

# „Attraktive Eigenschaften von Infrastrukturaktien sind nicht verschwunden“

Der Infrastruktur-Sektor hat in 2023 stark unter den Zinssteigerungen gelitten. Unter anderem mit Blick auf mögliche Zinssenkungen in diesem und dem kommenden Jahr dürfte das Segment wieder an Fahrt gewinnen. Ich sprach mit Johannes Maier, Portfoliomanager Globale Infrastrukturaktien, über die Besonderheiten von Infrastrukturinvestments, die derzeit relevanten Themen und den Investmentprozess beim Bantleon Select Infrastructure.

Interview: FRANK O. MILEWSKI, CASH.

*Im Januar dieses Jahres haben Sie davon gesprochen, dass nach einer relativen Underperformance von mehr als 20 Prozentpunkten gegenüber dem MSCI Welt bei Infrastruktur-Aktien im letzten Jahr nunmehr ein Einstieg in das Segment lukrativ sein könnte. Was heißt das konkret und wie weit sind wir bereits auf dem Weg dorthin?*

**Maier:** Der massive Zinsanstieg der letzten Jahre hat Infrastrukturaktien überproportional belastet. Der heftige Renditeanstieg seit Beginn des Jahres hat den Effekt zum Jahresstart sogar weiter verstärkt. Die Leitzinsen lagen Anfang Juni mit 4,5 Prozent in der Eurozone und 5,25 bis 5,5 Prozent in den USA deutlich über den neutralen Zinssätzen. Aber die in Aussicht gestellten Zinssenkungen sollten früher oder später dazu führen, dass sich der Fokus wieder auf die operative Entwicklung der Unternehmen richtet. Diese ist weiterhin exzellent und war im letzten Jahr sogar deutlich besser als die des breiten Marktes. Unter dem Strich sind die Bewertungen der Unternehmen deutlich günstiger geworden. Relativ zum breiten Markt waren Infrastrukturaktien sogar noch nie so günstig wie heute. Zudem sind die attraktiven Eigenschaften der Anlageklasse keinesfalls verschwunden.

*Trotz guter Geschäftszahlen wurde das Gros der Infrastrukturunternehmen in 2023 abgestraft. Warum?*

**Maier:** Abgestraft ist das falsche Wort. Der Fonds Bantleon Select Infrastructure war letztes Jahr immerhin fast zehn Prozent im Plus. Allerdings hat sich der breite Aktienmarkt noch deutlich besser entwickelt. Die gestiegenen Zinsen spielen hier eine große Rolle, weil Infrastruktur eine der langlebigsten Anlageklassen ist. Kraftwerke, Stromnetze, Autobahnen und Windkraftanlagen werden oft über Jahrzehnte hinweg genutzt und deshalb wirkt sich der gestiegene Diskontsatz auf künftige Cashflows überproportional aus. Hinzu kommt der höhere Verschuldungsgrad von Infrastrukturunternehmen. Und die rückläufige Inflation war eine zusätzliche Belastung, weil die Erträge von Infrastrukturunternehmen oft an die Inflation gekoppelt sind. Gleichzeitig sind scheinbar die Bären vom Markt verschwunden,

was die Nachfrage nach Aktien mit defensivem Charakter zusätzlich gedämpft hat. Früher oder später wird der Wind aber wieder drehen und Infrastrukturaktien begünstigen.

*Der Bantleon Select Infrastructure hat seit Mitte April deutlich angezogen. Was waren die Treiber für den Performance-Schub?*

**Maier:** Erstens haben sich die Spekulationen um einen weiteren Zinsanstieg nach den Kommentaren der US-Notenbank beruhigt. Und die jüngst erfolgte erste Zinssenkung der EZB seit fünf Jahren sorgt für ein positives Marktumfeld. Zweitens untermauerten die Ergebnisse der jüngsten Berichtssaison die fundamentale Stärke der Unternehmen im Portfolio. Drittens scheint sich die Debatte im Bereich der erneuerbaren Energien von einer pauschalen Zurückhaltung hin zu einer differenzierteren Bewertung zu wandeln. Dies zeigt sich unter anderem an der Häufung von Privatisierungen in diesem Sektor: OX2, Atlantica Sustainable Yield, Neoen, Encavis. Mehrere Übernahmeangebote mit satten Aufschlägen zeigen jedenfalls, dass Private-Equity-Marktteilnehmer die Unterbewertung vieler Aktien schon heute nutzen. Das strahlt auch auf andere Unternehmen in diesem Segment aus und sorgte für deutliche Kurszuwächse.

„Man sollte Aktien wie Lebensmittel kaufen, nicht wie Parfum.“

*Welche Kriterien müssen Unternehmen erfüllen, um sich als Kandidat für den Fonds zu qualifizieren?*

**Maier:** Wir managen einen modernen Infrastrukturfonds und setzen auf Segmente, bei denen die heutige Infrastruktur für die künfti-

gen Bedürfnisse unserer Gesellschaft nicht ausreicht. Ich denke hier an digitale Infrastruktur wie Rechenzentren, Stromnetze, Windkraft- und Solaranlagen. Das Wachstum in diesen Bereichen kann oberhalb der gängigen sechs bis acht Prozent für Infrastrukturunternehmen liegen. Die Voraussetzung dafür sind die vorhersehbaren Cashflows, auch in konjunkturellen Schwächephasen. Die Kombinationen aus überproportionalem Wachstum und Stabilität finden wir extrem spannend. Darüber hinaus ist Bantleon Select Infrastructure ein nachhaltiger Infrastrukturfonds. Das bedeutet, dass nachhaltige Kennzahlen in der Produktstrategie eine wesentliche Rolle spielen.

*Wie sieht Ihre Investmentphilosophie aus?*

**Maier:** Wir sind fundamentale Investoren. Man sollte Aktien wie Lebensmittel kaufen, nicht wie Parfum. Bei Lebensmitteln schauen

attraktiv. Betreiber von Mautstraßen und dem US-Schienenverkehr beispielsweise wachsen aufgrund langfristiger Konzessionsverträge und Monopolstellungen meist stärker als die Inflation. Natürlich haben solche Unternehmen in Zukunft großes Potenzial und spielen für unseren modernen Infrastrukturfonds eine Rolle. Den traditionellen Energiebereich – also Öl- und Gas-Exploration und -Produktion sowie Öl- und Gas-Pipelines – schließen wir hingegen aus. Die Welt wird zwar auch in Zukunft nicht ohne Öl und Gas funktionieren, das Wachstum und die Chancen werden aber abnehmen. Hinzu kommt die hohe Volatilität der Energiepreise, welche die Profitabilität und Kurse der Unternehmen treiben. Diese Volatilität passt nicht zur Stabilität der Anlageklasse. Außerdem werden in dem Sektor 70 Prozent der weltweiten CO<sub>2</sub>-Emissionen verursacht.

*Sie sind in den USA und Europa investiert. Wie sieht es mit Asien und Lateinamerika aus?*

**Maier:** Unser Schwerpunkt liegt aufgrund der relativ geringen regulatorischen Risiken in Europa und Nordamerika, aber wir investieren auch partiell in Asien, sofern die Risiken kalkulierbar sind. In Entwicklungsländern können sich von heute auf morgen die Spielregeln ändern, was nicht zur Stabilität passt, nach der wir suchen. Deshalb fokussieren wir uns auf OECD-Länder. Wir sind beim Glasfasernetz in Singapur, Mautstraßen in Australien sowie einem Anbieter von Rechenzentren in Südkorea investiert.

*Was ist da genau ist das Problem bei regulatorischem Risiko?*

**Maier:** In China beispielsweise sorgen der digitale Wandel und eine aufstrebende Mittelschicht für mehr Nachfrage nach Handys, Internet und dergleichen. Damit steigt der Bedarf nach digitaler Infrastruktur. Die chinesische Regierung hat im Jahr 2021 von heute auf morgen die Spielregeln für Cloud-Anbieter und Betreiber von Rechenzentren geändert, was deren Geschäftsmodelle maßgeblich beeinträchtigt hat. Daraufhin brachen ihre Aktienkurse ein. Eine

verlässliche und vorhersehbare Regulatorik ist notwendig für die vorhersehbaren Cashflows, nach denen wir suchen. Ansonsten ist jedes noch so gute strukturelle Wachstum wertlos.

*Für welchen Anlegertyp eignen sich Infrastrukturinvestments?*

**Maier:** Infrastruktur ist kein Modethema. Trotz der zuletzt relativ schwachen Kursentwicklung sind die attraktiven Eigenschaften der Anlageklasse nicht verschwunden: Nachfrage in jeder Konjunkturphase, konstant hohe Ausschüttungen, Inflationsschutz. Risikobewusste Anleger mit langfristigem Investmenthorizont finden derzeit einen historisch günstigen Zugang zu der Anlageklasse. Die Kombination aus Zinswende und historisch günstigen Bewertungen sollte sich früher oder später als Rückenwind erweisen. **C.**



Johannes Maier:  
„Wir managen einen modernen Infrastrukturfonds.“

wir genau hin, woher sie kommen, wie sie hergestellt wurden und ob sie frisch sind. Wir kaufen keine Lebensmittel, nur weil sie gut riechen oder schön verpackt sind. Genauso gehen wir bei Aktien vor, weil der langfristige Erfolg einer Aktie von ihren fundamentalen Daten abhängt. Kurzfristige Kursschwankungen haben für uns keine große Bedeutung. Deshalb investieren wir geduldig in Unternehmen, die gute Geschäftsmodelle und stabile Cashflows haben. Der Bereich Infrastruktur ist aufgrund seiner Langlebigkeit und der vorhersehbaren Cashflows ideal für eine solche Herangehensweise.

*Wir haben jetzt über moderne Infrastruktur gesprochen, wie steht es um den traditionellen Bereich? Ist das überhaupt ein Thema für Sie?*

**Maier:** Unternehmen mit Monopolen sind in Zeiten erhöhter Inflation