

IM INTERVIEW: CHRISTIAN BREZINA

Christian Brezina ist von den Vorteilen von Infrastruktur-Investments überzeugt. Zu den Vorteilen zählt der Manager von Aquila Capital unter anderem eine relativ geringe Korrelation zu klassischen Assetklassen wie Aktien und Anleihen sowie die Heterogenität von Infrastruktur. Zudem sieht er in der Assetklasse eine Möglichkeit, Inflationsschutz zu erzielen.

Börsen-Zeitung, 7.5.2022

Herr Brezina, warum sollten institutionelle Investoren Infrastrukturanlagen einbeziehen?

Viele institutionelle Investoren werfen ein Auge auf Infrastrukturinvestments. Die entscheidende Frage sollte dabei nicht in erster Linie sein, in was ich investieren möchte, sondern welchen Nutzen ich im Portfolio erzielen möchte. Richtig angegangen, weisen Investments in Infrastruktur eine vergleichsweise geringe Korrelation zu klassischen Investments wie beispielsweise in Aktien oder Renten auf. Weitere Vorteile von Infrastrukturanlagen sind eine risikoadjustierte hohe Rendite, die Möglichkeit einer breiteren Streuung und stabile Erträge mit hohen jährlichen Ausschüttungen. Letzteres ist etwa für Pensionskassen wichtig, die Zahlungen an Ihre Pensionäre zu leisten haben. Investoren müssen allerdings bereit sein, auf einen Teil der Liquidität zu verzichten. Infrastrukturaktien beziehungsweise darauf fokussierte ETFs sind sehr liquide, in einem Abschwung bewegen sie sich jedoch im Gleichlauf mit den Märkten, so dass der Vorteil der geringen Korrelation entfällt. Bleibt also nur der Private-Markets-Bereich, in dem direkt oder indirekt über Fonds angelegt werden kann.

Welche besonderen Stärken hat die Assetklasse?

Eine ihrer besonderen Stärken ist ihre Heterogenität. Zu unterscheiden sind dabei wirtschaftliche und soziale Infrastruktur. Investierbare Assets bieten im Bereich der wirtschaftlichen Infrastruktur die Sektoren Transport und Verkehr, dort etwa Mautstraßen und Flughäfen, Energie, wo wir uns auf erneuerbare Energien fokussieren, Ver- und Entsorgung, dort zum Beispiel Strom- und Gasverteilung sowie Abfallbeseitigung und -aufbereitung, und der große Telekommunikationssektor mit interessanten Assets wie Mobilfunkmasten, Glasfaserkabeln und Datenzentren. Im Bereich der sozialen Infrastruktur bieten beispielsweise Krankenhäuser, Bildungseinrichtungen sowie Sport- und Kulturstätten Anlagemöglichkeiten.

Wie gestalten sich die Erträge von Infrastruktur-Assets?

Die Erträge sind genauso heterogen wie die Assetklasse. Einzelne Infrastruktur-Subsektoren sind in puncto

Erträge sogar negativ korreliert. So hat der Verkehrssektor stark unter den Corona-Restriktionen gelitten. Mautstraßen etwa hatten in den europaweiten Lockdowns nur noch 20 bis 30 % ihrer normalen Erträge, sofern es sich um volumenbasiert vergütete Mautstraßen handelt. Hier fiel also ein enormer Teil der Zahlungen weg. Gleichzeitig führten das Homeoffice und das Homeschooling oder etwa auch das verstärkte genutzte Streaming in der Telekommunikationsinfrastruktur zu einer sehr hohen Nutzung. Wir haben hier also zwei negativ korrelierte Subsektoren und damit einen natürlichen Hedge. Hier zeigt sich der Vorteil der breiten Streuung der Assetklasse. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, die Vergütungssysteme zu unterscheiden. Mautstraßen können beispielsweise nutzungsabhängig, also nach Verkehrsaufkommen, vergütet werden. Ebenfalls gibt es aber zum Beispiel im Rahmen von Public Private Partnerships rein bereitstellungsorientierte Vergütungen mit fest vereinbarten Zahlungen. Dieser Bereich erwies sich in der Pandemie als weiterhin sehr stabil.

Man muss sich also als Investor detailliert mit Verträgen befassen.

Wir schauen daher nicht nur auf Subsektoren, sondern auch auf die vertraglichen Strukturen, die da-

runter liegen. In unserem Portfolio weisen ca. 75 % der Assets vertraglich fixierte Vergütungen auf. Der Nutzen sind hohe fixe Zahlungen, was in der Pandemie sicherlich sehr hilfreich war.

Die hohe Inflation steht derzeit im Fokus der Investoren und Infrastrukturanlagen gelten als Möglichkeit, sich dagegen zu schützen. Wie funktioniert das?

Angesichts einer Inflation im Euro-land von 7,5 % ist das zweifellos ein wichtiges Thema. Die Energiepreise, Mieten und zunehmend auch die Lebensmittelpreise ziehen an. Infrastruktur ist aber nicht gleich Infrastruktur, weil die Assetklasse ebenso heterogen ist. Ob ein Inflationsschutz möglich ist, hängt von zwei Faktoren ab. Der eine sind hohe Markteintrittsbarrieren beziehungsweise monopolartige Stellungen. Wenn ein Glasfasernetz bereits vorhanden ist, wird kaum ein weiterer Anbieter die enormen Kapitalkosten aufbringen wollen, ein zusätzliches Netz zu errichten, das dieselben Haushalte und Unternehmen bedient. In solchen Fällen haben die bestehenden Anbieter die Möglichkeit, höhere Kosten weiterzugeben. Die zweite Möglichkeit sind vertragliche Konstruktionen, die es dem Investor erlauben, eine höhere Inflation an die Nutzer seiner Infrastruk-

tur weiterzugeben. Das findet man häufig in der sogenannten Kern- oder Basisinfrastruktur. Diese Klauseln können unterschiedlich ausgestaltet sein und entweder starre Preiserhöhungen von z. B. 2 % jährlich erlauben, oder es findet eine direkte Kopplung an einen Konsumentenpreisindex statt.

Werden die steigenden Zinsen denn nicht an den Erträgen zehren?

Auch das Zinsgefüge ist wichtig. Die Zentralbanken haben verstanden, dass die höhere Inflation nicht vorübergehend ist, und haben begonnen, die Zinsen zu erhöhen. In den USA könnte der Leitzins bald bei 2 % liegen. Das wäre schon ein straffer Zinsanstieg und hätte Auswirkungen auf alle Investitionsmärkte, auch auf Infrastruktur. Wenn Sie als Investor in einer Phase steigender Zinsen Fähigkeiten auf Verbindlichkeiten haben, haben Sie in so einem Umfeld häufig im Rahmen der Anschlussfinanzierung steigende Kosten. Es ist daher wichtig, dass Assets möglichst langfristig und zu fixen oder abgesicherten Zinssätzen finanziert sind, sonst verlieren Sie auf der Kapitalkostenseite, was Sie aus Ihren indexierten Verträgen an zusätzlichem Ertrag vereinnahmen können. Sofern langfristig finanziert, kann Infrastruktur zum Inflationsschutz beitragen.



„Geringe Korrelation zu klassischen Investments“

Aquila-Capital-Manager: Heterogenität eine besondere Stärke von Infrastruktur-Assets – Beitrag zum Inflationsschutz möglich

ZUR PERSON

ck – Christian Brezina verantwortet bei Aquila Capital seit Oktober 2013 den Bereich „Diversified Infrastructure & Multi Asset Investments“ mit circa 2,2 Mrd. Euro an verwalteten Investorengeldern. Zu seiner Hauptverantwortung zählt das Management des Aquila Capital Infrastructure Fund (ACIF), der über verschiedene Infrastruktursektoren gestreut ist und ein Volumen von über 400 Mill. Euro umfasst. Brezina ist insbesondere verantwortlich für die

hat aber ihre Schwächen wie etwa die ungeklärte Frage der Entsorgung, hohe Kosten und extrem lange Genehmigungs- und Bauzeiten. Deutschland ist aus der Kernenergie ausgestiegen und nutzt Erdgas als Übergangstechnologie. Deutschland und Frankreich haben also beide ehrgeizige Ziele, aber es geht zu langsam voran. Die Problematik ist sehr komplex.

Was muss Ihrer Meinung nach geschehen?

Was wir brauchen, ist eine hinreichende Energieinfrastruktur insgesamt, d. h. intelligente Netze für Stromspeicherung und -verteilung, um die durch die erneuerbaren Energien entstehenden Produktionsschwankungen auszugleichen. Weitere kommende Herausforderungen sind beispielsweise ein entstehender Fachkräftemangel und schon heute Rohstoffe, etwa Kupfer, Seltene Erden, Lithium und Kobalt. Beides wird ein Engpass werden. Notwendig ist auch eine Ladeinfrastruktur für elektrisch betriebene Fahrzeuge. Wir brauchen also die Energiewende auch, um eine Mobilitätswende einzuleiten. Tatsache ist: Wir werden das schaffen. Politik, Wirtschaft, Verbraucher und Investoren müssen dazu aber einen Interessensausgleich schaffen. Ein zukünftig wichtiges Thema ist grüner Wasserstoff. Auch das geht nur über eine entsprechende Infrastruktur. Derzeit sind wir hier noch nicht aktiv, da noch die Investitionsobjekte, die den Anforderungen unserer Investitionsstrategie entsprechen, fehlen.

Gibt es in Ihrer Anlagepolitik Aus-schlüsse?

Im Energiebereich haben wir Aus-schlüsse, was fossile Brennstoffe betrifft. Kohlekraftwerke werden Sie bei uns nicht finden, auch nicht Nuklearkraftwerke. Der Gasbereich spielt bei uns nur als Übergangstechnologie eine Rolle, aber nur in geringem Umfang. In Flughafenbeteiligungen sind wir untergewichtet, denn es ist schwierig, sie als nachhaltig zu betrachten. Minenaktivitäten sind ein weiterer Bereich, den wir nicht mitfinanzieren.

Welche Schwerpunkte hat Ihr Fonds?

Der Anteil der erneuerbaren Energien ist bei uns relativ groß. In der Spitze kann der Anteil schon mal 40 % erreichen. Das liegt an der Struktur des Portfolios. Wir sind Dachfondsmanager, d. h. wir investieren in andere Fonds, um eine breite Streuung zu erzielen. In erneuerbare Energien legen wir als Aquila Capital auch selbst an. Unser Portfolio besteht zu 65 % aus Drittfonds und zu 35 % aus direkten Investitionen, überwiegend im Bereich der erneuerbaren Energien.

Das Interview führte Christopher Kalbhenn.

GASTBEITRAG ZUR SERIE: ANLAGETHEMA IM BRENNPUNKT (222)

Die Renaissance der Dividendenstrategien ist kein Strohfeuer

Börsen-Zeitung, 7.5.2022
Nach jahrelanger Underperformance gegenüber Wachstumswerten haben Dividendenstrategien jetzt wieder die Nase vorn. Die Ursache dafür sind drei Entwicklungen, die sich schon

Ukraine war dabei letztlich nur so etwas wie der ultimative Weckruf. Dazu zählen das weltweite Vordringen autoritärer Regime, die unverändert schwelende Rivalität zwischen den USA und China um die globale Dominanz, die Gefahr neuerlicher Pandemien, die Verwundbarkeit kritischer Infrastruktur durch Cyberangriffe sowie natürlich der Klimawandel und die damit womöglich ausgelösten Naturkatastrophen oder Migrationsbewegungen. Alles Faktoren, die Aktien von Unternehmen mit erprobten konservativen Geschäftsmodellen statt wolkigen Wachstumsplänen in den Fokus der Anleger gerückt haben. Und die zeichnen sich in der Regel eben auch durch hohe Dividenden aus.

Schon in der Vergangenheit haben vor allem Unternehmen aus den Rohstoffsektoren beachtliche Teile des Gewinns an ihre Anteilseigner ausgeschüttet, besonders spendabel waren dabei häufig die Energiekonzerne. Denen spielen jetzt die schon aufgrund des Nachfrageschubs nach dem Ende der weltweiten Corona-Lockdowns kräftig gestiegenen Rohstoffpreise in die Hände, was für noch einmal steigende Dividenden sorgen könnte.

Und noch ein zusätzlicher Faktor könnte für Rückenwind sorgen: Obwohl die Ausschüttungen der Minenbetreiber und Ölkonzerne

schon länger attraktiv waren, haben viele Anleger nicht zugegriffen, da die Geschäftsmodelle der Unternehmen aus ESG-Gründen scharf angegriffen wurden. Jetzt aber hat die hohe Abhängigkeit zahlreicher Län-



Marcus Poppe
Fondsmanager der DWS

der von fossilen russischen Energieträgern zu einer neuen Wertschätzung der Vorkommen in der eigenen Hemisphäre gesorgt; zumindest so lange, bis der Energiebedarf zuverlässig aus erneuerbaren Quellen gedeckt werden kann. Dies dürfte sich auch in einem künftig stärkeren Engagement von Investoren niederschlagen, wobei vor allem die Ölfirmen aus den USA im Fokus stehen dürften. Dies könnte umso mehr gelten, als der Ölpreis hoch bleiben sollte, da nicht nur die russische Förderung wohl länger ausfallen wird, sondern die westlichen Unternehmen mit

den vergangenen Jahren auch nicht in den Ausbau der Kapazitäten investiert haben.

Inflation sollte hoch bleiben

Doch nicht nur die Rohstoffpreise haben zuletzt lediglich den Weg nach oben gekannt. Vielmehr haben die aufgrund der Corona-Beschränkungen gestörten Lieferketten auch viele Halb- und Fertigprodukte teils drastisch verteuert. Das Ergebnis ist ein massiver Anstieg der Verbraucherpreise; in den USA zuletzt um 8,5 % gegenüber dem Vorjahr, in Deutschland nach vorläufigen Daten um 7,4 %. Diese Entwicklung macht Unternehmen mit hohen Dividenden schon allein als Inflations-Hedge interessant. Gleichzeitig werden damit aber auch Wachstumswerte weniger attraktiv. Denn die starke Teuerung hat auch die Zinsen nach oben getrieben. Und da ein Aktienkurs bekanntermaßen den abgezinsten künftigen Cashflow eines Unternehmens reflektiert, reagieren Wachstumstitel, bei denen der Fokus auf der langfristigen Entwicklung liegt, in der Regel deutlich negativer auf steigende Zinsen als Dividendenpapiere.

Doch wie nachhaltig werden die Entwicklungen von Inflation und Zinsen sein? Derzeit spricht vieles für ein anhaltend erhöhtes Niveau. Mit

Blick auf die Teuerung sind dafür vor allem zwei Faktoren verantwortlich: Eine der Lehren aus den durch die Corona-Pandemie gestörten Lieferketten dürfte eine beschleunigte Deglobalisierung in technologischen Kernbereichen wie der Halbleiterindustrie sein. Denn um den Geschäftsbetrieb auch in künftigen Krisenzeiten aufrechterhalten zu können, werden Unternehmen aus den Industrieländern die Fertigung zumindest teilweise wieder aus den Schwellenländern zurückholen.

Geldpolitische Straffung

Darüber hinaus wird der Kampf gegen die Erderwärmung zu einer strukturellen Inflation beitragen, da Regierungen an der Steuerschraube drehen werden müssen, um besonders klimaschädliche Produkte und Dienstleistungen für die Verbraucher unattraktiver zu machen. Um daraus womöglich resultierende Preis-Lohn-Spiralen zu verhindern, werden die Notenbanken nicht umhinkommen, die Geldpolitik zu straffen. In den USA, wo die Wirtschaft und der Arbeitsmarkt weniger von Corona-Lockdown und Ukraine-Krieg betroffen sind, dürfte die Federal Reserve das Leitzinsniveau vergleichsweise aggressiv anheben, und auch die Europäische Zentralbank wird sich trotz der Rücksichtnahme

auf teils gigantische Staatsschulden und hohe wirtschaftliche Unsicherheiten nicht völlig bedeckt halten können.

Unter dem Strich stehen die Chancen also gut, dass sich das für Dividendenstrategien günstige Umfeld fortsetzen wird. Doch welche Branchen sollten Anleger dabei genauer unter die Lupe nehmen? Da sind zunächst die Rohstoffwerte, die von dem genannten Mix aus anhaltend hohen Preisen, nachlassendem ESG-Gegenwind und ihrer Funktion als Inflations-Hedge weiter profitieren sollten. Daneben könnten sich Aktien aus defensiven Sektoren wie der Pharmaindustrie oder dem stabilen Konsum als besonders lukrativ erweisen. Sollten der Krieg in der Ukraine und die Lockdowns in China beendet werden, könnte die daraus resultierende Verbesserung des wirtschaftlichen Umfelds auch zu Kurspotenzial bei zyklischen Industrieunternehmen aus Europa führen.

Zuletzt erschienen:

- ▶ Verzicht auf russische Energie nicht schnell umsetzbar (221), Assenagon
- ▶ Bei Ausschüttungen kommt es auf Zuverlässigkeit an (220), Skagen Funds
- ▶ Immobilienfinanzierungen eine spannende Ergänzung für die Diversifikation (219), Allianz GI



seit längerer Zeit beobachten lassen und die sich durch die russische Invasion der Ukraine noch einmal beschleunigt haben: größere geopolitische Risiken, zulegende Rohstoffpreise sowie anziehende Inflation und damit einhergehend steigende Zinsen. Ob sich die Renaissance der Dividendenstrategien als Strohfeuer erweisen oder zum Dauerbrenner werden wird, hängt also vor allem vom Fortbestand dieses Umfelds ab.

Risiken gestiegen

Schon seit Jahren sind die geopolitischen Risiken deutlich gestiegen und sind jetzt so groß wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Der Krieg in der