



## Aktive Suche nach Alpha lohnt sich im Infrastruktur Sektor

Diese Kurzanalyse bezieht sich auf den Hornet Infrastructure – Water Fund (EUR), welcher eine fokussierte Investmentstrategie im Bereich „Listed Infrastructure“ verfolgt. Darin beschäftigen wir uns mit der Fragestellung: Lohnt sich eine aktive und nachhaltige Investmentstrategie im Bereich Infrastruktur im aktuellen Marktumfeld gegenüber dem globalen Aktienindex MSCI World? Die Kurzantwort lautet: Ja, denn das Alpha liegt hinter der Beta-Cloud.

AC Partners AG  
Infrastructure Investments

20. August 2019

### 1. Wo bleibt das Alpha?

Zahlt sich eine aktive Investmentstrategie bzw. ein Suchen nach dem Alpha in Zeiten, in welcher passiv erstellte Portfolios beinahe zum „Null-Tarif“ angeboten werden, aus und die Marktperformance seit längerer Zeit nur eine Richtung kennt: Nach oben?

Die Antwort lautet ja und nein. Nein, nicht für marktnahe oder semi-aktive Portfolios, weil über die letzten 10 Jahre die Performance der Märkte bzw. vieler Indices vor allem auch durch die Interventionen der Notenbanken getrieben worden sind. Es wurden nach der Finanzkrise 2009 mit monetären Rettungsprogrammen Käufe von Staatsanleihen und Corporate Bonds getätigt und dadurch das Zinsniveau sowie die Risikoprämien reduziert oder zumindest stark verzerrt. In vielen Ländern in Europa herrscht nun sogar ein Negativzinsumfeld. In dieser Phase der Verdrängung aktiver Kapital- und Aktienmarktteilnehmer braucht es in der Tat auf den ersten Blick kein aktives Management. Die Markt- oder Systemrisiken werden ausgeblendet und die Marktteilnehmer werden derzeit mit den sehr populären und kostengünstigen Index-Produkten quasi gezwungen auch in Unternehmen und Sektoren zu investieren, welche eine geringere Nachhaltigkeit aufweisen und in Zeiten erhöhter Marktrisiken wenig Stabilität und Substanz zeigen dürften.

Und lohnt sich eine aktive Investmentstrategie im wachsenden Sektor Infrastruktur? Ja, wenn weltweit in lokal und regional dienende Unternehmen mit spezifischen Chancen und Risiken investiert werden kann und eine fundamentale Bewertung der operativen Infrastrukturbetreiber vorgenommen wird. Die daraus abgeleitete Portfoliokonstruktion kann die Gewichtung von Aktien erhöhen, welche gegenüber ihrem fairen Wert eine Unterbewertung aufweisen und jene mit Überbewertung reduzieren (Kontrapunkt zu reinem Index-Momentum). Aber wie sehen wir das Alpha bzw. die risiko-adjustierte Performance? **Die Kurzantwort: Das Alpha versteckt sich hinter der Beta-Cloud.**

Wir möchten diese These erläutern und die statistischen Kennzahlen mit dem fundamental bewerteten und aktiv verwalteten Hornet Infrastructure – Water Fund (EUR) herleiten. Das fokussierte Infrastrukturportfolio im Sektor operative Wasserversorger verfolgt eine klare Nischen-

strategie, welche sich dank der überschaubaren Menge an börsenkotierten Infrastrukturgesellschaften besonders für einen aktiven Investmentansatz anbietet. **Die Infrastruktur-Aktien im Sektor Wasserversorgung mit Dividenden-Renditen im Bereich von 2.5% - 3.5% eignen sich vor allem für langfristig orientierte Investoren, welche stabile und wenig zyklische Cashflows und Renditen wünschen.** Wir haben die Erfahrung gemacht, dass operative Infrastrukturbetreiber konstruktiv und langfristig mit Inflationsschutz reguliert werden und die derzeitige, hohe Investitionstätigkeit in Versorgungsnetze zusätzlich für Wachstum sorgt, vor allem im Sektor Wasser. Für diese Kurzanalyse vergleichen wir im Folgenden die historische Performance relativ zu den Marktrisiken des MSCI World Index' (EUR) mittels des Treynor-Quotienten.

## 2. Die Performancebeurteilung muss unbedingt das Risiko in Betracht ziehen!

Weise Investoren nehmen nicht nur Marktrisiko – zu sehr billigen Konditionen –, sondern investieren aktiv in gute und solide Substanzaktien zu einem angemessenen Preis. Oder anders formuliert geht es um die Beziehung zwischen Risiko und Ertrag: Wieviel Risiko ist der Investor bereit zu tragen, um die erwartete Portfoliorendite zu erreichen? In den 1960 Jahren haben Wirtschaftswissenschaftler wie William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin oder Jack Treynor eine Antwort auf diese Frage produziert. Ihre Lösung ist bekannt unter dem „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM), welches gleichzeitig das Kernstück der modernen Finanzmarkttheorie darstellt und im Wesentlichen ziemlich simpel ist. Das Beta misst dabei das systematische Risiko eines Investments. Als aktive Investoren wollen wir so wenig wie möglich systematisches Risiko eingehen. Der Beta-Koeffizient lautet wie folgt:

$$\beta(p) = \frac{\text{cov}(rp, rm)}{\sigma^2 m}$$

Das  $\beta$ -Mass ist der Steigungswinkel in der Regressions-Analyse zwischen der Portfolio Performance und der Marktperformance. Ein Investment mit einem  $\beta$  von 0.5 hat die Hälfte Risikoprämie im Vergleich zum Markt und ein  $\beta$  von 2.0 hat das doppelte Marktrisiko bzw. bewegt sich 2x mal so stark im Vergleich zur Marktperformance über eine bestimmte Zeitperiode. **Der Hornet Infrastructure – Water Fund (EUR) weist über die Zeitperiode von 7 Jahren ein sehr tiefes Beta von 0.25 aus,** siehe Abbildung 1 unten. Die geringen systematischen Risiken des Portfolios zeigen sich auch deutlich in den einzelnen Performance-Punkten.

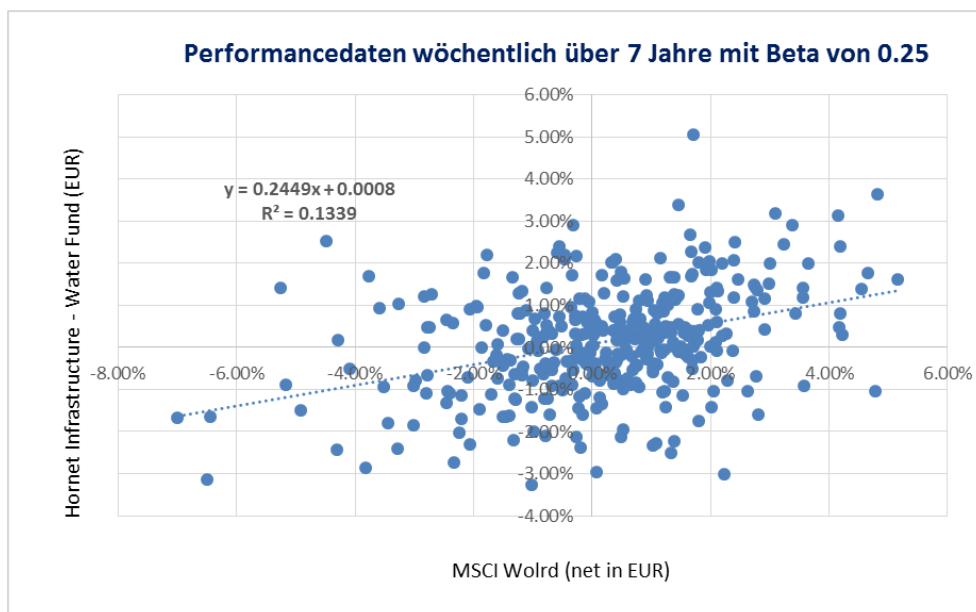


Abbildung 1: Regressionsanalyse Hornet-Infrastructure versus MSCI World und „risk-free-rate“ +2.81%  
Bloomberg Daten / AC Partners AG

Möchte man die historische und erwartete Performance eines Investments beurteilen und einschätzen, sollte man unbedingt die risiko-adjustierte Performance in Betracht ziehen. Dabei kann der sogenannte Treynor-Quotient zur Anwendung kommen:

$$\text{Treynor-Quotient} = \frac{rp - rf}{\beta p}$$

**Der Treynor-Quotient** (Portfoliorendite (rp) minus risikofreier Zinssatz (rf) / Beta des Portfolios (βp) **misst die Überschussrendite pro Einheit Marktrisiko bzw. systematisches Risiko.** Im Vergleich der Sharpe-Quotient, welcher die Überschussrendite zum Gesamtrisiko des Portfolios misst (rp – rf / Volatilität σp).

### 3. Hohes Alpha (Überschussrendite) auch dank tiefem Beta (Marktrisiko)

Die folgende Tabelle zeigt die Performance pro Einheit Marktrisiko (Treynor Ratio = (rp – rf) / Beta) und extrahiert auch gleichzeitig das historische Alpha (α = rp – rf – beta \* (rm –rf)) über 1, 3, 5 und 7 Jahre.

Jahre	7	5	3	1
Performance Hornet Infrastructure - Water Fund (EUR) - kumuliert	59.2%	31.4%	19.7%	21.1%
Performance Hornet Infrastructure - Water Fund (EUR) - p.a.	6.9%	5.6%	6.2%	21.1%
Risk-free rate (Länder gewichtet)	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Portfolio Beta (historisch)	0.24	0.22	0.09	0.05
MSCI World kumuliert (net / EUR)	112.2%	59.4%	31.4%	4.1%
MSCI World (EUR) p.a.	11.3%	9.8%	9.5%	4.1%
Alpha p.a. (Portfolio)	2.0%	1.3%	2.8%	18.2%
Treynor-Quotient Portfolio	0.17	0.13	0.36	4.05

Quelle Bloomberg; alle Daten netto bzw. nach Abzug aller Kosten in EUR per 16.08.2019 / NAV 1'130.19

Tabelle 1: Risiko-adjustierte Überschussrendite / Alpha

**Das Alpha bzw. die risiko-adjustierte Überschussrendite des Hornet Infrastructure – Water Fund (EUR) beträgt also über eine Zeitperiode von 7 Jahren +2.0% p.a. nach Abzug aller Verwaltungskosten.** Der Treynor-Quotient liegt deutlich im positiven Bereich von 0.17 und zeigt insbesondere über die letzten 3 Jahre eine steigende Tendenz, da sich das Beta bzw. das systematische Risiko des Portfolios weiter reduziert hat. **Über die letzten 3 Jahre erhöhte sich das Alpha auf 2.8% p.a. dank aktiver und erfolgreicher Suche nach unterbewerteten Infrastruktur-Aktien.** Zusätzlich zur aktiven und wertorientierten Titelselektion im Portfolio sichern wir die Marktrisiken basierend auf unserem „Relativ-Value-Ansatz“ teilweise ab, um die systematischen Risiken des Portfolios relativ tief zu halten und unseren Investoren ein möglichst stabiles Kapitalwachstum und Alpha zu liefern.

Quellen: Investments: Bodie, Kane, Marcus 3rd Edition 1996; Bloomberg Daten / Fondsdaten IFM Vaduz AG



## **AC Partners AG**

Infrastructure Investments

Andreas Schaller / Andreas Borer  
Sinslerstrasse 65  
6330 Cham

Telefon +41 41 711 10 20

Email [andreas.schaller@ac-partners.ch](mailto:andreas.schaller@ac-partners.ch)

### **Über AC Partners AG:**

AC Partners AG konzentriert und spezialisiert sich seit 2007 als Investment Advisor auf Infrastrukturanlagen. Die fundamentale Bewertung von Unternehmen und Investments aus den Sektoren Wasser-/Energieversorgung, Transport, Kommunikation und öffentlichen Infrastrukturanlagen setzt sich zum Ziel, einen nachhaltigen und transparenten Mehrwert sowohl für institutionelle Investoren als auch private Anleger zu schaffen.

### **Rechtlicher Hinweis:**

Das vorliegende Dokument ist Ihnen auf Verlangen weitergeleitet worden. Es dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt kein Angebot zum Erwerb, keine Anlageberatung oder -empfehlung und keine unabhängige Finanzanalyse dar. Es ersetzt nicht eine individuelle und fachkundige Beratung durch einen Anlageberater. Die Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Prospekt wie auch der Jahresbericht des HORNET Infrastructure - Water Fund (EUR) sind kostenlos bei GN Invest AG, Vaduz oder auf der Homepage der IFM Independent Fund Management AG ([www.ifm.li](http://www.ifm.li)) erhältlich. Die detaillierte Risikoerklärung entnehmen Sie bitte unserem Fondsprospekt.