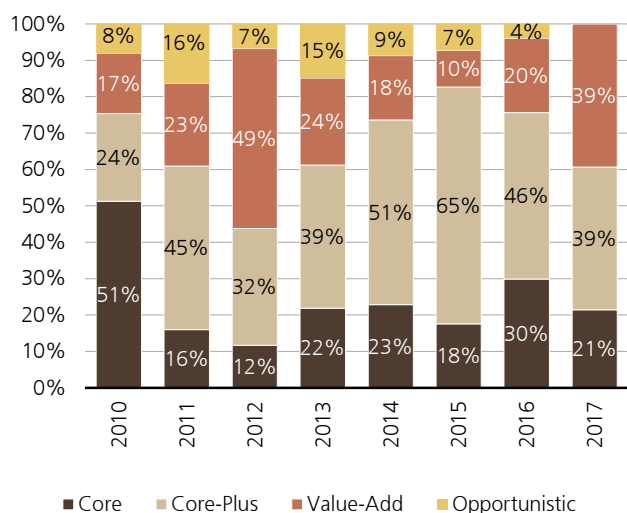


Quelle: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index, Dezember 2017

Der Aufstieg der Megafonds hat zu den Rekordwerten beim Fundraising und beim „Dry Powder“ im Sektor beigetragen. Viele Megafonds-Manager waren ursprünglich im Private-Equity-Geschäft tätig; dies könnte mit einer Erklärung für den wachsenden Prozentanteil der Non-Core-Strategien sein, wie ihn Abb. 5 zeigt.

Abb. 5: Wandel der Anlagestile

(Eingeworbenes Kapital nach Primärmarktstrategie, %)

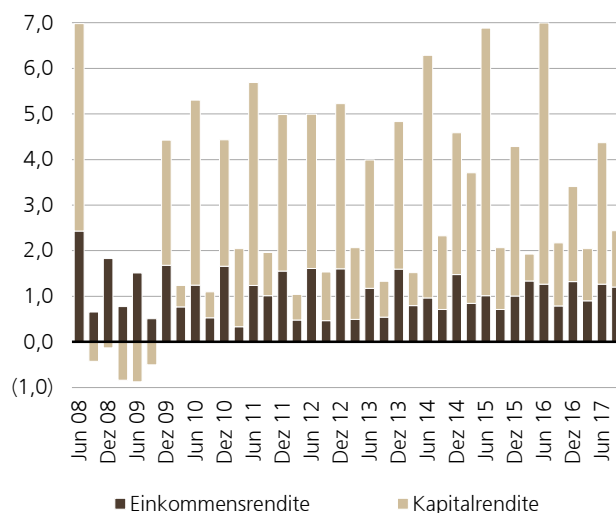


Quelle: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index, Dezember 2017

Der wachsende Anteil der Non-Core-Strategien im Infrastruktursektor wirkt sich auf die Gesamtrendite des MSCI Index aus, die 2017 aus rund 60 Prozent Kapitalrendite und 40 Prozent Einkommensrendite bestand.

Abb. 6: Renditezusammensetzung nach Stil

(Quartalsrendite, %)



Quelle: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index, Dezember 2017

Dies weist darauf hin, dass sich der Infrastruktursektor stärker in Richtung der Stile Core-Plus und Value-Add anstelle von Core bewegt. Es könnte auch bedeuten, dass der Sektor eine gewisse Stilverschiebung erlebt, da die Manager angesichts sinkender Renditen risikoreichere Transaktionen anstreben, um ihre vorgegebenen Renditeziele zu erreichen.

Korrelation mit anderen Anlageklassen

Wie in dieser Reihe bereits dargestellt wurde, zählt die historisch niedrige Korrelation mit anderen Anlageklassen zu den wesentlichen Merkmalen von Infrastruktur, siehe nachfolgend Abb. 7.

Abb. 7: Niedrige historische Korrelation zwischen Infrastruktur und anderen Anlageklassen

(Korrelationskoeffizient, 4Q07–4Q17)

	Aktien	Staatsanleihen	Unternehmensanleihen	Infrastruktur, börsennotiert	Infrastruktur, nicht börsennotiert (um 2Q verschoben)
Aktien	1.0	-	-	-	-
Staatsanleihen	-0.4	1.0	-	-	-
Unternehmensanleihen	0.5	0.2	1.0	-	-
Infrastruktur, börsennotiert	0.8	-0.1	0.7	1.0	-
Infrastruktur, nicht börsennotiert (um 2Q verschoben)	0.3	-0.1	0.0	0.3	1.0

Quelle Aktien: MSCI WORLD; Staatsanleihen: JPM GBI GLOBAL ALL MATURITIES; Unternehmensanleihen: ICE BofAML Global Corporate Index; börsennotierte Infrastruktur: DJ BROOKFIELD GLB INFRA (USD); nicht börsennotierte Infrastruktur: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index.

Nicht börsennotierte Infrastruktur weist gegenüber dem Aktienmarkt einen historischen Korrelationskoeffizienten von 0,3 auf, nachdem wir die Daten um zwei Quartale verschoben haben. Die öffentlichen Märkte werden täglich auf Basis von Fundamentaldaten bepreist, während der nicht öffentliche Markt auf halbjährlichen oder jährlichen Bewertungen basiert. Wir glauben daher, dass die Verschiebung zu Ergebnissen führt, die der Realität eher entsprechen als der Korrelationskoeffizient gegenüber Aktien von 0,02 bei nicht verschobenen Daten, wobei beide Methoden ihre Beschränkungen haben.

Auch wenn wir nicht über belastbare Daten für Core-Strategien verfügen, glauben wir, dass ein Einkommensstrom aus stabilen Anlageobjekten mit geringem Risiko eine noch niedrigere Korrelation mit traditionellen Anlageklassen aufweisen würde. Aus Diversifikationssicht verbessert die Aufnahme niedrig korrelierter Anlagen in ein bestehendes Portfolio die risikoadjustierten Renditen, wie sie mit der Sharpe Ratio gemessen werden.

Infrastrukturinvestoren bevorzugen jedoch zunehmend aggressivere Anlagestile. Diese risikoreicheren „Infrastruktur“-Investments entwickeln sich eher wie Aktien- oder Private-Equity-Anlagen, bei denen der Kapitalzuwachs tendenziell einen großen Teil der Rendite ausmacht.

Infrastrukturinvestitionen mit höherem Risiko korrelieren so stärker mit anderen Risikoanlagen, was zunächst einmal bedeutet, dass ein Investor die Diversifikationsvorteile von Infrastruktur teilweise verliert.

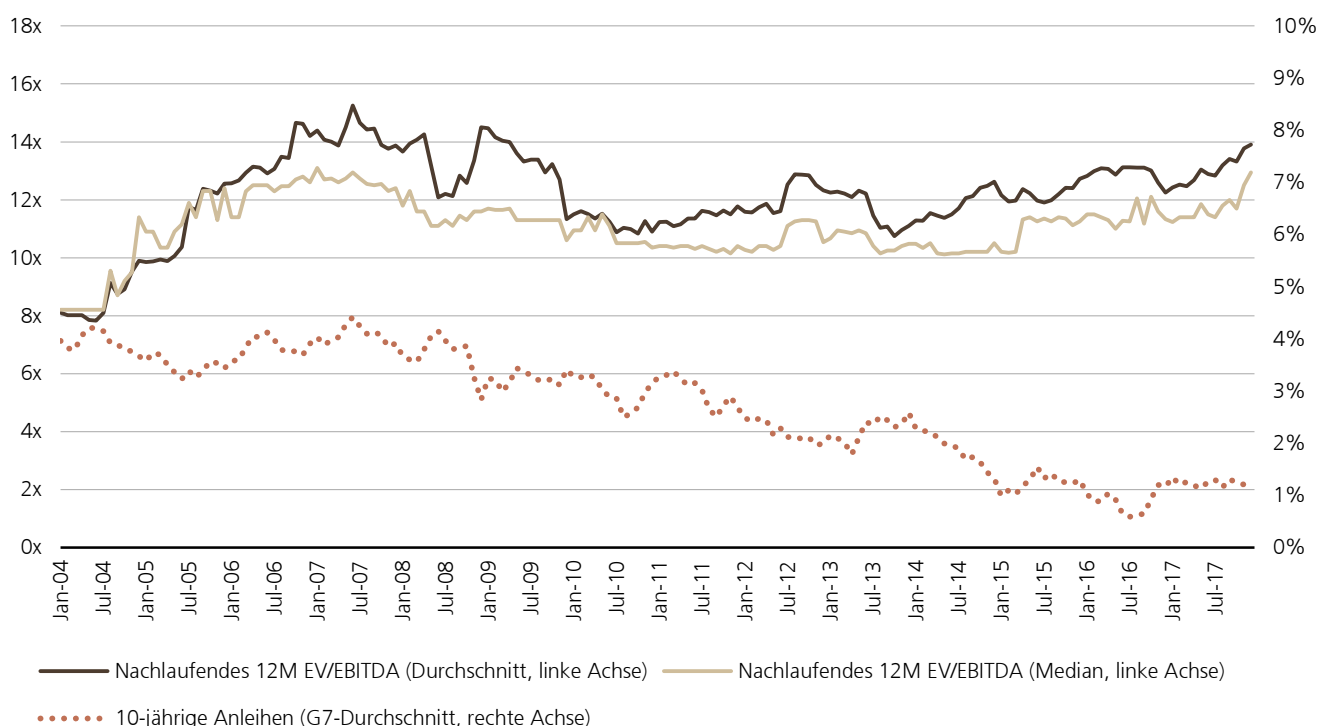
Bewertungen

Viele Kommentatoren haben in der jüngeren Vergangenheit behauptet, der Markt habe seinen Höhepunkt erreicht, und lagen damit falsch. Anstatt zu versuchen, den Bewertungsgipfel vorherzusagen, stellen wir einige spätzyklische Signale dar und analysieren die Unterschiede zu früheren Zyklen kritisch, um Einblicke zu gewinnen. Abb. 8 zeigt, wie sich die Infrastrukturbewertungen von 2004 bis 2017 entwickelt haben.

Abb. 8: Spät im Zyklus – hohe Bewertungen im historischen Vergleich, aber signifikanter Renditeaufschlag gegenüber Anleihen

(EV/EBITDA-Multiples)

(Zinssatz, %)



Quelle: UBS-AM Proprietary Database, Mergermarket, InfraNews, Infrastructure Journal, Infrastructure investors, Bloomberg; August 2018

Mit Blick auf die EV/EBITDA-Multiples in Abb. 8 scheinen sich die Bewertungen nahe ihrem Niveau von 2007 zu bewegen; jedoch betrug der risikofreie Zinssatz Ende 2007 rund 4 Prozent gegenüber etwa 1,5 Prozent heute. Dies hat Folgen sowohl für den Cashflow der Infrastrukturprojekte als auch für die Attraktivität der Anlageklasse.

Infrastrukturprojekte werden üblicherweise stark fremdfinanziert, daher können niedrigere Zinssätze erheblichen Einfluss auf den Cashflow einer Infrastrukturgesellschaft ausüben. Da jedoch das EBITDA vor Schuldendienst berechnet wird, spiegelt das EV/EBITDA den Einfluss niedrigerer Zinsen nicht wider. Dies reduziert die Aussagekraft des Vergleichs im Zeitverlauf.

Das Niedrigzinsumfeld hat zur Attraktivität der privaten Märkte beigetragen, da Investoren die Renditeaufschläge, die außerhalb der Börse möglich sind, zu vereinnahmen suchen. Infrastruktur hat ferner von einer starken Wertentwicklung profitiert (siehe Abb. 3). Das wachsende Interesse an der Anlageklasse hat zu einer Renditekompression geführt; im Vergleich zu den risikofreien Zinssätzen, die ebenfalls gefallen sind, bietet Infrastruktur aber weiterhin einen attraktiven Renditeaufschlag.

Billiges Geld hat die Vermögenspreise steigen lassen, und so sind hohe Bewertungen ein Thema von großer Aktualität in allen Aktien- und Private-Equity-Märkten. Daten von McKinsey⁴ für den Private-Equity-Markt zeigen, dass die EV/EBITDA-Bewertungen von 2009 bis 2017 um 1,9x gestiegen sind; dagegen steht ein Anstieg von 1,2x⁵ bei den Infrastruktur-Multiples. Aus relativer Sicht erscheint Infrastruktur damit attraktiv.

Unsere proprietäre Datenbank bietet mit mehr als 1.000 Datenpunkten eine solide Basis. Da Daten aus nicht öffentlichen Märkten nur begrenzt zugänglich sind, haben wir einen aggregierten Index erstellt, um die allgemeinen Trends aufzuzeigen. Eine Gefahr bei aggregierten Indizes besteht darin, dass eine veränderte Sektorzusammensetzung mit der Zeit zu verzerrten Daten führen könnte; die Auswirkungen wären jedoch nur dann erheblich, wenn die Veränderung einen Wechsel aus oder hin zu Anlageobjekten mit über- oder unterdurchschnittlichen Multiples bedeuten würde.

Attraktivität der Anlageklasse

Die Attraktivität der Anlageklasse ist ein wichtiger Aspekt, wenn es um den künftigen Verlauf der Bewertungen geht. Die Anlageklasse Infrastruktur ist heute rund viermal größer als 2007; diese Zuflüsse haben zu einer Vermögenspreis-inflation beigetragen.

Es besteht ein wachsender Sekundärmarkt für Infrastrukturprojekte, der die starke Gesamtperformance des Sektors unterstützt hat. Auf Kapitalwachstum beruhende Strategien sind zur Erreichung ihrer Zielrenditen auf den erfolgreichen Verkauf am Markt angewiesen. Daher ist ein gesunder Sekundärmarkt, der von reichlicher Liquidität aus neuen Zuflüssen gestützt wird, von zentraler Bedeutung.

Auch wenn der Ausblick für den Sektor sehr positiv ist und die Stimmung für die Anlageklasse ein Rekordniveau erreicht hat, erleben die Märkte doch Gegenwind durch die fortlaufende Rücknahme der quantitativen Lockerung und steigende Zinsen. Die Folgen sind mit der Rückkehr der Volatilität an die öffentlichen Märkte zum Teil bereits sichtbar geworden. Kapitalwachstumsstrategien mit stärkerer Korrelation zu den öffentlichen Märkten könnten im Fall einer Marktkorrektur weniger attraktiv sein.

Fazit

Der Infrastruktursektor hat sich durch Diversifikation und starke Renditen als attraktive Anlageklasse erwiesen. Wir glauben, dass Infrastruktur auch weiterhin starke Renditen erbringen und eine wichtige Rolle in den Investorenportfolios spielen wird.

Allerdings hat die rekordhohe Mittelaufnahme im Sektor auch zu einem zunehmend wettbewerbsintensiven Markt geführt und die Bewertungen steigen lassen. Unserer Ansicht nach haben diese Zuflüsse auch zu einer Veränderung der Anlagestrategien beigetragen. Der Sektor konzentriert sich jetzt stärker auf Non-Core-Strategien, von denen viele Kapitalwachstum erzielen müssen, um ihre Renditeziele zu erreichen. Wir glauben, dass diese Strategien eine stärkere Korrelation zu anderen privaten und öffentlichen Eigenkapitalanlagen aufweisen, was dazu führt, dass Investoren die Portfoliovorteile einer Infrastrukturinvestition teilweise einbüßen.

Einige Warnsignale weisen darauf hin, dass der Zyklus bereits weit fortgeschritten ist: Die Manager gehen zu risikoreicheren Strategien über, und die Bewertungen erscheinen nach historischen Maßstäben hoch. Wir glauben jedoch, dass der Bewertungsanstieg durch ein Umfeld niedrigerer Zinsen zum Teil gerechtfertigt werden kann. Hinzu kommt, dass Infrastruktur immer noch einen erheblichen Renditeaufschlag gegenüber risikofreien Zinssätzen aufweist und im Vergleich zu anderen nicht öffentlich gehandelten Anlageklassen attraktiv erscheint.

Diese differenzierte Diskussion zeigt deutlich, wie riskant es ist, Höchststände auszurufen, da einige beunruhigende Signale von anderen glaubhaften, mäßigenden Faktoren ausgeglichen werden. Auch wenn wir den exakten Punkt des Zyklus, an dem wir uns befinden, nicht bestimmen können, glauben wir, dass sich Einkommensstrategien im Falle einer Marktkorrektur besser entwickeln würden als kapitalorientierte Strategien, da das Einkommen aus stabilen Infrastrukturprojekten weiterhin Renditen für Investoren erbringen wird.

⁴ McKinsey Global Private Markets Review 2018

⁵ UBS-AM Proprietary Database



Infrastructure Research and Strategy

Declan O' Brien
Alex Leung

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an:

UBS Asset Management
Infrastructure Research and Strategy

Declan O' Brien
+44-20-7567 1961
declan.obrien@ubs.com

Folgen Sie UBS Asset Management auf LinkedIn 

www.ubs.com/institutionelle-investoren



Das Dokument stellt keinerlei Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder anderer Finanzinstrumente betreffend UBS AG oder ihre verbundenen Unternehmen in der Schweiz, in den USA oder aber in einem anderen Land dar. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung von UBS Asset Management weder teilweise noch vollständig verwendet, reproduziert, noch weiterverteilt oder neu aufgelegt werden. Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit. Jegliche Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Bitte beachten Sie, dass aus vergangenen Wertentwicklungen nicht auf zukünftige Ergebnisse geschlossen werden kann. Beim Immobilieninvestment (mittels Direktinvestitionen, geschlossenen oder offenen Fonds) sind die zugrunde liegenden Vermögenswerte illiquide und die Bewertung unterliegt der Einschätzung der bewertenden Person. Der Wert der Investitionen und die Erträge aus den Investitionen können ebenso sinken wie steigen und es besteht die Möglichkeit, dass Investoren nicht den ursprünglich investierten Betrag zurückerhalten. **Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbekommunikation. Sämtliche geäußerten Markt oder Anlageansichten stellen keine Finanzanalyse (Investment Research) dar.** Das Dokument wurde nicht in Übereinstimmung mit rechtlichen Anforderungen irgendeiner Jurisdiktion erstellt, die die Unabhängigkeit von Finanzanalysen zum Gegenstand haben und es bestehen keinerlei Einschränkungen, die Transaktionen vor der Verbreitung von Finanzanalysen untersagen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen weder der Verbreitung, noch stellen sie eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder Fonds dar. Einige der Einschätzungen in diesem Dokument sind zukunftsbezogen. Tatsächliche zukünftige Ergebnisse können von diesen Einschätzungen jedoch erheblich abweichen. Die geäußerten Meinungen erfolgten nach bestem Wissen von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments: Es besteht keinerlei Verpflichtung zur Aktualisierung oder Änderung dieser zukunftsbezogenen Aussagen aufgrund neuer Informationen, zukünftiger Ereignisse oder Sonstigem. Des Weiteren haben diese zukunftsbezogenen Aussagen nicht zum Ziel, die zukünftige Wertentwicklung (Performance) einzelner Wertpapiere, Anlageklasse oder Märkte allgemein vorherzusehen oder zu garantieren, noch zielen sie darauf ab, die zukünftige Performance jeglicher Konten, Portfolios oder Fonds bei UBS Asset Management vorherzusehen. Quelle für sämtliche Daten und Grafiken (sofern nicht anders vermerkt): UBS Asset Management. Stand der Aussagen ist März 2018. Es handelt sich um einen allgemeinen Leitfaden hinsichtlich der Einschätzungen von UBS Asset Management. Publiziert im September 2018. **Für globalen Gebrauch genehmigt.**

© UBS 2018. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.