

# Anlageklasse Infrastruktur: Potenziale und Perspektiven

Eine empirische Marktanalyse - Executive Summary



**FLEISCHHAUER, HOYER & PARTNER**  

---

**PRIVATE EQUITY CONSULTANTS**

München, Juni 2009

Eine Studie von  
Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP)

**FLEISCHHAUER, HOYER & PARTNER**  
**PRIVATE EQUITY CONSULTANTS**

In Auftrag gegeben von:  
SOLUTIO AG, München



**SOLUTIO AG**  
Anlagekonzepte für Institutionen

#### **IMPRESSUM**

Fleischhauer, Hoyer & Partner  
- Private Equity Consultants -  
Nördliche Auffahrtsallee 25  
80638 München  
[www.fhpe.de](http://www.fhpe.de)

Alle Rechte vorbehalten.  
Nachdruck, auch auszugsweise, verboten.

Für die Richtigkeit der in dieser Studie verbreiteten Informationen und Ansichten wir keine Gewähr geleistet.  
Diese Studie stellt weder einen Verkaufsprospekt noch eine direkte noch indirekte Form der Verkaufsförderung dar.

München im Juni 2009

## Vorwort

Die OECD beziffert den weltweiten Bedarf an Infrastrukturinvestitionen bis zum Jahr 2030 auf mindestens 41 Billionen USD. Pro Jahr entspricht dies rund zwei Billionen USD – dem gegenüber werden jährlich nur rund 1 Billion USD investiert, vorwiegend durch die öffentliche Hand. Angesichts hoch verschuldeter Staatshaushalte zeichnet sich schon heute eine gigantische Finanzierungslücke ab.

Vor diesem Hintergrund gewinnen private Investitionen in Infrastruktur zunehmend an Bedeutung. Public-Private-Partnerships bis hin zu vollständigen Privatisierungen sollen zusätzliches Kapital aktivieren. Infrastruktur entwickelt sich in diesem Umfeld immer mehr zu einer eigenen Anlageklasse für langfristig orientierte Investoren. Ein attraktives Risiko-Rendite-Profil, geringe bis keine Korrelation zu herkömmlichen Anlageklassen, jährliche Ausschüttungen und sogar Schutz gegen Inflation gelten als Vorteile.

Doch kaum den Kinderschuhen entsprungen, wird das Segment einer ernsthaften Prüfung unterzogen: So manches Infrastrukturobjekt ist weit von den gesteckten Renditeerwartungen entfernt. Börsennotierte Fondsanbieter geraten aufgrund von Refinanzierungsschwierigkeiten in die Schlagzeilen. Aber auch Manager geschlossener Fonds überprüfen ihre Ansätze, angefangen von der strategischen Ausrichtung bis zu der Konstruktion ihrer Fonds. Gleichzeitig soll im Rahmen von milliarden schweren staatlichen Konjunkturprogrammen zusätzliches Kapital in Infrastruktur fließen. Die Frage, ob und wie man sich als Investor der Anlageklasse erschließt, wird mehr denn je diskutiert.

Um Antworten auf die gestellten Fragen zu finden, wurden von uns in der vorliegenden Studie zwischen März und Mai 2009 22 Manager der weltweit größten Infrastruktur-Fonds befragt. Zusammen verwalten sie Infrastrukturanlagen (Assets-Under-Management) im Wert von 260 Mrd. USD. Die Befragung erfolgte anhand eines schriftlich zu beantwortenden Fragebogens. Darüber hinaus wurden vereinzelt tiefergehende Experteninterviews persönlich durchgeführt.

### Infrastruktur – Die größten Fonds (Dezember 2008)

#### Die derzeit zehn größten Fonds nach Fondsvolumen

Manager	Sitz	(Ziel-) Volumen	Jahr
GS Infrastructure Partners II	USA	7,5 Mrd. USD	Fundraising
GS Infrastructure Partners I	USA	6,5 Mrd. USD	2006
Macquarie European Infrastructure Fund II	UK	4,6 Mrd. EUR	2007
Macquarie Infrastructure Partners II	UK /AUS	6,0 Mrd. USD	Fundraising
Global Infrastructure Partners I	USA	5,6 Mrd. USD	2008
Macquarie European Infrastructure Partners III	UK/AUS	5,0 Mrd. USD	Fundraising
Macquarie Infrastructure Partners	AUS	4,0 Mrd. USD	2008
Morgan Stanley Infrastructure	US	4,0 Mrd. USD	2008
aAIM Infrastructure Fund	UK	2,0 Mrd. Pfund	Fundraising
AIG Highstar Capital III	USA	3,5 Mrd. USD	2007

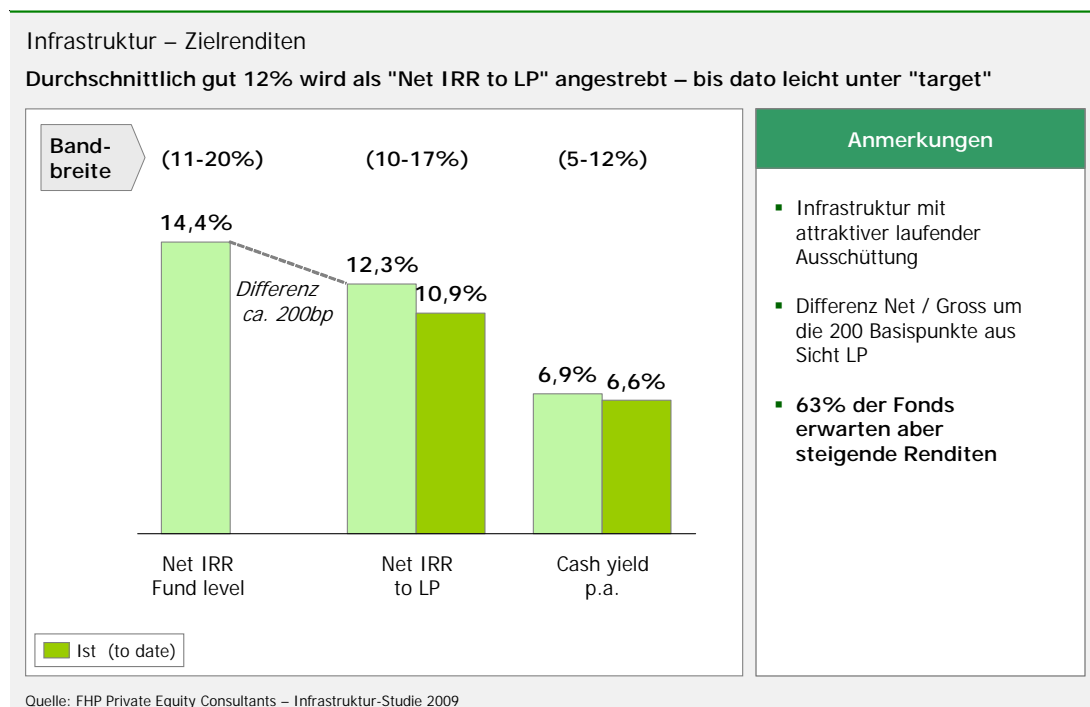
Quelle: Probitas Research

Gefragt wurde nach der Erfahrung der Anbieter, ihre Einschätzung unterschiedlicher Strategien und Märkte sowie nach den Risiken und den Chancen, die sich derzeit ergeben. Neben strategischen Aspekten wurde auch ganz konkret auf das aktuelle Investitionsverhalten sowie das Produktangebot und die damit verbundenen Terms & Conditions eingegangen.

Wir möchten allen Teilnehmer an dieser Stelle für ihre offene und engagierte Teilnahme danken. Viele der eingereichten Antworten gingen in ihrer Transparenz und ihrem Detaillierungsgrad deutlich über das hinaus, was üblicherweise im Rahmen einer Marktumfrage zu erwarten ist.

## Zusammenfassung und Ausblick

Auch an der Anlageklasse Infrastruktur ist die Finanz- und Wirtschaftskrise nicht spurlos vorbei gegangen. Wie konnte das passieren? Gilt Infrastruktur doch als sicherer Hafen, resistent gegen Nachfrageschwankungen und Konjunkturabschwünge. Doch der Überfluss an Fremdkapital und bisweilen auch Eigenkapital hat zu Übertreibungen geführt. Projekte wurden immer höher gehebelt, in der Folge stiegen Bewertungen stärker als die Ertragskraft der Objekte (Assets). Und viele der finanzierten Assets wiesen immer weniger die Eigenschaften klassischer Infrastrukturprojekte auf: Monopolistische Marktstellung aufgrund von Regulierung oder langfristigen Konzessionen, Adressierung von essentiellen Bedarfen, wie beispielsweise die Versorgung mit Energie und Wasser und somit stabile Ertragsprofile. Selbst einige – konkret börsennotierte Fondsgesellschaften – konnten der Versuchung des „billigen Geldes“ nicht widerstehen. Der Absturz der Aktienmärkte riss diese Gesellschaften mit. Notverkäufe von Assets bis hin zur vollständigen Abwicklung der Unternehmen waren die Folge und brachten die Anlageklasse in den Verdacht hoch spekulativer Anlagen.



Eine genaue Analyse, wie sie in der vorliegenden Empirie von uns vorgenommen wurde, zeigt jedoch, dass klassische Core-Infrastruktur-Fonds ihre Versprechungen weitgehend einhalten konnten: Die bis dato erzielten Renditen liegen bei rund 11 Prozent und damit nur 100 Basispunkte unter der selbstgesteckten Zielrendite. Ein großer Anteil davon entfällt auf Barausschüttungen

(Cash Yields) von durchschnittlich 6,6 Prozent – ein Indiz dafür, dass es sich bei den Assets dieser Fonds um erfolgreich im Betrieb befindliche Objekte (Brownfield-Assets) handelt. Auch fällt die Einschätzung der Fondsmanager über die zukünftige Renditeentwicklung optimistisch aus. Rund zwei Drittel der befragten Manager geht von tendenziell steigenden Renditen aus.

Als wesentliche Ursache werden vor allem die stark gefallenene Einstiegspreise, selbst für Qualitäts-Assets genannt. Refinanzierungsschwierigkeiten von in der Vergangenheit zu hoch geleveragten Objekten und Notverkäufe führen aktuell zu einem Käufermarkt. Gleichzeitig steht deutlich weniger privates Kapital bereit. Das Fundraising ist nach dem Rekordjahr 2007 (34 Mrd. USD) drastisch eingebrochen. In den ersten drei Monaten des laufenden Jahre wurden lediglich drei Fonds mit einem Volumen von gut 5 Mrd. USD aufgelegt. Als herausfordernd wird der Markt für Fremdkapital eingeschätzt. Grundsätzlich ist es zwar (wieder) möglich gerade Brownfield-Assets zu finanzieren, die Kosten dafür sind jedoch gestiegen. Folglich werden künftig kleinere Finanzierungen mit deutlich höherem Eigenkapitalanteil (> 20 Prozent) zu sehen sein. Ein Umstand, der die derzeitige Unterversorgung des Marktes mit Eigenkapital noch verschärfen dürfte.

Für ein Anspringen des Marktes werden nach Meinung der befragten Fondsmanager die derzeit aufgelegten Konjunkturprogramme sorgen. Weltweit sind von staatlicher Seite rund 1,3 Billionen Euro für zusätzliche Infrastrukturinvestitionen vorgesehen. Ein Teil der Mittel soll in Form von Fremdkapital (Bürgschaften) in den Markt fließen und könnte somit den bestehenden Engpass auflösen. Schwerpunkt der Investitionen werden vor allem soziale Infrastruktur-Projekte sein (Schulen, Krankenhäuser). Unter Einbeziehung privater Investoren (Public-Private-Partnerships) stehen jedoch auch die Bereiche Transport und Energieerzeugung aus erneuerbaren Quellen im Fokus. Gemessen an dem weltweiten Bedarf an Infrastruktur-Investitionen, den die OECD bis zum Jahr 2030 mit mindestens 41 Billionen USD beziffert, sind die Programme allerdings erst ein Anfang.

## Ausblick - Zurück zu den Wurzeln

---

Obwohl die Anlageklasse erst eine recht junge Historie aufweist, erfährt sie schon jetzt eine Neuadjustierung. Neben deutlich weniger komplexen und gehebelten Finanzierungsstrukturen wird vor allem die Konzentration auf klassische, weniger riskante Infrastruktur-Objekte im Vordergrund stehen. Nur solche Assets, so zeigt es sich jetzt, können den mit Infrastrukturanlagen verbundenen positiven Effekt zur Diversifizierung von langfristig ausgerichteten Portfolios leisten. Den Vorzug dürften dabei Direktinvestitionen für erfahrene Investoren oder aber für „Neueinsteiger“ geschlossene, nicht börsennotierte Fonds erhalten. Fondsanbieter stehen andererseits vor der Herausforderung ihre Produkte weiter zu entwickeln. Sowohl der Langlebigkeit der Assets als auch einer hohen Interessenkongruenz zwischen Manager und Investor muss dabei Rechnung getragen werden. Gebührenstrukturen, so die Analyse, sind noch wenig standardisiert und weisen eine große Bandbreite auf.

Ziel muss eine langfristige Incentivierung des Fonds-Managements sein, die die Wertsteigerung der Assets in den Vordergrund stellt und nicht schnelle Realisierungserlöse. Dann hat die Anlageklasse das Potenzial zu einer echten Alternative zu festverzinslichen Anlagen und Aktien zu werden.