

Gute Gründe für Infrastrukturkredite

White-Paper-Reihe Infrastruktur: **Teil 1**



Einführung in unsere Infrastruktureihe

Investoren können auf verschiedenen Wegen Zugang zur Anlageklasse Infrastruktur finden: direkt über nicht börsennotierte (private) Fremd- und Eigenkapitalanlagen oder durch den Kauf börsennotierter (öffentlich gehandelter) Anleihen und Aktien.

Diese Publikationsreihe wird einige wesentliche Portfoliogesichtspunkte untersuchen, um zur Aufklärung der Investoren über die relativen Chancen und Risiken von Investitionen in die – und innerhalb der – Anlageklasse beizutragen.

Unsere erste Veröffentlichung befasst sich mit dem wachsenden Bereich der Infrastrukturkredite. Wir betrachten die Fundamentaldaten hinter dem zunehmenden Interesse institutioneller Investoren an diesem Sektor.

Infrastruktur im Überblick

Infrastruktur bildet das Rückgrat der Volkswirtschaft und ist grundlegend wichtig für das ordentliche Funktionieren einer modernen Gesellschaft. Allgemein bezeichnet Infrastruktur physische Strukturen oder Einrichtungen, Systeme und Netzwerke, die wesentliche öffentliche Dienstleistungen erbringen oder unterstützen. Der Begriff Infrastruktur umfasst ein breites Spektrum von Wirtschaftsgütern, die sich grob wie folgt kategorisieren lassen:

Sektoren

Versorger und Energie:



- Bereitstellung oder Weiterleitung von wesentlichen Dienstleistungen wie Wasser, Gas, Elektrizität
- Stromerzeugung (konventionell und erneuerbar)
- Speicheranlagen

Einnahmestruktur

Reicht von risikoarmen regulierten Versorgern bis zu frei am Markt tätigen Stromerzeugern („merchant power plants“) mit hohem Risiko

Transportbezogene Infrastruktur:



- Mautstraßen, Brücken, Tunnel, Schienenwege
- Flughäfen, Häfen, Fähren, Parkplätze, Raststätten

daher sind Investitionen einem „Nachfragerisiko“ ausgesetzt; oft besteht ein gewisser Schutz zur Begrenzung von Mengenrisiken

Kommunikation:



- Telekommunikation, Fernsehen und Sendemasten
- Kabel- und Glasfasernetze
- Intelligente Messgeräte, Rechenzentren

Branche wird typischerweise durch Regulierung gestützt, doch sind Investitionen oft einem „Nachfragerisiko“ ausgesetzt

Soziale Infrastruktur:



- Schulen, Krankenhäuser, Wohn- und Gerichtsgebäude
- Öffentliche Verkehrsmittel

Einrichtungen sind in der Regel nur mit staatlicher Unterstützung wirtschaftlich tragbar, etwa durch ein „Verfügbarkeitsentgelt“

Institutionelle Investitionen in Infrastruktur

Der Infrastrukturmarkt, der vor weniger als zehn Jahren noch von Banken dominiert wurde, hat sich zu einem Markt mit zunehmender Präsenz institutioneller Investoren entwickelt. Die fundamentalen Treiber dieser Entwicklung sind der regulatorische Wandel und die Suche nach Renditen.

Mit der Einführung von Basel III wurden Banken für die Vergabe langfristiger Darlehen bestraft, während Änderungen der Solvency-II-Richtlinie die Attraktivität von Infrastruktur für europäische Versicherungsunternehmen steigerte. Angesichts der Renditekompression in den traditionellen Festzinsmärkten durch eine lockere Geldpolitik ist darüber hinaus der Appetit institutioneller Investoren auf renditestärkere Alternativen wie Infrastruktur gestiegen.

Gemessen am verwalteten Vermögen (AuM) institutioneller Investoren in den OECD-Ländern ist der Infrastrukturanteil mit 1,1 Prozent¹ immer noch niedrig, auch wenn sich dieser Wert seit 2012 verdoppelt hat. Nach Angaben von Preqin sind institutionelle Investoren stark am Sektor interessiert: 89 Prozent der befragten Infrastrukturinvestoren planen demnach, ihre Allokation in der Anlageklasse im kommenden Jahr beizubehalten oder zu erhöhen.

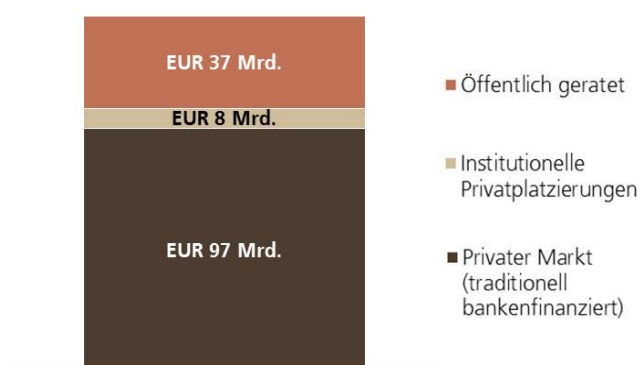
In Europa hat die Aktivität am Markt für Kreditfonds stetig zugenommen. Seit 2013 wurden Kreditfonds im Volumen von rund 7 Milliarden Euro² aufgelegt, davon sechs Fonds mit insgesamt 2,6 Milliarden Euro³ im Jahr 2016, ein Rekordwert.

Dennoch machen Banken weiterhin einen großen Teil (rund 90 Prozent – siehe Abb. 1) des Marktes für private⁴ Infrastrukturkredite aus.



Nach unserer Beobachtung streben Banken typischerweise kürzere Laufzeiten von unter fünf Jahren an, sofern sie nicht strategische Gesichtspunkte hinsichtlich der Kundenbeziehung berücksichtigen. Diese Abwendung von langfristigen Darlehen ist eine direkte Folge der erhöhten Kapitalanforderungen unter Basel III.

Abb. 1: 142 Milliarden Euro Infrastrukturkredite im Jahr 2016



Quelle: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), IJ Global

Während institutionelle Investoren besonders bei größeren Transaktionen sehr aktiv waren (Durchschnittsgröße 2016: 227 Millionen Euro), dominierten Banken weiterhin den Mid-Cap-Bereich mit dem höchsten Transaktionsvolumen; 2016 hatten mehr als 54 Prozent aller Deals im privaten Markt eine Größe von unter 100 Millionen Euro.

Dieses mittlere Marktsegment stellt einen großen Zielmarkt dar, mit möglichen Wettbewerbsvorteilen für Investoren, die in der Lage sind, langfristige Finanzierungen anzubieten.

¹ Annual Survey of Large Pension Funds. OECD, 2015.

² Ohne Managed Accounts /Spezialfonds, da für sie keine veröffentlichten Daten vorliegen

³ Quelle: Preqin, Infra deals

⁴ Ohne Unternehmen mit öffentlichem Rating



Infrastrukturkredite unter Portfoliogesichtspunkten

Aus unserer Sicht ist die Anlageklasse vor allem aus diesen Gründen attraktiv für Investoren:



Weniger Risiko als vergleichbare Unternehmensfinanzierungen



Duration und Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensanleihen



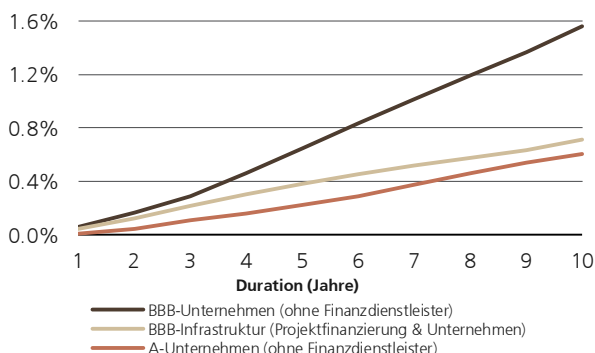
Antizyklische Merkmale wirken diversifizierend gegenüber anderen Kreditanlagen



Weniger Risiko als vergleichbare Unternehmensfinanzierungen

Laut Ausfall- und Rückgewinnungsstudien von Moody's weisen Infrastrukturkredite weniger Risiko auf als Unternehmensfinanzierungen mit vergleichbarem Rating⁵. Die Untersuchungen zeigen, dass bei einem BBB-Rating die erwartete Verlustquote von Infrastrukturkrediten über zehn Jahre weniger als halb so hoch ist wie die von Unternehmensfinanzierungen. Diese niedrigeren Verluste bedeuten, dass Infrastrukturkredite überlegene Nettospreads (tatsächliche Renditeerfahrung) gegenüber gleich gerateten Unternehmensfinanzierungen mit identischem Bruttospread erzielen.

Abb. 2: Erwarteter Verlust bei BBB-Infrastruktur tendiert in Richtung Unternehmen mit A-Rating (Erwarteter Verlust)



Quelle: UBS Asset Management, REPM; Moody's Infrastructure Default and Recovery Rates, 1983–2015

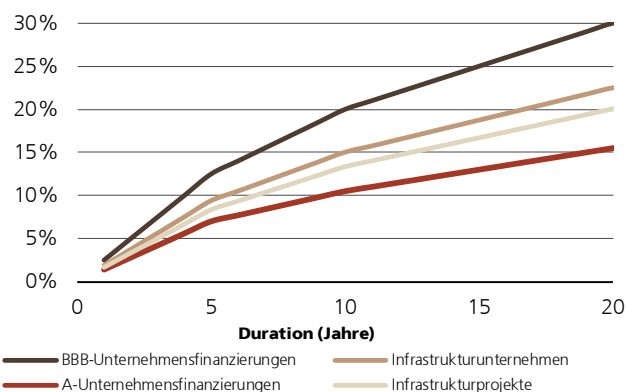
Die Europäische Kommission hat dieses niedrigere Risiko durch die Einführung eines eigenen Buckets für Infrastruktur im Rahmen der Solvency-II-Regulierung berücksichtigt. Dies führt

⁵ Unternehmensfinanzierung bezieht sich hier immer auf Nichtfinanzunternehmen

zu einer erheblich verringerten Solvenzkapitalanforderung (SKA) für geeignete Infrastrukturanlagen gegenüber Unternehmensfinanzierungen.

" Bei einem BBB-Rating ist die erwartete Verlustquote von Infrastrukturkrediten über zehn Jahre weniger als halb so hoch wie die von Unternehmensfinanzierungen."

Abb. 3: SKA für Infrastruktur niedriger als für BBB-Unternehmen (SKA: Solvenzkapitalanforderung)



Quelle: UBS Asset Management, REPM, basierend auf der Delegierten Verordnung der Europäischen Kommission (EU) 2017/154



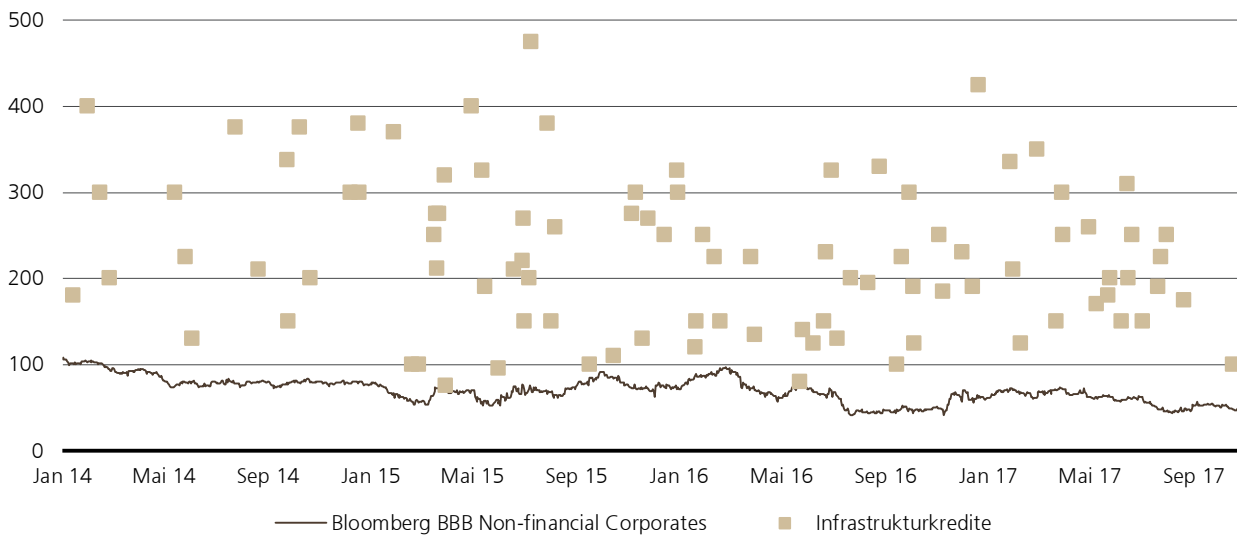
Duration und Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensanleihen

Infrastruktur ist kapitalintensiv und besitzt üblicherweise eine lange erwartete Nutzungsdauer. Diese Eigenschaften wirken unterstützend für langfristige Finanzierungen, die (verbunden mit stabilen Geschäftsrisiken) eine effektive Duration für Investoren mit entsprechenden Verbindlichkeiten bieten können. Inflationsgebundene Finanzierungen könnten für das Asset-Liability-Management zusätzliche Vorteile bringen; die Nachfrage europäischer Emittenten ist jedoch begrenzt, da Aktienanleger die inflationsgebundenen Cashflows des Anlageobjekts möglichst für sich vereinnahmen wollen.

Private Infrastrukturkredite bieten einen Renditeaufschlag gegenüber öffentlich gehandelten Unternehmensanleihen. Dieser Aufschlag kompensiert die illiquide Natur und die Komplexität einer Investition, bei der Transaktionen typischerweise Strukturierungskompetenz und ein Verständnis der objektspezifischen Risiken erfordern. Abb. 4 stellt den Spread von privaten Infrastrukturtransaktionen (über Swaps) in Europa von 2014 bis 2017 dar und zeigt die überlegene Renditeerfahrung im Vergleich zu einem passiven Index für Unternehmensanleihen.

Abb. 4: Renditeaufschlag bei Infrastrukturkrediten (2014–2017)

(Spread über Swaps in Bp.)

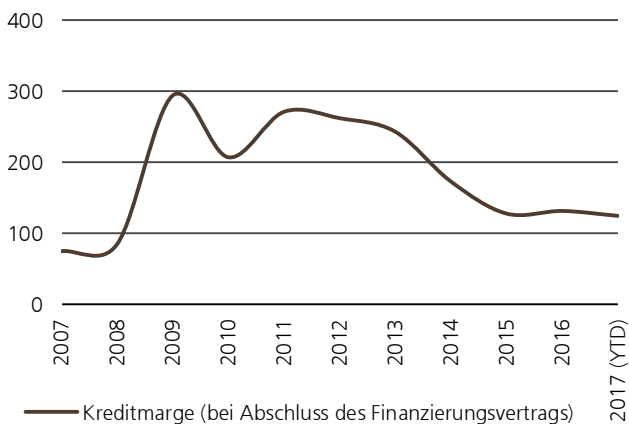


Quelle: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM); Infrastrukturkredite: Infra Deals; Bloomberg BBB Non-financial Corporates: BVCSE010 Index.
Anm.: Infrastruktur-Preisdaten werden als Spread über Swaps dargestellt. Um eine Vergleichbarkeit herzustellen, ziehen wir die Zehn-Jahres-Swap-Rate (EUSA10 Currency) vom BVCSE010 Index ab, sodass nur der Spread über Swaps übrig bleibt.

Gelegenheiten mit Infrastrukturkrediten konzentrieren sich aus unserer Sicht im Grenzbereich zwischen hohem Non-Investment-Grade und niedrigem Investment-Grade. Wie Abb. 5 zeigt, sind die Aufschläge geschrumpft, besonders bei verfügbarkeitsbasierten Projekten wie öffentlich-privaten Partnerschaften (ÖPP).

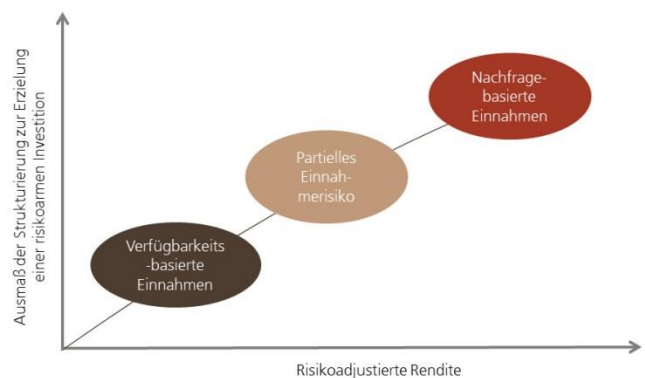
Wir glauben, dass sich die risikoadjustierten Renditen mittels direkter Anbahnung und Strukturierung (z. B. durch angemessene Fremdkapitalaufnahme, Sicherheiten, Vertriebsperrfristen und Barreserven) gegenüber breit syndizierten Transaktionen, die oft nur begrenzte Möglichkeiten bieten, die Struktur zu beeinflussen, verbessern lassen (siehe Abb. 6).

Abb. 5: Preiskompression bei europäischen ÖPP



Quelle: UK National Audit Office (2007–2014) und UBS Schätzungen (2015–2017)

Abb. 6: Minderung von Einnahmerisiken durch Strukturierung kann risikoadjustierte Renditen steigern

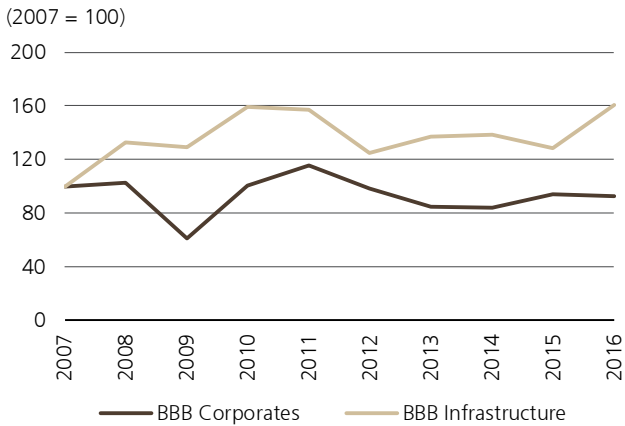


Quelle: UBS Asset Management, REPM; Oktober 2017

→ Antizyklische Merkmale wirken diversifizierend gegenüber anderen Kreditanlagen

Die defensiven und antizyklischen Merkmale von Infrastruktur sollten zu stabileren Cashflows als bei Unternehmensanleihen führen. Dies zeigt Abb. 7, in der das EBITDA-Profil von europäischen BBB-gerateten Emittenten aus der Infrastruktur und dem breiteren Unternehmenssegment dargestellt wird.

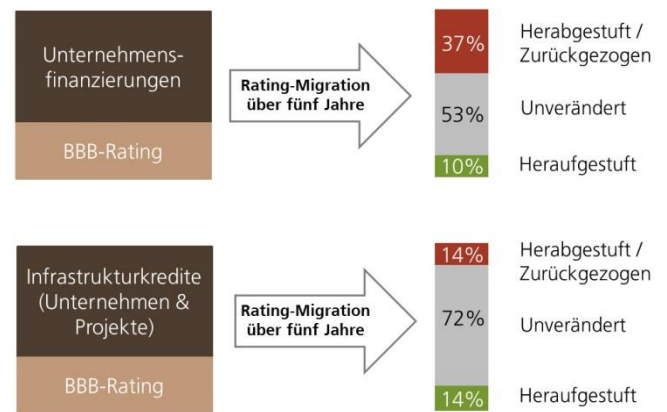
Abb. 7: EBITDA von Infrastruktur robuster als bei Unternehmen



Quelle: Bloomberg. Anm.: Alle Emittenten mit BBB-Rating per Oktober 2017; Infrastruktur ohne Telekommunikationsunternehmen

Diese stabile EBITDA-Entwicklung wird durch die Migrationsraten von Moody's über fünf Jahre zusätzlich bekräftigt (siehe Abb. 8). Sie zeigen, dass Emittenten aus dem Bereich Infrastruktur stabilere Ratings aufweisen als Unternehmen. Hinzu kommt, dass im Untersuchungszeitraum laut Moody's die Rating-Migration von Unternehmen über ein Jahr um 23 Prozent⁶ volatiler war als bei Infrastruktur.

Abb. 8: Infrastruktur mit weniger Herabstufungen über Fünf-Jahres-Zeitraum



Quelle: Moody's Infrastructure Default and Recovery Rates, 1983–2016.
Anm.: Bezieht sich auf Emittentenratings für Unternehmensinfrastruktur und Infrastruktur-Projektfinanzierungen sowie Nichtfinanzunternehmen
Hinweis: 6 Addendum: Infrastructure Default and Recovery Rates, 1983–2015



" Die risikomindernden und antizyklischen Eigenschaften der Anlageobjekte, verbunden mit einem zusätzlichen Renditeaufschlag für private Infrastruktur, machen die Anlageklasse zu einer attraktiven Investition für Pensionspläne und Versicherungsunternehmen."



Risikomindernde
und antizyklische
Eigenschaften

Wesentliche Risiken bei der Investition in Infrastrukturkredite

Einnahmerisiken

Wie in Abb. 6 dargestellt, existiert eine breite Spanne von Einnahmerisikoprofilen. Ein Nachfragerisiko herrscht vor allem bei Projekten auf den Gebieten Transportwesen und Energie. Die Reisepräferenzen eines Nutzers oder die Nachfrage nach Kraftwerksleistung können sich verändern; falls allerdings das Anlageobjekt eine wichtige Verkehrsverbindung ermöglicht oder für die Energiesicherheit in seiner Region unverzichtbar ist, kann dies die Einnahmen erheblich stabilisieren.

Regulatorische und staatliche Risiken

Angesichts ihrer grundlegenden Bedeutung und monopolistischer Merkmale werden Infrastrukturprojekte oft umfassend reguliert; damit sind sie einer gewissen politischen Einflussnahme ausgesetzt. Die Einschätzung der regulatorischen Stabilität, Transparenz und Unabhängigkeit in der Vergangenheit ist daher ein zentraler Teil der Investmentanalyse.

Vertrags- und Kreditrisiken

Neben den regulatorischen sind auch vertragliche Schutzmechanismen ein wichtiges Merkmal von Infrastrukturtransaktionen. In Sektoren mit unsicherer Nachfrage oder Preisentwicklung können solche Verträge – falls von kreditwürdigen Gegenparteien aufgesetzt und nicht erheblich von marktüblichen Bedingungen abweichend – diese Risiken erheblich verringern.

Bau- und operative Risiken

Entwicklungsprojekte („greenfield projects“) führen zu Baurisiken, doch diese können durch Strukturierung (zum Beispiel durch die Weitergabe von Risiken an einen kompetenten und kreditwürdigen Auftragnehmer), Leistungsunterstützung und Liquidität zur Abdeckung von Verzögerungen und Kostenüberschreitungen begrenzt werden.

Da Infrastruktur das Funktionieren von unverzichtbaren Anlageobjekten und Dienstleistungen erfordert, ist sie mit hohen inhärenten Risiken verbunden; ein Leistungsausfall kann zu schweren Strafen oder, in einigen Szenarien, zum Verlust der Lizenz oder Konzession führen. Um dieses Risiko zu verringern, ist es unbedingt erforderlich, dass die Eigentümer/Betreiber über die notwendige Branchenerfahrung verfügen.

Kapitalstruktur

Infrastrukturanlagen werden typischerweise mit Fremd- und Eigenkapital im Verhältnis von etwa 75:25 finanziert. Die grundlegende Bedeutung der Anlageobjekte und ihre stabilen Cashflows sprechen für eine höhere Fremdverschuldung;

angesichts der unterschiedlichen Einnahmerisikoprofile ist es jedoch wichtig, die Höhe des Verschuldungsgrades an die Risiken anzupassen, die um die Einnahmestabilität herum bestehen. Entsprechend sollten Strukturen, die Elemente von Refinanzierungs-, Inflations-, Währungs- oder Zinsänderungsrisiken enthalten, in angemessener Weise abgesichert werden, um Marktrückschlägen in Stress-Szenarien standzuhalten.

Wesentliche Auswirkungen der ESG-Kriterien auf Infrastrukturinvestitionen

Dank der ökonomischen und sozialen Vorteile von Infrastruktur ist die Anlageklasse gut positioniert, um eine positive Wirkung im Hinblick auf die ESG-Kriterien zu erzielen. Allerdings muss jede Investition für sich betrachtet werden; zunehmend sieht die Branche zufriedenstellende Bedingungen auf den Gebieten Umwelt, Soziales und Unternehmensführung als Grundvoraussetzung für jede Infrastrukturinvestition.

Einen zentralen Platz in dieser Analyse nehmen die Folgen einer Investition für den Klimawandel ein. Vor dem Hintergrund des Pariser Abkommens erkennen immer mehr Investoren ihre Verantwortung, Investitionen zu fördern, die zur Reduzierung des Kohlenstoffausstoßes beitragen.

Die Anwendung von ESG-Prinzipien auf Infrastrukturinvestitionen kann zum doppelten Vorteil eines nachhaltigen Investments und eines potenziell profitableren langfristigen Anlageobjekts führen. Angesichts des Umfangs und der langfristigen Natur von Infrastrukturinvestitionen kann die Missachtung dieser Prinzipien erhebliche Auswirkungen mit sich bringen; sie müssen daher angesprochen werden

Fazit

Der Markt für Infrastrukturkredite ist gereift und hat sich als eigene Anlageklasse fest etabliert. Die Regulierung nach Solvency II macht Infrastruktur attraktiver für Versicherungsunternehmen, Basel II und III verstärken die Nachteile für Banken; zusammen hat dies in den vergangenen zehn Jahren zu einer signifikant veränderten Marktzusammensetzung bei Infrastrukturkrediten geführt.

Die regulatorischen Veränderungen werden von einem Niedrigzinsumfeld überlagert, das von quantitativer Lockerung getrieben wird und die Renditen in den traditionellen Festzinsmärkten unter Druck setzt. Immer mehr Investoren interessieren sich für alternative Anlageklassen wie Infrastrukturkredite, um ihre Renditen zu steigern.

Die risikomindernden und antizyklischen Eigenschaften der Anlageobjekte, verbunden mit einem zusätzlichen Renditeaufschlag für private Infrastruktur, machen die Anlageklasse zu einer attraktiven Investition für Pensionspläne und Versicherungsunternehmen. Darüber hinaus erhöhen die möglichen sozialen und ökonomischen Vorteile von Infrastruktur für die Gesellschaft die Attraktivität der Anlageklasse.

Real Estate Research & Strategy

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an

UBS Asset Management
Real Estate & Private Markets

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

www.ubs.com/infrastructure



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 Dezember 2017. Es handelt sich um einen allgemeinen Leitfaden hinsichtlich der Einschätzungen von UBS Asset Management. Publiziert im Januar 2018. **Für globalen Gebrauch genehmigt.**

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