

## Anlageklasse Infrastruktur: Auf der Suche nach dem Königsweg ?!

Infrastruktur gehört zu den schnellst wachsenden Anlageklassen. Handelte es sich vor zwei Jahren noch um eine ausgesprochene Nische, sind heute über 175 Fonds am Markt. Auf Basis der (Ziel-) Volumina dieser Fonds werden rund 100 Milliarden USD verwaltet. Angesichts des enormen Potenzials, welches von der OECD bis zum Jahr 2030 auf 41 Billionen USD beziffert wird, erst der Anfang einer weltweiten Investitionswelle. So überrascht es auch nicht, dass zunehmend Anbieter auf den Markt kommen.

### Infrastruktur ist nicht gleich Infrastruktur

Infrastrukturanlagen – so auch die Fonds – weisen ein niedriges Risiko-Rendite-Profil auf, sind im Vergleich zu vielen anderen Anlageklassen kaum oder gar nicht korreliert, liefern jährliche Ausschüttungen und gelten sogar als Schutz gegen Inflation. Tatsächlich gelten diese Eigenschaften jedoch nicht gleichermaßen für das gesamte Spektrum an Infrastruktur-Anlagen. Auch werden viele Anlageobjekte als Infrastruktur gepriesen, die jedoch bei näherer Betrachtung eher einen Private-Equity- oder Real-Estate-Charakter haben. Um die gewünschten Anlageziele eines Infrastruktur-Engagements auch tatsächlich zu erreichen, ist es unerlässlich sich mit den Risikofaktoren von Infrastrukturstrategien zu beschäftigen. Das Rendite-Risiko-Profil von Infrastruktur-Investments wird dabei im Wesentlichen in drei Dimensionen beststimmt:

#### 1. Reifegrad:

Das Risiko wird maßgeblich durch die Unwägbarkeiten während der Entwicklungsphase der Objekte bestimmt. Hierzu gehören Risiken, die bei der Genehmigung, Planung, Konstruktion und Finanzierung von Objekten (Assets) bestehen. Neu zu entwickelnde Objekte (auch Development-/Greenfield Assets) sind somit deutlich risikoreicher und oftmals ähnlich zu einem Private Equity Investment als reife, bereits im Betrieb befindliche Objekte (Mature-/Brownfield Assets). Gleiches, wenn auch in abgeschwächter Form, gilt für Objekte, die gerade erst fertiggestellt wurden und über die noch keine ausreichende Betriebserfahrung, wie beispielsweise der Auslastung besteht. Auch können laufende Ausschüttungen (Cash Yields) nur von im Betrieb befindlichen Objekten erzielt werden. In der Regel ist dies erst nach Abschluss einer mehrjährigen Entwicklungsphase möglich. Folglich soll(te) das höhere Risiko von Objekten in der Development-Phase durch eine höhere Rendite als bei vergleichbaren Brownfield-Assets kompensiert werden.

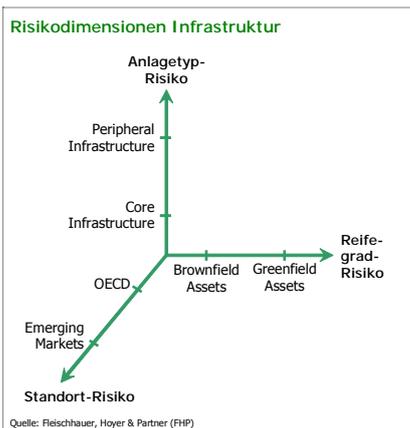
#### 2. Investitionsstandort:

Infrastruktur-Assets zeichnen sich einerseits durch ihre Langlebigkeit aus und andererseits durch ihre Abhängigkeit von öffentlichen Behörden bzw. rechtlichen Rahmenbedingungen. Veränderungen der politischen

und rechtlichen Rahmenbedingungen können somit einen unmittelbaren Einfluss auf Infrastruktur-Assets haben. In den Emerging Markets sind derartige Risiken ungleich höher einzustufen als in entwickelten Industrienationen, wie sie in den OECD-Staaten bestehen. Gleiches gilt für die wirtschaftliche Entwicklung: Das hohe Wirtschaftswachstum aufstrebender Länder findet unter starken Schwankungen statt und verleiht somit Infrastruktur-Assets in diesen Ländern zwar eine hohes Potenzial, aber auch ein höheres Risiko als Anlagen in den OECD-Staaten.

### 3. Anlagentyp:

Charakteristisch für die Erträge aus Infrastruktur-Anlagen ist ihre (jährliche) Planbarkeit und Inelastizität gegenüber Preisen sowie makroökonomischen Zyklen. Möglich wird dies häufig durch eine quasi monopolartige Marktstellung, langjährige Konzessionen oder hohe Markteintrittsbarrieren für die zu Grunde liegenden Assets. Typischerweise findet man diese Voraussetzungen im Bereich der Energie-/und Wasserversorgung (Utilities), Transport (z.B. Flughäfen, Mautstraßen) und Kommunikation (z.B. Sendestationen, Satellitennetze). Anlagen mit diesen Eigenschaften werden daher auch als Core-Assets bezeichnet. Neben diesen „kommerziellen Infrastruktur-Objekten“ gehören zu den Core-Assets auch soziale Infrastrukturprojekte (Social Infrastructure), wie beispielsweise Schulen oder Krankenhäuser. Soziale Infrastruktureinrichtungen werden für ihre „bloße“ Verfügbarkeit bezahlt – unabhängig von der Auslastung und zum Teil auch der Qualität der erbrachten Leistung. Diese (vermeintliche) Sicherheit wird jedoch mit einer tendenziell niedrigeren Rendite „erkauft“. Grundsätzlich lässt sich feststellen, dass die Renditen umso höher sind, je mehr die zugrundeliegenden Assets von den Merkmalen klassischer Infrastruktur-Anlagen abweichen. So wird beispielsweise unter dem „Etikett“ Infrastruktur in Logistik-Unternehmen oder Betreiber von Autobahnraststätten investiert, die zwar im weitesten Sinne zu den Infrastruktursektoren gehören, dort aber lediglich eine Servicefunktion innehaben und durchaus im direkten Wettbewerb zu anderen Unternehmen stehen. Solche, auch als periphere Infrastruktur bezeichneten Segmente, finden immer häufiger Eingang in die Portfolios dedizierter Infrastrukturfonds, weisen aber ein grundsätzlich höheres Risiko als klassische Core-Anlagen auf. Aber auch im Core-Segment kommt es zunehmend zur Auflösung von Monopolsituationen durch Markt deregulierungen. In jüngster Zeit wurde diese vor allem in der Telekommunikation und im Bereich der Energie- und Wasserversorger beobachtet.



### Zunehmend neue Anbieter

Die derzeit am Markt angebotenen Fonds unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Risikoprofile erheblich. Das Spektrum reicht von sektorspezifischen Fonds in den Emerging Markets bis hin zu klassischen Core-Infrastruktur-Fonds, die ausschließlich in den OECD-Ländern investieren. Andere Fonds

hingegen gewichten einzelne Regionen und Anlagestile innerhalb definierter Anlagegrenzen oder aber opportunistisch. Das durchschnittliche (Ziel-) Fondsvolumen liegt bei 1,4 Mrd. USD; jedoch innerhalb einer großen Bandbreite zwischen wenigen hundert Millionen USD bis zu 10 Milliarden USD.

### Empirische Analyse zeigt uneinheitliches Bild

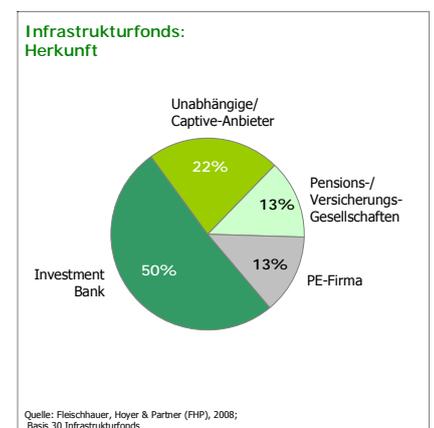
Für eine nähere Betrachtung wurde von uns eine Auswahl von 30 Fonds detailliert analysiert. Um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten, wurden nur Fonds mit folgenden Eigenschaften in die Analyse einbezogen:

- ▶ Investitionsschwerpunkt auf reife Assets (Brownfield)
- ▶ Diversifizierung innerhalb der Core-Segmente (Transport, Energie/Versorger, Telekommunikation)
- ▶ Investitionsfokus in OECD-Staaten
- ▶ Jährliche Ausschüttungen
- ▶ Nicht börsennotiert

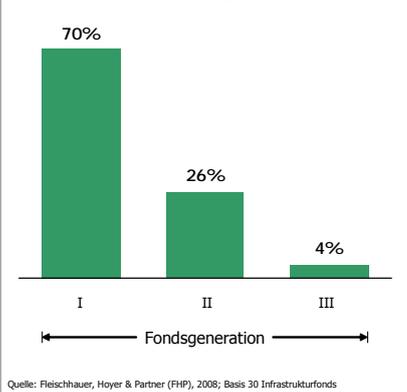
Infrastrukturfonds waren bis dato eine Domäne internationaler (Investment-) Banken. Die Hälfte der aktuell aufgelegten Fonds stammt aus diesen Häusern. Häufig werden diese Fonds jedoch in Kooperation mit externen Einheiten aufgelegt. Ziel ist es, (unabhängige) Managementteams zu gewinnen aber gleichzeitig auch das Netzwerk der Bank zu nutzen. Der Zugang zu Projekten, die teilweise komplexe Prüfung und Strukturierung aber auch der Kontakt zu öffentlichen Behörden respektive Regierungen sind aus unserer Sicht ein entscheidender Erfolgsfaktor für Infrastruktur-Investments. Reine unabhängige Manager, zumeist hervorgegangen aus den Investmentbanken selbst, bleiben jedoch die Ausnahme. Eine weitere Gruppe unter den Anbietern sind Private Equity Häuser (13 Prozent). Infrastruktur wird von diesen Anbietern als eine Erweiterung ihrer Private Equity Aktivitäten gesehen und wurde in Einzelfällen auch schon in der Vergangenheit praktiziert. Diese Aktivitäten sollen nun in separaten Fonds vollzogen werden.

Inwieweit man dabei auf das klassische Private Equity Geschäft aufsetzen kann, bleibt abzuwarten. Über deutlich mehr Erfahrung verfügen Pensionsfonds, beispielsweise aus Australien, die sich Drittinvestoren öffnen. Infrastruktur-Investments werden von großen Pensionsfonds der angelsächsischen Länder häufig direkt vorgenommen.

Die Etablierung von Infrastruktur als eigene Anlageklasse hat gerade erst begonnen. Viele der Infrastruktur-Aktivitäten, die vormals dem Investment Banking, Real Estate oder den Abteilungen für Projektfinanzierung untergeordnet waren, wurden in jüngster Vergangenheit in eigenständige Einheiten (Tochtergesellschaften) ausgeründet. So überrascht es auch



Infrastrukturfonds: Fondsgenerationen



nicht, dass die Mehrzahl der Anbieter (45 Prozent) erst in den Jahren 2002 bis 2007 gegründet wurde, 35 Prozent der Anbieter sogar erst nach dem Jahr 2007, während nur 20 Prozent der Fondsgesellschaften länger als sechs Jahre eigenständig sind. Das Fondsuniversum ist folglich durch eine hohe Zahl an First-Time-Funds geprägt. Das von uns untersuchte Sample bestand zu 70 Prozent aus Fonds in der ersten Generation. Nur 30 Prozent waren Folgefonds in der zweiten und dritten Generation.

Doch die Statistik täuscht über den tatsächlichen Erfahrungshorizont hinweg: Viele der neu aufgelegten Fonds wurden neu ausgerichtet und haben ihren Investitionsfokus konzentriert. Die Nachfolgefonds von vormals global investierenden Fonds wurden zu Fonds, die ihren Investitionsraum auf Europa oder die USA beschränken. Nicht zuletzt wurde diese Entwicklung von den Investoren selbst unterstützt, um einerseits eine eindeutige regionale Allokation vornehmen zu können und andererseits Währungsrisiken zu begrenzen. Der Track Record der Anbieter, und insbesondere der Fondsmanager, ist somit größer als es der Blick auf die Fondsgeneration vermuten lässt.

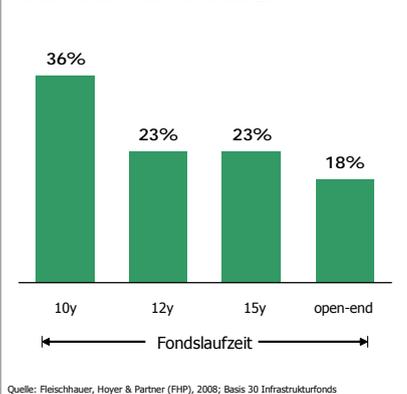
### Keine Standards bei den Terms & Conditions

Die Laufzeit von Infrastruktur-Fonds ist aufgrund der Langlebigkeit von Infrastruktur-Objekten und ihrer eingeschränkten Fungibilität nur schwer festzulegen. In der Praxis hat sich daher auch noch kein Standard etabliert. 36 Prozent der von uns betrachteten Fonds weisen zwar eine Laufzeit von 10 Jahren auf, räumen sich aber im Einzelfall Verlängerungsoptionen von bis zu weiteren 10 Jahren ein. Andere Fonds beginnen mit Laufzeiten von 12 und 15 Jahren, ohne dabei auf eine mögliche Verlängerung zu verzichten. 18 Prozent der Anbieter deklarieren ihre Fonds gleich als „Open-End-Fonds“, behalten sich aber diverse Optionen für die Veräußerung vor.

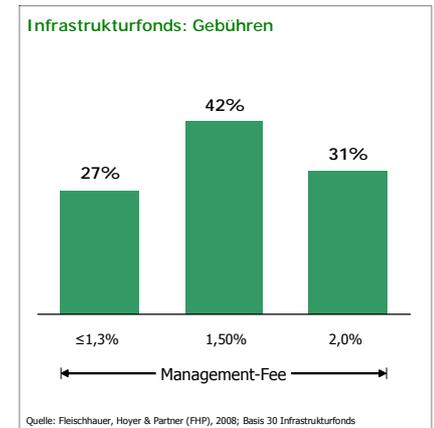
Bei der Bewertung der Fondslaufzeiten kommt es letztlich auf die Berücksichtigung der zu Grunde liegenden Strategien (Brownfield vs. Greenfield), aber auch auf die Anforderungen der Investoren an. Fonds mit einem hohen Anteil an Greenfield-Projekten erzielen einen wesentlichen Anteil ihrer Rendite aus der Veräußerung von Assets, nachdem diese erfolgreich entwickelt worden sind. Die Festlegung der Fondslaufzeit, ähnlich wie bei einem Private Equity Fonds, fällt daher leichter. Fonds mit Fokus auf bestehende Assets (Brownfield) erzielen ihre Renditen aus dem laufenden Betrieb der Objekte.

Die Ausschüttungen erfolgen jährlich (Cash Yields) und werden von den Investoren dieser Fonds als eine Art „Fixed-Income-Komponente“ betrachtet. Rückflüsse aus Veräußerungserlösen respektive der Liquidierung der Fonds sind zweitrangig und im Einzelfall auch nicht gewünscht. Die „unendliche“ Laufzeit dieser Fonds kann daher durchaus mit den Anlagezielen der Investoren korrespondieren.

Infrastrukturfonds: Fondslaufzeit



Die Gebührenstruktur von Infrastrukturfonds ist heute ebenso reich an Varianten wie ihre Laufzeit. Der Großteil der Fonds veranschlagt eine Management-Fee von 1,5 Prozent – jedoch auf unterschiedliche Bezugsgrößen. Angefangen vom Committed-Capital über das Invested-Capital bis hin, in Einzelfällen, zum Net-Asset-Value des Fonds. Viele der Fonds können jedoch Volumenrabatte einräumen, die zu einer Reduzierung der effektiven Managementgebühr führen. Darüber hinaus erhebt die Mehrzahl der Fonds eine Erfolgsbeteiligung (Carried Interest), deren Höhe und Gestaltung (Hurdle) ebenfalls nicht einheitlich sind. Hinzu können weitere Gebühren (z.B. Acquisition-, Refinancing Fee) kommen, so dass eine Vergleichbarkeit der Gesamtgebühren und deren zeitlicher Verlauf selbst zwischen ähnlichen Fonds nur für ein konkretes Commitment möglich wird. Ein Vergleich lohnt sich jedoch: Allein die Differenz zwischen der niedrigsten und höchsten Managementgebühr betrug in unserem Sample bis zu 70 Basispunkte.



Die Zielrendite von Infrastrukturfonds setzt sich in unserem Sample in den meisten Fällen aus einer jährlichen Ausschüttung und einem möglichen Verkauf der finanzierten Objekte zusammen. In einem Korridor von 10 bis 30 Prozent lag die durchschnittliche Ziel-IRR (netto) bei 14,4 Prozent. Die große Bandbreite der Zielrenditen lässt sich, neben dem unterschiedlichen stark ausgeprägten Optimismus der Anbieter, vor allem durch eine unterschiedliche Gewichtung der einzelnen Strategien und regionalen Anlageschwerpunkte erklären. Gemessen an den historischen Renditen erscheint eine Zielrendite von 14 Prozent auch als realistisch.

## Fazit

Die seit den 70iger Jahren anhaltende Investitionszurückhaltung der öffentlichen Hand in nahezu allen großen Industrienationen und das starke Wachstum in den Emerging Markets hat weltweit einen enormen Bedarf an Infrastrukturinvestitionen ausgelöst. Demgegenüber steht, im Vergleich zum Jahr 2005, eine Verfünfachung der in den letzten zwei Jahren von geschlossenen Fonds eingesammelten Mittel. Das Kapital floss dabei in eine Branche, die sich noch immer in einer Formierungsphase befindet. Anbieter – viele von ihnen „Neulinge“ – sind dabei, „Best-Practises“ und Standards bei den Strukturen, Laufzeiten und Gebühren von Fonds zu etablieren. Die Bandbreite der von den Fonds-Managern verfolgten Strategien weisen zum Teil erhebliche Unterschiede im Rendite-Risiko-Profil auf. Um als Anleger von den Vorzügen der Anlageklasse Infrastruktur auch tatsächlich profitieren zu können, ist, wie bei anderen komplexen Anlageklassen, eine differenzierte Herangehensweise bei der Asset-Allokation und Auswahl von Fonds (Managern) von entscheidender Bedeutung.

### IMPRESSUM :

Fleischhauer, Hoyer & Partner - Private Equity Consultants -  
 Nördliche Auffahrtsallee 25 Tel. 089 - 15 92 79 - 0  
 80638 München Fax: 089 - 15 92 79 - 79  
 eMail: office@fhpe.de Internet: www.fhpe.de  
 München, Januar 2009