

# **Bedeutung und Potential von Infrastrukturinvestitionen für Pensionskassen**

Masterarbeit

am

Institut für Banking und Finance der Universität Zürich

bei

Prof. Dr. Urs Birchler

Dr. Christian Bühler

Verfasser: Etienne De Boni

Abgabedatum: 26. November 2013

## **Executive Summary**

Die Infrastruktur bildet das Fundament einer Gesellschaft und verkörpert alle Systeme, Dienstleistungen und Einrichtungen, welche dem erfolgreichen Funktionieren einer modernen Volkswirtschaft zugrunde liegen und für das Wohlergehen der Menschen wesentlich sind. Eine qualitativ hochstehende und in ausreichendem Umfang zu Verfügung stehende Infrastruktur ist essentiell für die Effizienz, das Wachstum und die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Vor diesem Hintergrund besteht global eine grosse und zunehmende Nachfrage nach Infrastrukturleistungen. Das Wirtschaftswachstum und die demografische Entwicklung sind dabei die zentralen Treiber und führen zu einem immensen Investitionsbedarf in allen Infrastruktursektoren.

Parallel zu diesem steigenden Investitionsbedarf zeichnete sich in den vergangenen Jahrzehnten allerdings ein negativer Investitionstrend ab. Die Ausgaben für die traditionellerweise durch die öffentliche Hand finanzierte Infrastruktur waren rückläufig. Überdies hat die Finanz- und Staatsschuldenkrise vielen Regierungen ihre finanzielle Flexibilität geraubt, was folglich zur Verhängung von Sparmassnahmen auf Kosten unter anderem von Infrastrukturinvestitionen führte. Angesichts der global dringend benötigten Investitionen sehen viele Staaten und Organisationen, wie die OECD oder das WEF, eine grosse Chance in einer stärkeren Einbindung institutioneller Investoren bei der Infrastrukturleistungserbringung und sie unterstützen innovative, nachhaltige Finanzierungsmethoden.

Die vorliegende Arbeit untersucht fundiert die verschiedenen Investitionsmöglichkeiten in Infrastruktur und gliedert die verschiedenen Vehikel in die Subgruppen „kotierte Infrastrukturinvestitionen“, „nicht-kotierte Infrastrukturinvestitionen“ und „Direct und Co-Investments“. Nachdem in einem ersten Schritt die zentralsten Charakteristiken von Infrastrukturinvestitionen in einem generellen Kontext identifiziert und diskutiert werden, widmet sich die Arbeit der Untersuchung der Investitions-Subgruppen. Dabei wird der hohe Grad an Heterogenität innerhalb der Infrastruktur ersichtlich, was eine Evaluierung der Investitionscharakteristiken auf individueller Ebene unabdingbar macht. Die hohe Heterogenität der zugrundeliegenden Infrastrukturanlagen spiegelt sich in den Investitionsvehikeln wider. Dies führt dazu, dass die verschiedenen Infrastrukturinvestitionsmöglichkeiten ein äusserst unterschiedliches Exposure zu den für die Infrastruktur typischen Merkmale wie Entwicklungsphase, hohe Eintrittsbarrieren, natürliche Monopolsituation, lange Lebensdauer, stabile Renditen oder Inflationsschutz aufweisen.

Sowohl die kotierten Infrastrukturinvestitionen, welche sich aus Listed Equity und Listed Debt zusammensetzen, als auch die nicht-kotierten Infrastrukturinvestitionen, die in Unlisted Funds, Fund-of-Funds und Debt Funds aufgeteilt werden können, verzeichneten in der jüngsten Vergangenheit ein starkes Wachstum. Diese Entwicklung wurde massgeblich durch die Privatisierungsbemühungen verschiedener Regierungen und die Konzipierung und Kommerzialisierung neuer Investitionsvehikel für institutionelle Investoren getragen. Einen wesentlichen Treiber hinter dem Marktwachstum für Infrastrukturinvestitionen konstituieren zweifellos auch die Performance- und Diversifikationsvorteile der Infrastrukturinvestitionen. Die Berechnungen und Analysen in der vorliegenden Arbeit unterstreichen das Potential der Portfolioeffizienzsteigerung durch Infrastrukturinvestitionen. Dieses Erkenntnis ist für die kotierte und die nicht-kotierte Infrastruktur über verschiedene Zeithorizonte konsistent. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass den Resultaten starke Annahmen zugrunde liegen und wesentliche Restriktionen, mit denen sich institutionelle Investoren konfrontiert sehen, vernachlässigt wurden.

Die Pensionskassen bilden global die grösste Investorengruppe in Infrastruktur und trugen somit wesentlich zum Wachstum des Marktes bei. Für die OECD stellt dies eine erfreuliche Entwicklung dar, weil aus ihrer Sicht die Pensionskassen potentiell die wichtigste Rolle bei der alternativen Infrastrukturfinanzierung, respektive bei der Reduzierung des „Infrastructure Gap“ spielen. Neben den genannten Performance- und Diversifikationsvorteilen der Infrastrukturinvestitionen, welche aufgrund der schwachen Renditen und gestiegenen Korrelationen von traditionellen Anlagen in den vergangenen Jahren an Aufmerksamkeit gewannen, sind die Hauptinvestitionsgründe der langfristige Investitionshorizont, die regelmässigen Cash-Flows, sowie der allerdings umstrittene Inflationsschutz. Folglich liegt der Investitionsfokus der Pensionskassen auf den Unlisted Funds, den Direct Investments und den Co-Investments. Global betrachtet befindet sich der Markt für Infrastrukturinvestitionen noch in einem frühen Entwicklungsstadium, wobei regional grosse Unterschiede bestehen. Während grosse Pensionskassen in Australien und Kanada bereits beträchtliche Positionen aufgebaut haben, sind Infrastrukturinvestitionen in vielen Ländern noch mehrheitlich unbekannt. Dies gilt ebenfalls für die Schweizer Pensionskassen, die sich bis auf wenige Ausnahmen vorwiegend abwartend und beobachtend verhalten. Zum einen kann dieser Sachverhalt dadurch begründet werden, dass der Ursprung von Infrastrukturinvestitionen auf den angelsächsischen Raum zurückzuführen ist und sich Schweizer Investoren im Gegensatz zur dort gelebten risikofreudigeren Kultur eher konservativ verhalten gegenüber neuartigen Investitionen. Zum anderen stellen neben den mit der Neuartigkeit verbundenen Risiken bei Infrastrukturinvestitionen, haupt-

sächlich die regulatorischen Unsicherheiten ein Investitionshindernis dar. Das sich aktuell im Umbruch befindende regulatorische Umfeld und die kontinuierlich steigenden Anforderungen an die Investoren erklärt die Zurückhaltung der Pensionskassen bei Engagements in Infrastrukturinvestitionen, die als langfristige und sehr illiquide Anlagen mit hohem Mindestinvestitionsvolumen gelten.

Die vorliegende Arbeit liefert einen detaillierten Überblick über die Thematik der Infrastrukturinvestitionen als Gesamtheit und gewährt mit aktuellsten Beispielen und Analysen Einblick in die jüngsten Marktentwicklungen. Durch den zusätzlichen Blickwinkel auf die Pensionskassen liefert sie einen Beitrag zum neusten Stand der Literatur und erlaubt eine Einschätzung der zukünftigen Tendenzen.