

## INFRASTRUKTURINVESTITIONEN – VORTEILE DURCH MULTI-MANAGER-LÖSUNGEN REALISIEREN



# INFRASTRUKTURINVESTITIONEN – VORTEILE DURCH MULTI-MANAGER-LÖSUNGEN REALISIEREN

<b>1. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen stärken Nachfrage nach alternativen Investmentopportunitäten</b> . . . . .	S. 3
<b>2. Differenzierung der Möglichkeiten im Infrastruktursegment nach relevanten Parametern</b> . . . . .	S. 3
2.1 <b>Beteiligungsarten</b> . . . . .	S. 3
2.2 <b>Systematik Infrastrukturbereiche</b> . . . . .	S. 4
2.3 <b>Vergütungssysteme</b> . . . . .	S. 4
2.4 <b>Projektreife – Greenfield und Brownfield</b> . . . . .	S. 6
2.5 <b>Komplexität im Infrastruktursegment</b> . . . . .	S. 6
<b>3. Verhalten bei Marktschwankungen</b> . . . . .	S. 7
3.1 <b>Auswirkungen der Pandemie auf unterschiedliche Sektoren der Infrastruktur</b> . . . . .	S. 7
3.2 <b>Nichtgelistete Infrastrukturunternehmen profitieren von geringer Korrelation zu anderen Assetklassen</b> . . . . .	S. 8
<b>4. Vorteile durch Multi-Manager-Lösungen</b> . . . . .	S. 9
4.1 <b>Zusätzliches Diversifikationspotential durch Multi-Manager-Struktur</b> . . . . .	S. 9
4.2 <b>Umsetzung eines diversifizierten Infrastrukturportfolios – Make or buy?</b> . . . . .	S. 10
<b>5. Fazit</b> . . . . .	S. 11

## Management Summary

- Infrastrukturinvestitionen bieten attraktive Anlagechancen für Investoren mit langfristiger Ausrichtung
- Hohes Diversifikationspotential für das Gesamtportfolio und innerhalb der Anlageklasse sowie vielfältige Ausgestaltungen ermöglichen stabile und planbare Auszahlungen, die insbesondere für institutionelle und professionelle Investoren eine interessante Alternative im bestehenden Niedrigzinsumfeld bieten
- Nicht an der Börse gelistete Infrastrukturprojekte zeichnen sich durch eine geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen aus und weisen eine hohe Krisenresistenz auf
- Der Markt für Infrastrukturinvestitionen ist äußerst komplex und gekennzeichnet durch hohe Markteintrittsbarrieren, was ein spezialisiertes Investmentteam mit hoher Expertise und Erfahrung unabdingbar macht
- Multi-Manager-Lösungen eröffnen vielen Marktteilnehmern den Zugang und damit die Partizipation an der Anlageklasse
- Die zusätzlich anfallende Gebühr für eine Multi-Manager-Lösung wird durch viele Vorteile ausgeglichen und in der Regel deutlich überkompensiert
- Multi-Manager-Fonds bieten insbesondere kleineren, neuen aber auch großen Marktteilnehmern, ohne die entsprechenden Mitarbeiterressourcen, einen kosteneffizienten und wertvollen Marktzugang

### Autoren:



**Peter Schnellhammer**  
Investment Writer  
peter.schnellhammer@aquila-capital.com



**Christian Brezina**  
Head | Fund and Multi-Asset Investments  
christian.brezina@aquila-capital.com

## 1. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen stärken Nachfrage nach alternativen Investmentopportunitäten

Die Diversifikation ist, Umfragen unter Investoren zufolge, der maßgebliche Anreiz für Investitionen in alternative Anlagen. Vor allen anderen Assetklassen führen 70 Prozent der Investoren die Diversifikation als Haupttreiber für Infrastrukturinvestitionen auf.<sup>1</sup> Neben diesem Anreiz wird es für institutionelle und professionelle Investoren im bestehenden Zinsumfeld zunehmend schwieriger und am Rentenmarkt nahezu unmöglich, ihre Renditeanforderungen zu erfüllen. Unter den aktuellen Bedingungen rückt auch das Verhalten unterschiedlicher Anlageklassen in Krisensituationen wieder in den Fokus, während an den Aktienmärkten die Volatilität zurückgekehrt ist.

Die Anlageklasse Infrastruktur bietet dabei gute Zukunftsperspektiven, da die Trends Digitalisierung, Energiewende und neue Mobilitätskonzepte im Zentrum stehen. Der enorme Investitionsbedarf in diesen Bereichen wird eine Vielzahl an Möglichkeiten eröffnen.

Alternative Anlagen im Infrastruktursegment bieten attraktive Opportunitäten, doch beim Aufbau von Infrastruktur-Allokationen sind viele Besonderheiten zu beachten. Das umfassende Anlage-Universum, dessen Komplexität durch die stetig steigende Zahl von Anbietern zunehmend wächst, stellt Investoren vor große Herausforderungen.

Im Mittelpunkt stehen dabei die Überwindung hoher Markteintrittsbarrieren, Marktscreeing, Fondsselektion, Abbildung in IT-Systemen und Monitoring. In diesem Zusammenhang ist die Expertise eines erfahrenen, spezialisierten Investmentteams unerlässlich.

Neben dem Aufbau eigener Kapazitäten, sollten die Vorteile der Auslagerung bedacht werden. Multi-Manager-Lösungen – outsourcing von Portfolioaufbau und -steuerung auf einen externen Manager – bieten in vielen Fällen eine wertvolle Alternative.

Multi-Manager-Lösungen überzeugen mit vielen Vorteilen und eröffnen einem breiten Investorenkreis sehr gute und kosteneffiziente Alternativen, an der Entwicklung des Infrastruktursegments zu partizipieren.

## 2. Differenzierung der Möglichkeiten im Infrastruktursegment nach relevanten Parametern

Zur Infrastruktur zählen alle physischen und organisatorischen Einrichtungen, die operativ und wachstumsorientiert von essentieller Bedeutung für moderne Volkswirtschaften sind, zum Beispiel Straßen und Brücken aber auch Schulen und Krankenhäuser. Traditionell wurde deren Bereitstellung als überwiegend öffentliche Aufgabe gesehen, doch hinsichtlich der Produktivität des Kapitals, angespannter Staatshaushalte und einem enormen Bedarf an Erneuerungsinvestitionen spielt die Privatisierung und der resultierende Zugang zu privatem Kapital eine zunehmend wichtige Rolle.

Dabei ist Infrastruktur nicht gleich Infrastruktur. Das Segment erstreckt sich über eine Vielzahl von Anlagemöglichkeiten. Angefangen von der Wahl der Beteiligungsart, über wirtschaftliche oder soziale Infrastrukturprojekte bis zur Vergütungsstruktur gibt es zahlreiche Unterschiede und Besonderheiten. In Abhängigkeit vom Rendite-Risiko-Profil des Investors bietet die Assetklasse die Möglichkeit für maßgeschneiderte Lösungen sowie wertvolle Ergänzungen auf Portfolioebene.

### 2.1 Beteiligungsarten

Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, sich über Eigen- oder Fremdkapital direkt oder indirekt an Infrastrukturprojekten zu beteiligen. Direkte Fremdkapitalengagements beziehen sich auf projekt- und anlagenbasierte Finanzierungen, die in der Regel auf Basis begebener Anleihen bestehen. Indirekt ist die Beteiligung an Infrastrukturbondfonds möglich.

Fremdkapitalbeteiligungen verfügen oftmals über feste Kuponzahlungen, führen so zu unmittelbaren, laufenden Erträgen und weisen durch die Rangfolge in der Kapitalstruktur ein geringeres Verlustrisiko auf. Die Renditeaussichten sind allerdings geringer, zudem ist eine Partizipation an der Wertentwicklung der Anlagen und somit der direkte Bezug zur Entwicklung der Realwirtschaft weniger gegeben. Über Eigenkapital lassen sich diese Potentiale zu Lasten eines höheren Risikos heben. Opportunitäten für direkte Eigenkapitalbeteiligungen ergeben sich durch Privatisierungen (z. B. Übernahme eines staatlichen Energieversorgers), Öffentlich-Private-Partnerschaften (ÖPP) (z. B. Bau und Betrieb staatlicher Mautstraßen) sowie durch rein private Investitionen (z. B. Bau und Betrieb eines Windparks). Da direkte Eigenkapitalinvestitionen oftmals erheblichen Kapitalbedarf aufweisen und das Diversifizierungspotential der meisten Investoren stark begrenzen, sind fondsbasierte indirekte Beteiligungsformen von maßgeblicher Bedeutung.

<sup>1</sup> Preqin Investor Interviews, November 2019

Indirekte Beteiligungen an Infrastrukturobjekten können durch Investitionen in börsennotierte oder nicht-börsennotierte Infrastrukturfonds realisiert werden. Börsennotierte Fonds weisen eine hohe Liquidität auf, sind jedoch auch den auftretenden Schwankungen der Börse unterworfen. Nicht gelistete Infrastrukturfonds bieten, durch die geringe Korrelation zu anderen Assetklassen, erhebliches Diversifizierungspotential für Portfolien. Dabei zeichnen sie sich durch hohe Illiquidität aus, welche jedoch durch einen wachsenden Sekundärmarkt relativiert wird. Eine dennoch daraus resultierende Illiquiditätsprämie sowie die spezifischen Charakteristika bieten für Investoren mit langfristigem Anlagehorizont attraktive Opportunitäten, durch langfristig planbare und stabile Ausschüttungen. Diese Eigenschaften machen sie zunehmend interessant für institutionelle und professionelle Investoren, die im aktuellen Marktumfeld nach langfristig ausschüttenden, rentierlichen Projekten suchen.

## 2.2 Systematik Infrastrukturbereiche

Infrastruktur ist ein zentrales Element der modernen Volkswirtschaften. Wirtschaftliche Infrastrukturanlagen verantworten den Transport, den Austausch von Gütern, die Kommunikation sowie die Versorgung des essentiellen Bedarfs an Wasser und Energie. Soziale Infrastruktur bezieht sich auf Bereiche, die von unmittelbarer gesellschaftlicher Bedeutung sind, wie beispielsweise Krankenhäuser und Schulen.

Tabelle 1 verdeutlicht das Leistungsspektrum, über das sich die Bereiche der Infrastruktur erstrecken. Diese dringen dabei in nahezu jeden Bereich des täglichen Lebens vor. Hohe Markteintrittsbarrieren und teilweise monopolistische Marktpositionen bestimmen die Art und den Umfang staatlicher Beteiligung.

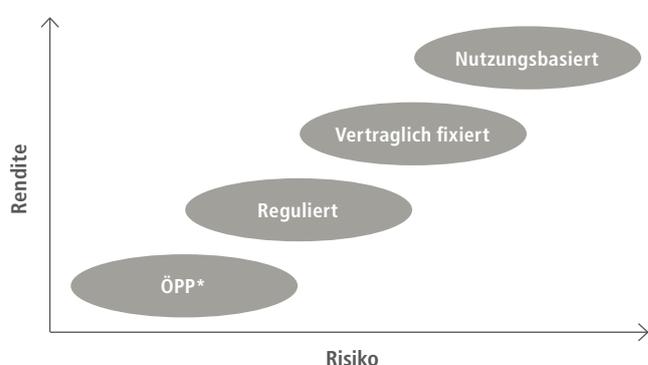
**Tabelle 1: Systematik Infrastruktur**

Wirtschaftliche Infrastruktur				Soziale Infrastruktur
Verkehr	Energie	Versorgung	Kommunikation	
Brücken /Tunnel	Windkraft	Stromverteilung	Satelliten	Krankenhäuser
Mautstraßen	Photovoltaik	Gasverteilung	Sendeanlagen	Sportstätten
Eisenbahnen / ÖPNV	Wasserkraft	Wasseraufbereitung und -verteilung	Glasfaser / Netzwerke	Schulen / Universitäten
Flug- und Seehäfen	Energiespeicher	Abfallbeseitigung und -aufbereitung	Datenzentren	Öffentliche Verwaltungsgebäude

## 2.3 Vergütungssysteme

Infrastrukturanlagen unterscheiden sich insbesondere durch die Ausgestaltung des Vergütungssystems, auf dessen Basis ein Investor vergütet wird (von vollständig vertraglich vereinbart und nutzungsunabhängig, bis nachfrageabhängig). Diese unterschiedlichen Vergütungssysteme bieten bei Infrastrukturinvestitionen komplexe Möglichkeiten, individuelle Anforderungen zu erfüllen. Dem Rendite-Risiko-Profil des Investors folgend, sind unterschiedliche Ausgestaltungen – in Abhängigkeit des Infrastrukturprojektes und der jeweiligen staatlichen Beteiligung – möglich.

**Abbildung 1: Risiko-Rendite-Profil in Abhängigkeit des Vergütungsmodells<sup>2</sup>**



\* nach Verfügbarkeitsmodell

<sup>2</sup> Aquila Capital (illustrativ)

## INFRASTRUKTURINVESTITIONEN – VORTEILE DURCH MULTI-MANAGER-LÖSUNGEN REALISIEREN

Abbildung 1 illustriert die im Infrastruktursegment grundsätzlich zu unterscheidenden Ausgestaltungen. Ausgehend von fixierten bis hin zu variablen, von der Nutzung abhängigen, Zahlungsströmen sind – basierend auf der Risikoübernahme des Investors – verschiedenste Varianten, Mischformen und Kombinationen möglich.

Öffentlich Private Partnerschaften (nach Verfügbarkeit) weisen das geringste Risiko auf, da es sich bei den finanzierten Infrastrukturmaßnahmen in der Regel um öffentliche Güter handelt. Deren Bereitstellung, Finanzierung sowie Instandhaltung und Wartung wird teilweise vom Staat an den privaten Sektor vergeben. Hoheitlich vom Staat zu erfüllende Aufgaben von beispielsweise Schulen, werden in diesem Fall an private Investoren ausgelagert. Über vorab langfristig fixierte Verträge – mit Miet- bzw. Pachtverhältnissen zu vergleichen – stehen sie der öffentlichen Nutzung zur Verfügung. Infrastrukturinvestoren treten in diesem Fall mehr oder weniger als Dienstleister auf. Das entfallende Bonitätsrisiko, durch die Beteiligung des Staats, sowie bereits vorab gesicherte Zahlungsströme minimieren das Risiko. Das geringe Risiko hat jedoch eine reduzierte Risikoprämie zur Folge.

Monopolistische Marktstellungen, die in bestimmten Bereichen der Versorgung mit Privatisierungsmaßnahmen einhergehen, werden durch den Staat reguliert. Aufgrund der Monopolstellung von insbesondere leitungsgebundener Infrastruktur, etwa bei den Strom-, Gas und zum Teil Wassernetzen, kann die Preissetzung nicht durch einen Marktmechanismus erfolgen. Die Preissetzung folgt, statt vertraglich bzw. gesetzlicher Fixierung, den Berechnungsmethoden staatlicher Regulierungsbehörden. Innerhalb dieses Verfahrens wird den spezifischen Anlagencharakteristiken Rechnung getragen. Diese zeichnen sich in der Regel durch sehr lange Nutzungsdauern und damit verbundene Investitionskosten sowie Instandhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen aus. Ziel ist es, einen Ausgleich zwischen

den Verbraucherinteressen (langfristig funktionsfähige und kostengünstige Infrastruktur) und den Anbieterinteressen (verlässliche Rahmenbedingungen für Investition und laufenden Betrieb) herzustellen sowie entsprechende Anreizmechanismen für Investoren zu schaffen. In der Folge lassen sich, aufgrund der relativ unelastischen Nachfrage in diesem Bereich, ebenfalls langfristig planbare und geringen Schwankungen unterworfenen Zahlungsströme erzielen.

Auch ohne staatliche Beteiligungen ist es im privaten Sektor in einigen Bereichen möglich, bereitstellungsabhängige Vergütungsmodelle durch vertragliche Strukturen (sogenanntes contracting) zu erreichen. Im Bereich der erneuerbaren Energien ist zum Beispiel im Markt für private Stromabnahmeverträge (Power Purchase Agreements / PPAs) ein enormes Wachstum zu verzeichnen. Langfristige Verträge zur Abnahme erneuerbar produzierten Stroms bieten durch feste Preise sichere und planbare Bedingungen für Investoren wie Abnehmer. Darüber hinaus ist es im privaten Sektor möglich z. B. nur einen Teil des Stroms über PPAs zu vermarkten. Resultierend werden Downside-Risiken durch ein PPA begrenzt, während Upside-Potential über Marktpreise gegeben bleibt. Die Risikoprämie orientiert sich an der Bonität des entsprechenden Abnehmers.

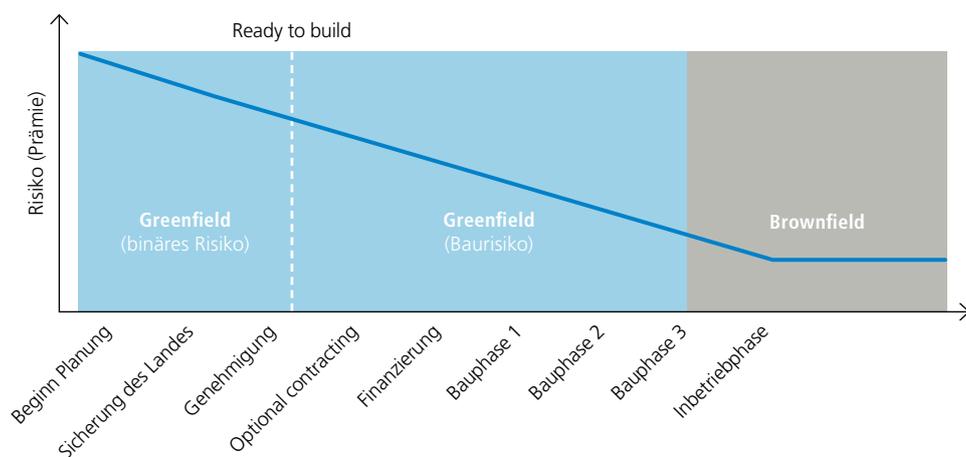
Höhere Volatilität weisen Infrastrukturprojekte mit nachfrageabhängigen Vergütungsmodellen auf. Unter anderem See- und Flughäfen sowie Mautstraßen bieten Beispiele für diese Modelle. Eine breite Zugänglichkeit zu dieser Infrastruktur ist unerlässlich, jedoch weisen sie eine höhere Korrelation zu den konjunkturbedingten Rahmenbedingungen auf. Einem hohen Potential in Wachstumsphasen stehen entsprechende Risiken in Krisen und Abschwungzeiten gegenüber. Korrespondierend fordern Eigenkapitalgeber in diesem Sektor die im Vergleich höchste Risikoprämie.

## 2.4 Projektreife – Greenfield und Brownfield

Eine weitere Dimension der Differenzierung innerhalb des Infrastrukturuniversums ist auf die Reife der Projekte zurückzuführen. Grundsätzlich werden Greenfield und Brownfield Projekte unterschieden.

Bezogen auf die Übernahme von Risiken, die sich aus der Entwicklung von Projekten ergeben, variiert die zu erwartende Risikoprämie. In Abhängigkeit von den Erwartungen und der Risikobereitschaft des Investors sind Abstufungen hinsichtlich der Risikoübernahme möglich. Abbildung 2 verdeutlicht – illustrativ und vereinfacht – diesen Zusammenhang.

Abbildung 2: Entwicklung des Risikos mit Baufortschritt<sup>2</sup>



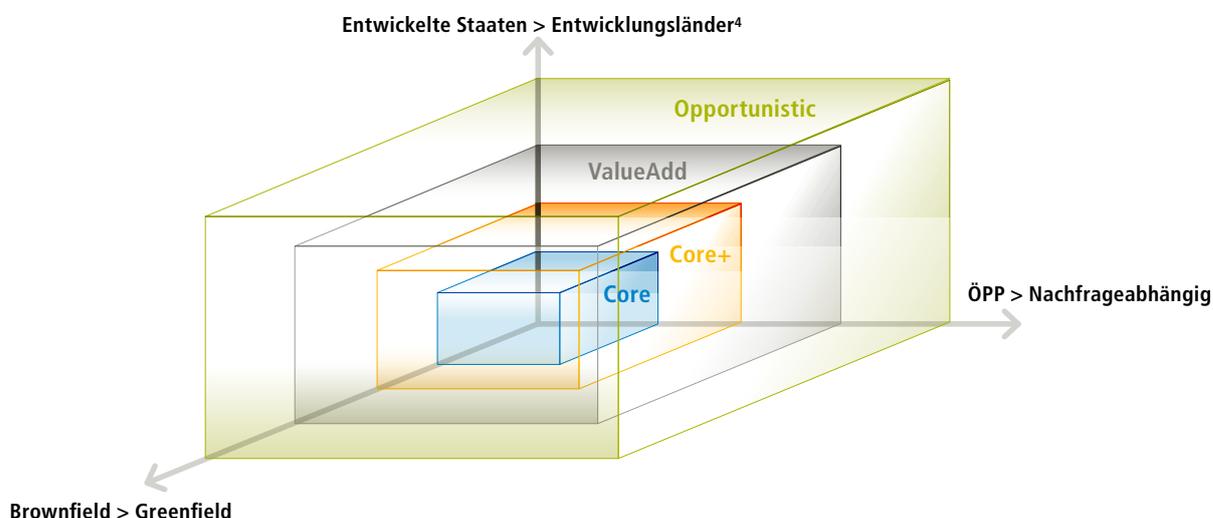
Mit zunehmendem Baufortschritt verringert sich das zu übernehmende Risiko der Anlage und parallel dazu entwickelt sich die daraus resultierende Risikoprämie. Am Markt für Infrastrukturfonds eröffnen sich Möglichkeiten in unterschiedliche Phasen zu investieren.

## 2.5 Komplexität im Infrastruktursegment

Die Anzahl spezifischer Sektoren sowie die variablen Möglichkeiten der Ausgestaltung führen zu einer hohen Komplexität innerhalb des Infrastruktursegmentes. Aufgrund der Vielschichtigkeit ergibt sich enormes Diversifikationspotential. Individuellen Anforderungen kann

mit zahlreichen maßgeschneiderten Lösungen begegnet werden. Abbildung 3 verdeutlicht die Dimensionen der Risikoübernahme, nach denen sich eine Klassifizierung in die Risikokategorien von Core (geringes Risiko) bis Opportunistisch (hohes Risiko) vornehmen lässt.

Abbildung 3: Risikodimensionen im Infrastruktursegment<sup>3</sup>



<sup>3</sup> Aquila Capital (illustrativ)

<sup>4</sup> Auf eine eingehende Betrachtung einzelner Länderrisiken wurde aus Gründen des Umfangs verzichtet. Maßgebliche Determinanten sind Rechtssicherheit sowie politische Stabilität.

In Abhängigkeit der Renditeanforderungen sowie der Risikobereitschaft des Investors ergeben sich vielzählige Kombinationen der Portfolioausrichtung. Die Komplexität der Assetklasse ist dabei Chance und Risiko zugleich. Von maßgeblicher Bedeutung sind Expertise, Erfahrung und insbesondere der Marktzugang des Managers.

In der Regel übernehmen geschlossene Fonds, d. h. mit fester Fondslaufzeit (im Mittel 10–15 Jahre) höhere Risiken. Die Gebührenstruktur dieser Fonds orientiert sich, analog zu Private-Equity-Ansätzen, vermehrt an der Gesamtperformance. Fonds mit unbegrenzter Laufzeit, sogenannte Evergreens, sowie sehr langlaufende Fondsstrukturen (>20 Jahre) verfolgen zumeist defensivere Strategien. Die Gebühren dieser Fonds richten sich eher nach den Vermögenswerten und stellen langfristig laufende, stabile Ausschüttungen in den Vordergrund. Dadurch sind sie insbesondere für konservativ agierende institutionelle und professionelle Anleger interessant.

### 3. Verhalten bei Marktschwankungen

Die aktuelle Krise führte zu erheblichen Verwerfungen an den Finanzmärkten. Während die Ankündigung enormer Konjunkturpakete der Regierungen weltweit für eine teilweise Erholung sorgten, sind die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie noch nicht final absehbar. Insbesondere die Volatilität an den Aktienmärkten kehrte nach einer lang andauernden Hausse zurück.

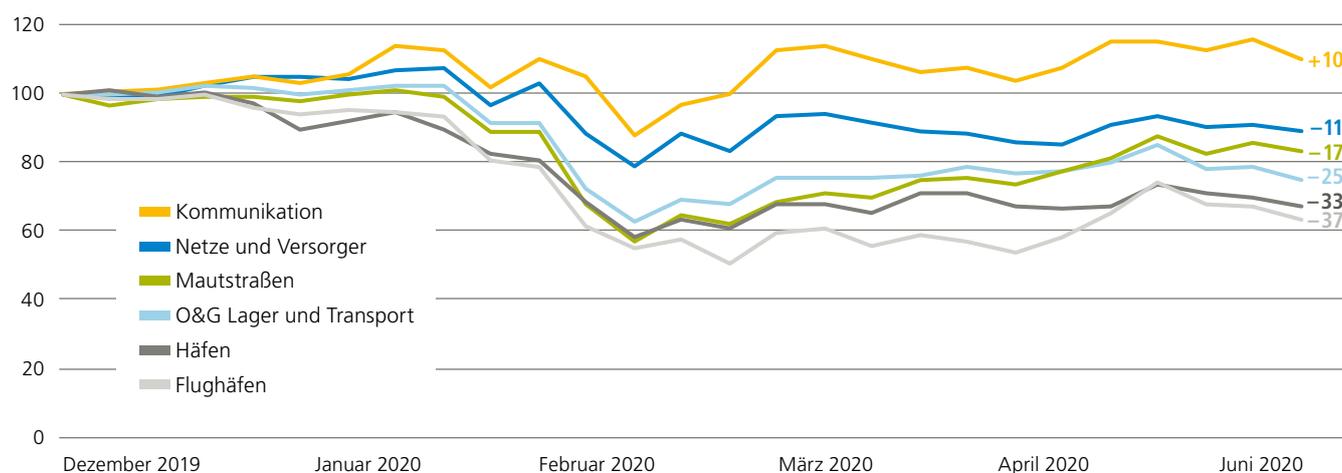
### 3.1 Auswirkungen der Pandemie auf unterschiedliche Sektoren der Infrastruktur

Der Blick auf die Sektoren der Infrastruktur zeigt, dass diese sehr unterschiedlich betroffen sind. Im Mittelpunkt steht dabei insbesondere die jeweilige Vergütungsstruktur. Der Markt für alternative Infrastrukturanlagen, d. h. nicht an der Börse gelisteter Anlagen, ist aufgrund des Fehlens öffentlich verfügbarer Daten intransparent. Aus diesem Grund werden mit dem Blick auf die Entwicklung der einzelnen Infrastruktursektoren Indizes gelisteter Infrastrukturunternehmen zu Hilfe genommen. Im nächsten Kapitel wird jedoch auf die zu beachtenden Unterschiede zu ungelisteten Anlagen eingegangen.

Abbildung 4 zeigt die Entwicklung börsennotierter Infrastrukturunternehmen ausgehend von ihrer Notierung Ende des Jahres 2019.

Die Telekommunikationsbranche zeichnet sich, den Erwartungen entsprechend, als Krisengewinner ab. Nach einem Verlust von 10 % gegenüber dem Vorjahresschluss zum Beginn der Lockdown-Beschränkungen, gaben die Verlagerung der Arbeitsplätze ins häusliche Umfeld und die enorme Ausweitung digitaler Medien den Aktien dieses Segmentes Auftrieb. Die Telekommunikationsbranche weist als einziger Sektor im hier betrachteten Vergleich eine positive Entwicklung auf.

Abbildung 4: Entwicklung börsennotierter Infrastrukturunternehmen nach Sektoren im ersten Halbjahr 2020<sup>5</sup>



<sup>5</sup> Aquila Capital, eigene Berechnung, Datenquelle Bloomberg

An zweiter Stelle folgt die Branche der Netzbetreiber und Versorger. Trotz bereitstellungsabhängiger und vom Staat regulierter Gebührenstruktur verzeichnet der Index ein Minus von über 10 % gegenüber dem Endjahr 2019. Unabhängig von der grundsätzlichen Krisenresistenz zeigt sich die Zyklik der Aktienmärkte deutlich. Gelistete Infrastrukturunternehmen weisen eine hohe Korrelation zu den Aktienmärkten auf und Panik an den Börsen führt nahezu unmittelbar und sektorenübergreifend zu deutlichen Einbußen.

Enorme Einbrüche verzeichnen jedoch insbesondere die nachfrageabhängigen Sektoren, die generell eine stark konjunkturabhängige Vergütung aufweisen. Die Beschränkungen zur Eindämmung des Virus, wie Ausgangssperren oder Schulschließungen, verstärkten diese Auswirkungen deutlich. Die Folge: Kurse von Infrastrukturunternehmen im Bereich des Transports verzeichneten Einbrüche von bis zu 40 % und mehr. Während die Lockerungen zu leichten Erholungen führten, bleibt die Unsicherheit dennoch auf hohem Niveau. Die langfristigen Folgen sind derzeit noch nicht absehbar.

Starke Auswirkungen des Lockdowns ergaben sich ebenfalls auf den Energiesektor. Verstärkt durch politisch induzierte Ausweitungen des Angebots (Ölpreiskrieg, Gastransit) sowie milde Witterungsbedingungen im Winter, führte der weltweite Einbruch der Nachfrage zu erheblichen Preistrückgängen für Öl und Gas. In den USA fiel der Preis aufgrund zu knapper Lagerungsmöglichkeiten sogar in den negativen Bereich. In Folge der signifikanten Preistrückgänge im Rohstoffbereich und einem Nachfrageschock sanken die Strompreise ebenfalls auf sehr niedrige Niveaus und belasteten die Kraftwerksbetreiber deutlich. Im Bereich der erneuerbaren Energien konnten jedoch durch die staatlichen Subventionen einerseits und die PPAs andererseits die Auswirkungen stark abgefedert werden. Eine sich in den Strompreis-Futures bereits abzeichnende Erholung hält die Erwartungen darüber hinaus sehr optimistisch.

Zum Teil positiv sollte sich die Krise auf Unternehmen mit dem Fokus auf soziale Infrastruktur ausgewirkt haben. Die bereitstellungsabhängige Vergütung von staatlichen Stellen sowie die zentrale Bedeutung, die beispielweise Krankenhäuser in der Krise einnehmen, sorgen für ein hohe Resilienz dieser Infrastrukturanlagen in der Krise.

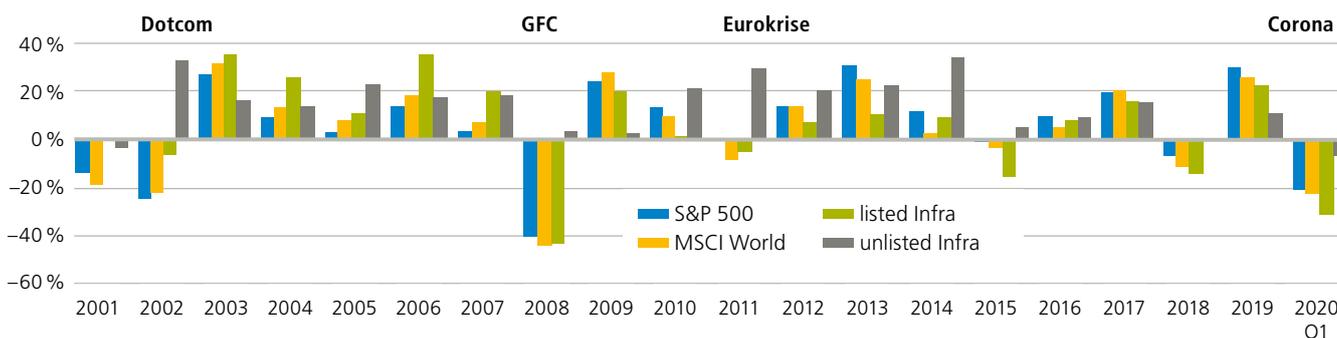
### 3.2 Nichtgelistete Infrastrukturunternehmen profitieren von geringer Korrelation zu anderen Assetklassen

Im Vergleich zu börsennotierten weisen die nicht gelisteten Infrastrukturunternehmen, basierend auf einem hohen Anteil vertraglich fixierter Zahlungsströme, eine deutlich höhere Krisenresistenz auf. Darüber hinaus sind sie nicht den dynamischen Übertreibungen der Marktakteure an der Börse ausgesetzt.

Die Graphik zeigt die Entwicklungen der Anlageklassen während der vergangenen 20 Jahre, in denen vier erhebliche Krisen durchlebt wurden. Entsprechend der geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen wird deutlich, dass die nicht börsennotierten Infrastrukturanlagen während der Krisen nicht mit den Aktienmärkten vergleichbaren Schwankungen unterworfen waren. Ein marginaler Rückgang wurde nach dem Platzen der „Dotcom-Blase“ verzeichnet. Den Verwerfungen am Aktienmarkt entgegen, konnte dieser Verlust jedoch bereits im Folgejahr deutlich überkompensiert werden. Während die globale Finanzkrise sowie die nachfolgende Euro-Krise zu keinen Verlusten führten, wird in der schwerwiegendsten Krise des noch jungen Jahrtausends ein im Vergleich nur geringer Rückgang von 6,3 % verzeichnet. Erhebliche Auswirkungen auf die nachfrageabhängigen Sektoren sind ausschlaggebend.

Durch die geringe Korrelation zu anderen Assetklassen ergibt sich bei nichtgelisteten Infrastrukturanlagen ein hohes Potential, die Portfolio-diversifikation zu verbessern. Im Gegensatz zu gelisteten Infrastrukturunternehmen zeichnet sich das Segment jedoch durch – resultierend aus den Volumen sowie Mindestkapitalanforderungen – hohe Markteintrittsbarrieren aus. Da auch innerhalb des Segments eine diversifizierte Strategie unerlässlich ist, gestaltet sich der Aufbau von Infrastrukturbeteiligungen für viele Investoren als Herausforderung. Insbesondere institutionelle Investoren mit langfristigem Anlagehorizont könnten jedoch in hohem Maße von den Vorteilen profitieren. Die Selektion der Manager sowie der Zugang zu Opportunitäten stellen zudem eine hohe Hürde dar. **Multi-Manager-Ansätze können hier Abhilfe schaffen.**

Abbildung 5: Verhalten der Anlageklassen im Vergleich<sup>6</sup>



<sup>6</sup> Bloomberg (2020)

#### 4. Vorteile durch Multi-Manager-Lösungen

Durch die Bündelung von Kapital über Investoren wird mit Multi-Manager-Lösungen eine zweite Ebene der Intermediation erreicht. Durch die Auslagerung der Investitionen werden darüber hinaus eine ganze Reihe weiterer positiver Auswirkungen erzielt:

##### Losgrößentransformation

Insbesondere im Infrastruktursegment, das durch oftmals sehr großvolumige Projekte gekennzeichnet ist, entsteht durch Losgrößentransformation die Möglichkeit, Zugangsbeschränkungen zu überwinden. Dadurch können Investoren an der Entwicklung im Infrastrukturbereich partizipieren.

##### Diversifikation

Die Diversifikation steht im Mittelpunkt eines Multi-Manager-Ansatzes. Investitionen, insbesondere in nicht gelistete Infrastrukturprojekte, führen zur Reduzierung der Volatilität des Gesamtportfolios. Auch innerhalb der Klasse Infrastruktur lässt sich ein Diversifikationseffekt erzielen, der aus der Verteilung auf unterschiedliche Projekte innerhalb des Infrastrukturuniversums resultiert. Multi-Manager-Lösungen bieten den erforderlichen Marktzugang. Neben Investitionen in diversifizierte Fonds ermöglichen sie auch die Anlage in spezialisierte Einzelfonds. Die Streuung des eingesetzten Kapitals auf unterschiedliche Manager und Investitionsstrategien trägt aufgrund unterschiedlich angewandter Prozesse und Entscheidungsparameter ebenfalls maßgeblich dazu bei, die Renditevolatilität zu senken. Darüber hinaus lassen sich auch durch Investitionen in Infrastrukturanlagen mit unterschiedlichen Vergütungsstrukturen weitere Diversifikationseffekte erzielen.

##### Signifikante Kosteneinsparungen

Multi-Manager können aufgrund ihres Marktzugangs und der Investitionssummen oftmals von Vergünstigungen in Bezug auf die Management Fees der Zielfonds profitieren. In der Regel bieten Investmentfonds Vergünstigungen für Mehrfachzeichner, Frühzeichner oder beim Überschreiten bestimmter Zeichnungsvolumen. Zudem ist durch die Nutzung von Skaleneffekten eine signifikante Kostendegression zu erreichen.

##### Win-Win-Situation

Investitionen in Fonds mit unterschiedlichen Anlagezielen ermöglichen einerseits, durch defensiv ausgerichtete Projekte die Downside-Risiken zu begrenzen. Andererseits kann sich durch die Beteiligung an auf Wachstum ausgerichteten Fonds Upside-Potential bewahrt werden. Eine Ergänzung um Direktinvestments, Sekundärmarkt-Transaktionen sowie Fremdkapitalinvestments eröffnet darüber hinaus einen Weg, die negativen Effekte einer anfänglichen J-Kurve<sup>7</sup> zu vermeiden.

##### Expertise

Investoren erhalten Zugang zu spezialisierten Investmentteams. Deren Expertise ist maßgeblicher Erfolgsfaktor bei der Selektion geeigneter Zielfonds. Die Kompetenz des Investmentteams bietet zudem Zugang zu auf anderem Weg nicht erreichbaren Opportunitäten, die neben den Mindestkapitalanforderungen auch auf frühere Kooperationen und entsprechende Erfahrungen zurückzuführen sind.

##### Marktscreening und Monitoring der Zielfonds

Multi-Manager übernehmen Marktscreening und Monitoring der Zielfonds. Die Erfahrung im Marktumfeld ist dabei von großer Bedeutung, um die optimale Performance zu gewährleisten und gemäß strategischer Allokationsentscheidungen von Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds zu profitieren.

##### Reduktion der Komplexität

Durch die Kombination mehrerer professionell verwalteter Investmentfonds in der Multi-Manager-Struktur können Investoren in den übergeordneten Fonds investieren, anstatt in mehrere verschiedene Einzelfonds. Der Investor muss somit nur eine Investitionsentscheidung treffen. Darüber hinaus werden steuerliche und rechtliche Prüfung, Liquiditätsmanagement der einzelnen Zielfonds, Prüfung der Anlagegrenzen bei jedem Neuinvestment sowie Buchung der Rückflüsse als Ertrag oder Kapitalrückzahlung durch den Multi-Manager übernommen. Zudem erhält der Investor lediglich ein Berichtswesen aggregiert über sämtliche Investitionen hinweg. Dabei können spezifische Anforderungen (zum Beispiel von Investoren mit regulatorischen Reportinganforderungen) berücksichtigt werden und müssen nur einmalig mit dem Verwalter der Multi-Manager-Lösung vereinbart werden.

#### 4.1 Zusätzliches Diversifikationspotential durch Multi-Manager-Struktur

Durch Investitionen in ausgewählte Zielfonds ermöglichen Multi-Manager-Lösungen durch die Nutzung von Diversifikationseffekten weitere positive Auswirkungen auf das Portfolio. Die Volatilität der Rendite ist dabei nur eine der Optionen zur Risikomessung eines Portfolios. Insbesondere unter Beachtung des langfristigen Zeithorizonts sowie der Illiquidität im Bereich nicht gelisteter Infrastrukturinvestitionen spielt auch die den Vermögenswerten zugrundeliegende Bewertung sowie deren Volatilität eine tragende Rolle. Analog zum Aktienmarkt gibt es positive wie negative Zeitpunkte zum Ein- bzw. Ausstieg in bestimmte Märkte. Dieses Risiko wird unter der Bezeichnung „terminal wealth dispersion“ geführt und bezieht sich auf die Differenz zwischen erwartetem und tatsächlich realisiertem Ergebnis einer Investition. So können unterschiedliche Manager, die sich unter gleichen Rahmenbedingungen in ähnlichen Anlageklassen bewegen, eine iden-

<sup>7</sup> J-Kurve: Beschreibt einen phasentypischen Verlauf der Rendite, bei dem aufgrund von Anschaffungskosten bzw. der noch im Bau befindlichen Anlagen in den ersten Jahren zunächst ein negatives Ergebnis erzielt wird, bevor im späteren Verlauf die Erträge die Kosten übersteigen und eine positive Rendite erzielt wird.

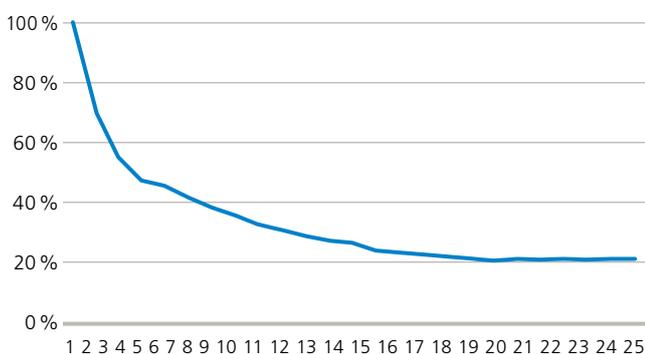
tische Renditevolatilität und dennoch hohe Heterogenität bezüglich des realisierten Gesamtergebnisses aufweisen. Gemessen wird dieses Risiko anhand der Standardabweichung des Gesamtvermögens.

Innerhalb einer Multi-Manager-Struktur steht die Auswahl von Zielfonds im Mittelpunkt. Die Allokation auf unterschiedliche Manager spiegelt sich in der daraus folgenden Verteilung des Kapitals auf unterschiedlichen Prozesse wider, mit signifikantem Einfluss auf die Standardabweichung des Terminal wealth.

Abbildung 6 verdeutlicht die signifikante Reduktion des Risikos, die sich aus der Allokation des Kapitals auf mehrere Manager ergibt. Wie an der Kurve zu erkennen, ist der Nutzen jedoch durch einen positiven, aber abnehmenden Grenznutzen definiert. Eine ausufernde Verteilung auf eine Vielzahl von Managern erschwert ab einem bestimmten Punkt das Monitoring und führt zu einem starken Anstieg der Komplexität. In diesem Zusammenhang bietet die Assetklasse Infrastruktur einen Vorteil gegenüber Aktienfonds, da die Größe der Projekte im Gegensatz zu Unternehmensanteilen Dopplungen der Anlage sehr unwahrscheinlich macht bzw. durch entsprechendes Management leicht zu vermeiden ist. Durch Vermeiden dieser Mehrfachanlage in ein und dasselbe Produkt wird das Potential effizient genutzt.

Insgesamt wird deutlich, dass die Nutzung von Diversifikationspotentialen Vorteile generieren kann, aber eine Vielzahl von Faktoren diese Effekte beeinflussen. Erfahrene und spezialisierte Anbieter können, insbesondere durch einen Multi-Manager-Ansatz, das gesamte Potential effizient nutzen und bieten somit signifikante Vorteile für Investoren.

**Abbildung 6: Rückgang der terminal wealth Standardabweichung in Abhängigkeit von der Manageranzahl<sup>8</sup>**

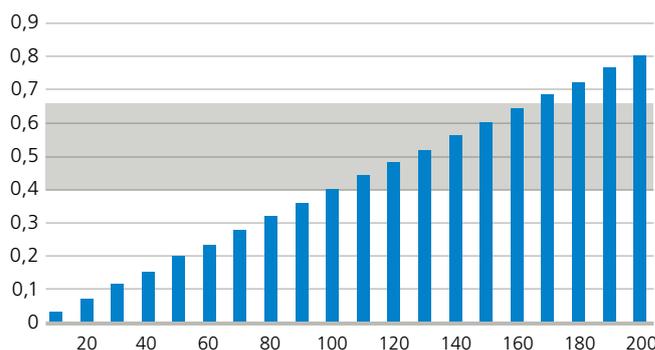


## 4.2 Umsetzung eines diversifizierten Infrastrukturportfolios – Make or buy?

Anleger, die Investitionen im Infrastrukturbereich eingehen oder ausbauen möchten, sehen sich dabei einer klassischen „Make or buy“ Situation ausgesetzt. Das bedeutet für Investoren: Bauen sie eigene personelle und IT-Kapazitäten auf oder investieren sie in einen Multi-Manager-Fonds und tragen die anfallende Gebühr?

Im Mittelpunkt des Aufbaus eines diversifizierten Infrastrukturportfolios steht die Fondsselektion. Für diese ist ein spezialisiertes Investmentteam unerlässlich. Unter Vernachlässigung zusätzlich anfallender Kosten und unter der Annahme, dass Infrastrukturexperten am Arbeitsmarkt gefunden werden, kann ausgehend von den Gehältern eine erste Betrachtung vorgenommen werden. Laut einer Studie von Banking Consult<sup>9</sup> verdient ein Portfoliomanager mit sieben Jahren Berufserfahrung derzeit bis zu 160.000 EUR jährlich. Hinzu kommen Boni von bis zu 96.000 EUR im Jahr. Ein Abteilungsleiter im Fondsmanagement erhält dagegen bis zu 400.000 EUR jährlich und selbst für Berufseinsteiger ist mit bis zu 84.000 EUR zu rechnen. Für ein zweiköpfiges, erfahrenes Investmentteam ist mit einer Spanne von 400.000 EUR bis zu 656.000 EUR zu rechnen. Abbildung 7 zeigt – ausgehend von einer Gebühr in Höhe von 0,4 Prozent des Multi-Manager-Fonds – ab welcher Anlagesumme die Kosten einer Multi-Manager-Lösung die Gehälter übersteigen.

**Abbildung 7: Gebühren nach Anlagesumme sowie Gehaltsspanne eines Investmentteams (in Mio. EUR)**



<sup>8</sup> Aquila Capital (illustrativ), in Anlehnung an: O'Neal, „How Many Mutual Funds Constitute a Diversified Mutual Fund Portfolio?“, *Financial Analysts Journal* (March/April 1997)  
<sup>9</sup> <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/so-viel-verdienen-fondsmanager-in-deutschland-a-1227311.html>

Der Abbildung ist zu entnehmen, dass erst ab einer Anlagesumme von 100 Mio. EUR diese Spanne tangiert wird. Ab einem Investitionsvolumen von 170 Mio. EUR liegen die Gebühren erstmalig über der zu erwartenden Gehaltsgrenze. Zu beachten ist jedoch weiterhin, dass neben den Gehältern weitere Kosten entstehen, wie beispielsweise die Anmietung von Büroflächen, IT-Ausstattung sowie durch das Fondsmanagement Team beanspruchte Overhead-Kosten. Außerdem ist der Prozess im Gegensatz zu einem bestehenden Multi-Manager-Fonds, der eine historische Performance und einen Track-Record aufweist, mit weiteren Unsicherheiten behaftet.

Darüber hinaus ergeben sich Einsparungspotentiale bei Multi-Manager-Lösungen durch z. B. Discounts für hohe Zeichnungssummen, Kooperationsvereinbarungen, Frühzeichnerboni und Nachfolgeinvestitionen, die entsprechende Kompensationspotentiale eröffnen. Multi-Manager-Fonds bieten insbesondere für neue Marktteilnehmer und kleinere Anlagesummen die Möglichkeit effizient das Infrastruktursegment für das Portfolio zu erschließen. Aber auch größeren Investoren, denen die Erfahrung sowie spezialisierte Teams fehlen, bieten die Strukturen eine kosteneffiziente Option, da die zusätzliche Gebühr in der Regel durch das Ergebnis überkompensiert wird.

## 5. Fazit

Multi-Manager-Lösungen können einen erheblichen Mehrwert schaffen. Neben Reduktion der Volatilität in mehrfacher Hinsicht, bieten sie den Zugang zu spezialisierten Managern sowie entsprechenden Ressourcen. So kann die Effizienz innerhalb des Portfolios ausgeschöpft werden. Die Diversifizierung innerhalb des Infrastruktursegmentes ist dabei unerlässlich. Multi-Manager-Lösungen bieten den erforderlichen Marktzugang und ermöglichen neben Investitionen in diversifizierte Fonds auch die Anlage in spezialisierte Einzelfonds. Von maßgeblicher Bedeutung sind hierbei das Marktscreeing und die Selektion der Zielfonds.

Insgesamt ist bei Multi-Manager-Lösungen die Konstruktion eines ausbalancierten Portfolio möglich. Dies ist sonst nur sehr großen, über das entsprechende Kapital sowie Mitarbeiterressourcen verfügenden Investoren zugänglich. Insbesondere im Bereich der Anlage in nicht börsennotierte Fonds – die aufgrund der geringen Korrelation zu anderen Assetklassen eine äußerst vorteilhafte Ergänzung des Gesamtportfolios darstellen – herrschen hohe Zugangsbeschränkungen. Die Ausbalancierung zwischen stabilen, langfristigen Zahlungsströmen mit begrenztem Downside-Risiko sowie bestehendem Upside-Potential ist mit einem Multi-Manager-Ansatz zweifelsfrei erreichbar. Die Vorteile führen zur deutlichen Überkompensation der zusätzlichen Gebühren und ermöglichen es einer Vielzahl an Investoren, kosteneffizient an der Entwicklung von Infrastrukturportfolios zu partizipieren. Insbesondere dem Anlagedruck und den Diversifikationsanforderungen institutioneller Investoren folgend, ergeben sich durch die Ausweitung von Investitionen im Infrastrukturbereich wertvolle Alternativen.

Weitere Einblicke erhalten Sie beim Besuch unserer Homepage:

<https://www.aquila-capital.de/sachwertanlagen/infrastruktur>



Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte:

**Aquila Gruppe**

Valentinskamp 70

20355 Hamburg

Deutschland

Tel.: +49 (0)40 87 50 50-100

E-mail: [info@aquila-capital.com](mailto:info@aquila-capital.com)

Web: [www.aquila-capital.de](http://www.aquila-capital.de)

Folgen Sie uns auf  

Hamburg · Frankfurt · London · Luxemburg · Madrid · Lissabon · Oslo · Zürich · Invercargill · Singapur · Tokio

Dieses Dokument dient lediglich Informationszwecken. Es stellt weder eine Anlagevermittlung noch eine Anlageberatung dar. Es handelt sich nicht um ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf von bestimmten Produkten, die Inhalte des Dokuments stellen auch keine sonstige Handlungsempfehlung dar. **Das Dokument dient allein der (Vorab)Information über die dargestellten Produkte. Eine Kaufentscheidung bezüglich der dargestellten Produkte sollte unbedingt auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach Sichtung der vollständigen Unterlagen und Risikohinweise getroffen werden.** Eine vorherige Beratung durch Ihren Rechts-, Steuer- und/oder Anlageberater wird empfohlen. Die Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus Quellen, die von uns als zuverlässig und richtig beurteilt wurden. Dennoch gewährleisten wir nicht die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und lehnen jede Haftung für Schäden ab, die durch die Nutzung der Informationen entstehen könnten. **Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Aussagen über eine zukünftige wirtschaftliche Entwicklung beruhen auf Beobachtungen aus der Vergangenheit und theoretisch fundierten objektiven Verfahren, sind mithin Prognosen und als solche zu verstehen. Es werden keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dafür abgegeben, dass eine indikative Performance bzw. Rendite in Zukunft erreicht wird.** Bei den dargestellten Produkten handelt es sich um langfristige Investments, die mit verschiedenen Risiken verbunden sind. Ihre Realisierung kann zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen.

Unter den Bezeichnungen Aquila und Aquila Capital werden Gesellschaften für Alternative Investments und Sachwertinvestitionen sowie Vertriebs-, Fondsmanagement- und Servicegesellschaften der Aquila Gruppe („Aquila Gruppe“ meint die Aquila Capital Holding GmbH und mit dieser verbundene Unternehmen i.S.d. §§15 ff.AktG) zusammengefasst. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die (potentiellen) Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Aquila Gruppe anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Eine Veröffentlichung der Aquila Capital Investmentgesellschaft mbH. Stand: August 2020. Autoren: Peter Schnellhammer, Christian Brezina