

Anlageklasse Infrastruktur: Chancen, Risiken, Trends 2011

Eine empirische Marktanalyse



München, April 2011

FLEISCHHAUER, HOYER & PARTNER
PRIVATE EQUITY CONSULTANTS

Eine Studie von Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP)

In Auftrag gegeben von:

DB Private Equity GmbH, Köln

IMPRESSUM

Fleischhauer, Hoyer & Partner
- Private Equity Consultants -
Nördliche Auffahrtsallee 25
80638 München
www.fhpe.de

Alle Rechte vorbehalten.
Nachdruck, auch auszugsweise, verboten.

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

München, im April 2011

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	4
2. Anlageziele institutioneller Investoren – die Nachfrageseite	6
3. Der Markt für Infrastrukturfonds – die Angebotsseite	11
4. Empirische Analyse	13
▪ Grundgesamtheit der Empirie	
▪ Terms, Conditions und Zielrenditen	
▪ Werttreiber und Exit-Szenarien	
▪ Investorenbasis von Infrastrukturfonds	
▪ Strategische Ausrichtung	
▪ Investitionen und Dealflow	
▪ Aktuelles Marktumfeld und Risikofaktoren	
5. Zusammenfassung und Ausblick	27

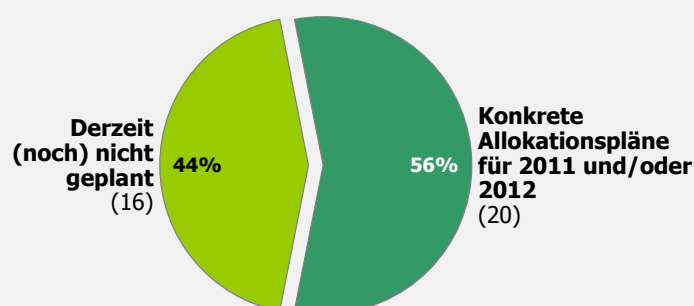
1. Einleitung

Das Potenzial ist enorm, die Realisierung bisher noch gering. Doch geht es nach den Absichten institutioneller Investoren dürfte der Investitionsstau für Infrastruktur, der allein für Europa auf jährlich bis zu 320 Milliarden Euro beziffert wird¹ in den nächsten Jahren zunehmend auch von privatem Kapital adressiert werden. Das ergab auch eine Umfrage unseres Hauses, die wir Ende 2010 unter hundert institutionellen Investoren (LPs) aus dem deutschsprachigen Raum durchgeführt haben². Demnach hält erst ein Drittel der insgesamt 36 befragten Investoren Infrastrukturbeteiligungen. Der Großteil hat jedoch konkrete Pläne für dieses und nächstes Jahr, sich in dem Segment zu engagieren.

Institutionelle Investoren: Ausblick Infrastruktur-Allokation

Mehrheitlich liegen konkrete Allokationspläne vor

Allokationspläne Infrastruktur?



- Über die Hälfte der LPs mit konkreten Allokationsplänen
- Etwa zur Hälfte avisieren LPs eine konkrete Planung für eine Infrastruktur-Allokation in den Jahren 2011 oder 2012 – kleiner Teil für beide Jahre
- Gut 40% der Befragten haben noch keine konkreten Allokationspläne, aber potenzielles / latentes Interesse an Infrastruktur

() = Anzahl

Quelle: "Infrastruktur: Eine (neue) Anlageklasse für Institutionelle?", Fleischhauer, Hoyer & Partner, 2010

© Fleischhauer, Hoyer & Partner

Deutsche Investoren folgen damit einer Entwicklung, die bereits in den 70-iger Jahren in Großbritannien eingesetzt hat und dort 1993 durch die Einführung der Private Finance Initiative (PFI) institutionalisiert wurde. Ausgelöst durch leere Staatskassen wurden private Investoren im Rahmen von Public-Private-Partnerships für den Bau und die Aufrechterhaltung der öffentlichen Infrastruktur mobilisiert. Heute, gut 40 Jahre später, haben sich Kooperationsmodelle zwischen öffentlicher Hand und privatem Kapital weiterentwickelt. Und der Druck zu mehr Privatisierung aufgrund leerer Staatskassen ist nun auch in den anderen Industrieländern hoch.

¹ CVC Capital Partners, 2010

² "Infrastruktur: Eine (neue) Anlageklasse für Institutionelle?", Fleischhauer, Hoyer & Partner, 2010

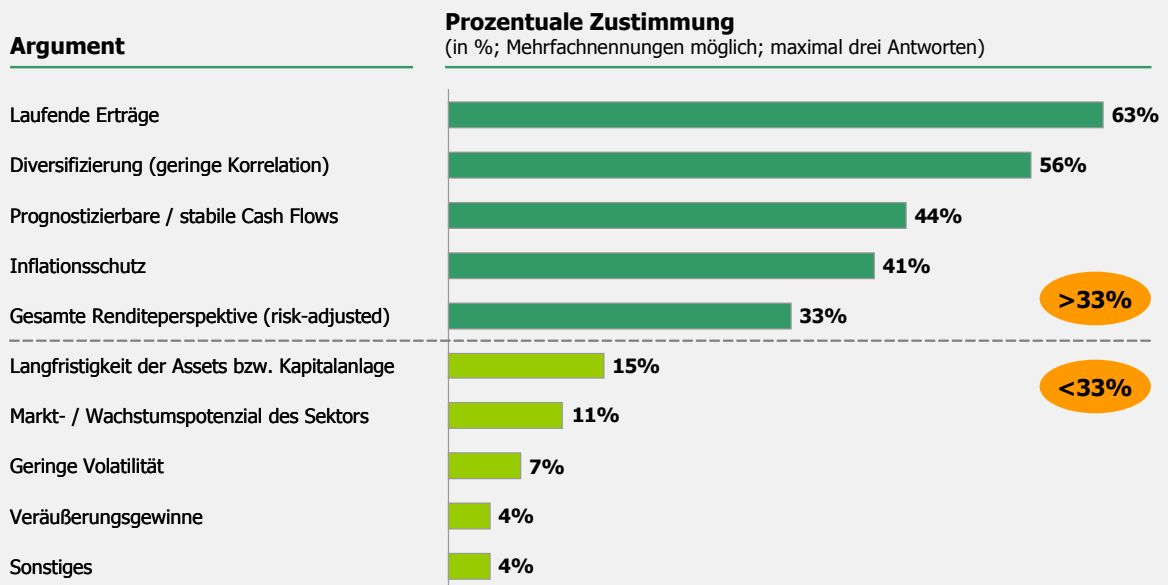
Doch auf Seiten der Großanleger sind die Herausforderungen groß. Spätestens der Ausbruch der Finanzmarkt- und Staatenkrise hat die Risiken und Renditepotenziale traditioneller Anlageklassen, wie beispielsweise Staatsanleihen, grundlegend in Frage gestellt. Defensive Anlagen, die planbare Erträge in ausreichender Höhe erzielen, um den langfristigen Zahlungsverpflichtungen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen zu entsprechen, sind rar geworden. Hinzu kommen Szenarien, die, je nach geographischer Betrachtung, zwischen deflationären und inflationären Entwicklungen warnen. Hohe Renditen und sogar der Erhalt von Kapital, als vielleicht das wichtigste Ziel von Großanlegern, ist teils auch in Frage gestellt.

2. Anlageziele institutioneller Investoren – die Nachfrageseite

Vor diesem Hintergrund erscheinen die von institutionellen Investoren genannten Anlageziele von Infrastrukturinvestments nur allzu verständlich. Der Großteil nennt an erster Stelle laufende Erträge. In enger Verbindung hierzu steht die hohe Erwartung an die Prognostizierbarkeit der Erträge bzw. der Cashflows, die von den zugrunde liegenden Anlageobjekten (Assets) erwirtschaftet werden. An zweiter Stelle steht der Wunsch, bestehende, traditionelle Kapitalanlagen zu diversifizieren. Weiterhin gehen viele Anleger davon aus, dass Infrastrukturbeteiligungen auch Schutz gegen Inflation bieten können.

Institutionelle Investoren: Argumente "Pro-Infrastruktur" als Anlageklasse

Laufende / vorhersehbare Erträge als Hautargument – im Einklang mit der Core-Strategie



Quelle: "Infrastruktur: Eine (neue) Anlageklasse für Institutionelle?", FHP, 2010

© Fleischhauer, Hoyer & Partner

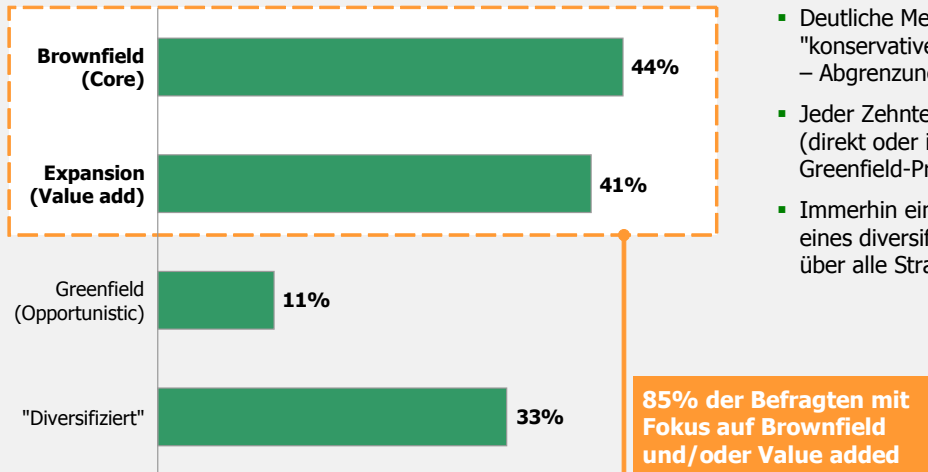
Die genannten Anlageziele lassen sich vor allem durch eine passende Anlagestrategie erreichen. Den Befragten scheint dieser Zusammenhang bewusst zu sein; denn so lässt sich erklären, dass die Antworten auf die Frage nach der präferierten Anlagestrategie in einem hohen Maße mit den zuvor genannten Zielen korrespondieren.

So möchten die Anleger bevorzugt in bestehende Infrastrukturprojekte (Brownfield) investieren. Nur bereits im Betrieb befindliche Objekte mit solidem Erlösmodell können von Beginn an die gewünschten Erträge ausschütten. Die Kontinuität der Ausschüttungen kann dabei nur durch klassische Infrastrukturprojekte gewährleistet werden, die essentielle Grundbedarfe, wie beispielsweise die Strom- und Wasserversorgung decken. Infrastrukturprojekte mit entsprechenden Merkmalen sind weitgehend frei von konjunkturellen Einflüssen und können auch in Phasen

Institutionelle Investoren: Präferenz Investitionsstrategie

Deutlicher Fokus auf Core-Strategien

Investitionsstrategie (in %; Mehrfachnennungen möglich)



Anmerkungen zur Empirie

- Deutliche Mehrheit für eher "konservativen" Investitionsansatz – Abgrenzung zu Private Equity
- Jeder Zehnte möchte fokussiert (direkt oder indirekt) in Greenfield-Projekte investieren
- Immerhin ein Drittel plant Aufbau eines diversifizierten Portfolios über alle Strategien

Quelle: FHP - Empirische Analyse 2010, "Infrastruktur: Eine (neue) Anlageklasse für Institutionelle?", FHP, 2010

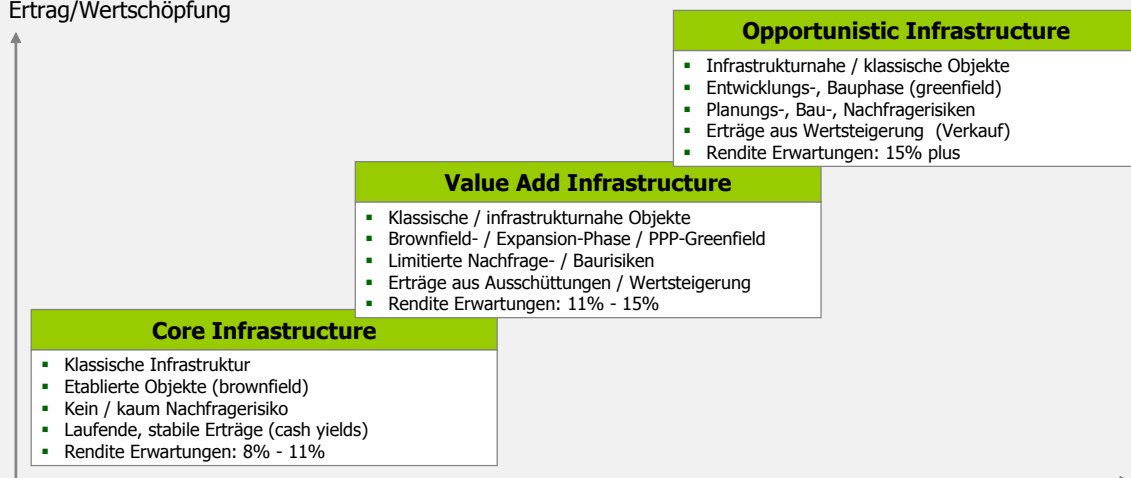
© Fleischhauer, Hoyer & Partner

wirtschaftlicher Abschwünge stabile Erträge erzielen. Ferner sind die Einnahmen bei diesen sogenannten Core-Objekten in der Regel durch langfristige Verträge (z.B. Konzessionen) oder eine monopolartige Marktstellung gefestigt. Gleichzeitig sollten die Einnahmen an die Inflationsentwicklung gekoppelt sein, so dass eine steigende Inflation durch Preiserhöhungen weitergegeben werden kann. Die Erfahrung der letzten Jahre hat gezeigt, dass derartige Objekte nicht

Infrastruktur – Strategien

Drei Basisstrategien

Ertrag/Wertschöpfung



Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP)

© Fleischhauer, Hoyer & Partner

in allen Sektoren zu finden sind. So hat beispielsweise der Konjunkturbruch im Jahr 2009 zu erheblichen Umsatzrückgängen bei Flughafenbetreibern geführt. Zudem hatten auch Seehäfen oder Mautstraßen unter einer zurückgehenden Nutzung zu leiden.

Werden bei Core-Objekten operative Maßnahmen eingeleitet, um zusätzliche Wertschöpfung zu generieren, wird von „Value-add“ oder auch „Core plus“ Strategien gesprochen. Konkret kann dies der Ausbau von Kapazitäten sein oder aber die Renovierung/Modernisierung bestehender Objekte. Die Objekte befinden sich hinsichtlich ihres Reifegrads häufig in einer Expansionsphase. Immerhin 41 Prozent der befragten Investoren zeigen auch Interesse, in diesem Stadium zu investieren. Zuletzt war zu beobachten, dass unter dem Segment „Core plus“ häufig auch Objekte klassifiziert wurden, die allenfalls infrastrukturähnliche Merkmale aufweisen (z.B. Parkhäuser). In wieweit bei solchen Objekten die gewünschten Anlageziele erreicht werden können, ist fraglich und kann nur im Einzelfall entschieden werden.

Nur wenige Investoren setzen auf Objekte, die erst noch gebaut werden müssen werden – sogenannte Greenfield-Projekte. Neben einem Nachfragerisiko bestehen vor allem Entwicklungs- und Baurisiken, so dass Greenfield-Projekte ein grundlegend anderes Risikoprofil aufweisen als Brownfield-Assets. Dem gegenüber steht jedoch auch ein höheres Wertsteigerungspotenzial, welches in erster Linie durch den Verkauf der Objekte realisiert wird. Laufende Erträge (Cash Yields) fallen, wenn überhaupt, erst nach mehreren Jahren an. Doch auch Greenfield ist nicht gleich Greenfield. Beispielsweise haben neu zu errichtende Objekte im Bereich Public-Private-Partnership in der Regel kein Nachfragerisiko und verfügen somit insgesamt nur über ein moderates Risikoprofil.

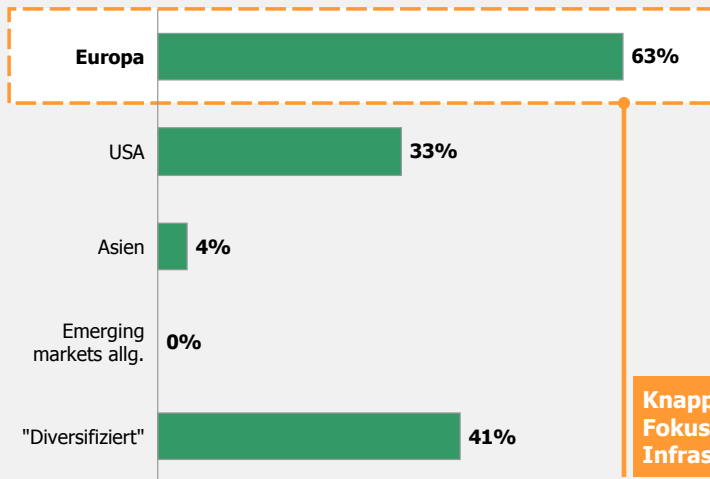
Immerhin beabsichtigt ein Drittel der Befragten ein diversifiziertes Portfolio aus Brownfield- und Greenfield-Assets aufzubauen. Diese Strategie ist bei der richtigen Gewichtung beider Segmente sicherlich eine Möglichkeit, um die jeweiligen Vorzüge beider Segmente zu kombinieren.

Neben der Reifephase der Objekte ist die geographische Allokation ein entscheidender Risikoparameter. Grundsätzlich wird zwischen OECD-Ländern und Nicht-OECD-Ländern differenziert. Bei OECD-Ländern werden die regulatorischen und politischen Rahmenbedingungen als stabil eingeschätzt – beides Faktoren, die für langfristige Infrastrukturinvestments von essentieller Bedeutung sind. Viele asiatische Länder bzw. Emerging-Marktes werden hinsichtlich ihrer Rahmenbedingungen als (vermeintlich) risikoreicher taxiert, so dass es nicht überrascht, dass institutionelle Investoren diese Regionen derzeit tendenziell vermeiden. Wenn es zu Engagements in den Emerging Marktes kommt, dann als „Beimischung“ im Rahmen einer diversifizierten Strategien. Wichtigster Anlageraum ist Europa: Neben dem hohen Bedarf an Investitionen spielt dabei insbesondere die Vermeidung von Währungsrisiken eine wichtige Rolle. Tendenziell werden daher auch Beteiligungen an Objekten in Kontinentaleuropa bevorzugt und weniger in Großbritannien.

Institutionelle Investoren: Präferenz Geographie

Fokussierung auf Heimatmarkt Europa

Investitionsstrategie regional (in %; Mehrfachnennungen möglich)



Knapp zwei Drittel mit Fokus auf europäische Infrastruktur

Anmerkungen zur Empirie

- Zwei Drittel Europa versus ein Drittel USA – bedingt auch durch Währungsrisiken sowie bis dato enttäuschender Deal Flow in den USA (inkl. "political risk")
- Asien und/oder Emerging Markets stehen bei Infrastruktur noch nicht im Fokus – Bestandteil eines diversifizierten Ansatzes (gut 40% der Befragten)

Quelle: "Infrastruktur: Eine (neue) Anlageklasse für Institutionelle?", FHP, 2010

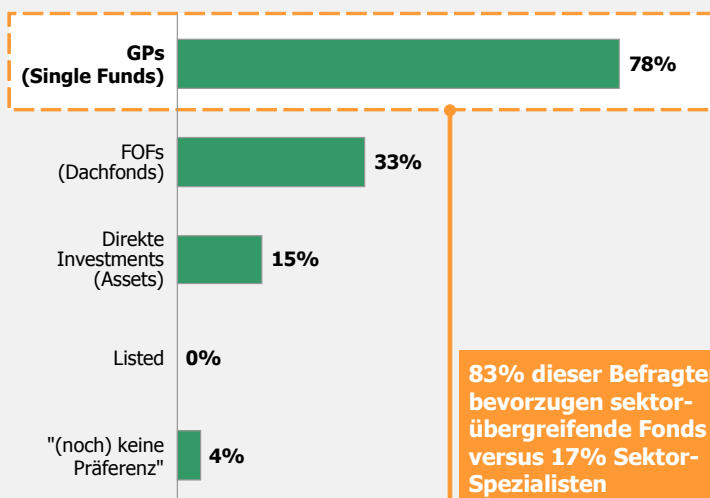
© Fleischhauer, Hoyer & Partner

In Europa, und noch mehr in den USA, besteht zu dem ein hoher Bedarf an Investitionen für die Modernisierung und Erweiterung der bestehenden Infrastruktur (Core plus). In der asiatischen Welt geht es hingegen eher um den Neubau von Infrastrukturanlagen wie Häfen, Kraftwerke oder Straßen. Die Präferenz für Europa steht also im Einklang mit dem Wunsch der Investoren nach Brownfield-Investments.

Institutionelle Investoren: Präferenz Anlageoptionen

Fokussierung auf direkte Fonds-Investments

Anlageoptionen/Vehikel (in %; Mehrfachnennungen möglich)



83% dieser Befragten bevorzugen sektorübergreifende Fonds versus 17% Sektor-Spezialisten

Anmerkungen zur Empirie

- Deutliche Mehrheit bevorzugt direkt in einzelne Fonds zu gehen – dabei Präferenz für sektorübergreifende Fonds zu Lasten von Sektor-Spezialisten
- Ein Drittel präferiert Dachfonds-Ansatz – derzeit nur "begrenzt Angebot"
- Immerhin etwa jeder Sechste denkt auch an Direkt-Investments – vor allem über Co-Investment-Opportunitäten
- "Listed vehicles" keine wirkliche Alternative

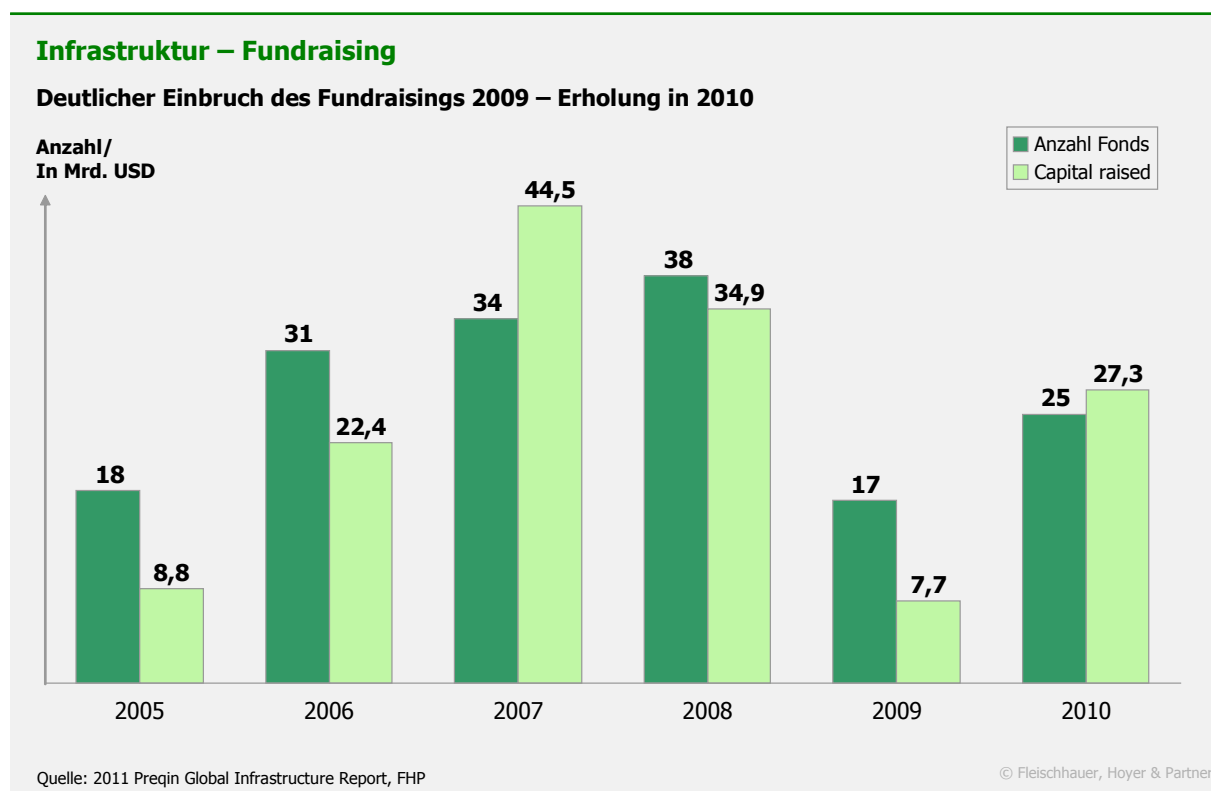
Quelle: "Infrastruktur: Eine (neue) Anlageklasse für Institutionelle?", FHP, 2010

© Fleischhauer, Hoyer & Partner

Der Bau, Erwerb und das Management von Infrastrukturobjekten ist komplex und erfordert einen außerordentlich hohen Kapitalbedarf. Insbesondere in der Höhe des Kapitalbedarfes liegt ein wesentlicher Unterschied zu Real Estate- aber auch Private Equity-Anlagen. Lediglich ein kleiner Teil der von uns befragten Investoren trauen sich daher Direktinvestitionen zu. Die Mehrheit bevorzugt Fondslösungen mit denen es möglich ist, über mehrere Assets, nach Möglichkeit aus verschiedenen Sektoren, zu diversifizieren. Ein Drittel geht noch weiter und beabsichtigt, die Fondsauswahl an einen Dachfondsmanager zu delegieren und so eine wesentlich höhere Diversifikation zu erzielen. Angesichts eines schnell wachsenden und wenig transparenten Fondsuniversums eine nachvollziehbare Vorgehensweise.

3. Der Markt für Infrastrukturfonds – die Angebotsseite

Das abgelaufene Jahr wurde von vielen Fonds-Managern genutzt, um sich neu aufzustellen. Nach dem Markteinbruch im Jahr 2009 wurden in 2010 laut dem Marktforschungsinstitut PRE-QIN bereits wieder 25 Fonds mit einem (Ziel-) Volumen von 27 Mrd. USD aufgelegt. Wenngleich das nahezu einer Verdreifachung (+255 Prozent) entspricht, so liegt das Niveau noch immer signifikant unter dem eingesammelten Kapital im Jahr 2008. Gestiegen ist jedoch die durchschnittliche Größe der Fonds von 0,9 Mrd. USD in 2008 auf 1,1 Mrd. USD in 2010. Dabei entfielen allein 4,3 Mrd. USD bzw. 4,1 Mrd. USD auf die beiden größten Fonds Energy Capital Partners II und Alinda Infrastructure Fund II.



In 2011 erreicht die Anzahl, der im Fundraising befindlichen Fonds einen Rekordwert: Gegenwärtig sind 122 Funds im Markt, die Kapital in Höhe von 85,8 Mrd. USD einwerben möchten. Der Vergleich mit den Vorjahren zeigt aber, dass die Zielvolumina niedriger ausfallen. Die Gründe dürften in einer realistischeren Einschätzung des Marktumfeldes liegen und auch in der Tatsache, dass es sich um viele First-time-Funds handelt, die zunächst einmal „klein“ beginnen möchten.

Der Nachholbedarf an Infrastrukturinvestitionen in Asien bzw. Emerging-Marktes spiegelt sich auch im Investitionsfokus der aufzulegenden Fonds wider. Die Mehrzahl der neuen Fonds (40 Prozent) wird in diesen Regionen investieren. Europa und die USA folgen mit 34 und 26 Prozent der Fonds. Auf Basis des Zielvolumens ergibt sich eine umgekehrte Reihenfolge: 38 Prozent

entfallen auf die USA, 33 Prozent auf Europa und 28 Prozent auf Asien und andere Regionen.

Fazit: Auch deutsche Großanleger investieren zunehmend in Infrastruktur und verbinden mit der Anlageklasse konkrete Anlageziele. Demgegenüber steht ein rasch wachsendes Fondsuniversum. Die einzelnen Anbieter unterscheiden sich nicht nur aufgrund ihres unterschiedlich großen Erfahrungshorizontes, sondern auch hinsichtlich der eingeschlagenen Strategien (Core vs. Opportunistic) und des geographischen Investitionsschwerpunktes (OECD vs. Non-OECD). Die Marktentwicklung der letzten Jahre hat gezeigt, dass bereits eine Konsolidierung unter den Fondsanbietern eingesetzt hat und nicht alle neu aufgelegten Fonds erfolgreich geschlossen werden. Ebenso haben sich die „Spielregeln“ für erfolgreiche Infrastrukturinvestments in den letzten zwei Jahren geändert.

Damit die genannten Anlageziele institutioneller Investoren erfüllt werden (können) und Infrastruktur sich als strategische Anlageklasse weiter etabliert, ist es umso wichtiger, dass die Industrie „best-practises“ entwickelt. Dazu gehört die Formulierung von Anlagestrategien, deren Ertragspotenziale aber auch Risikofaktoren sowie die angemessene Gestaltung der Terms & Conditions der Fonds.

5. Fazit und Ausblick

Die Nachfrage nach privatem Kapital für Infrastrukturinvestitionen ist groß. Getrieben wird sie aktuell vor allem durch den Bau von Anlagen für die Erzeugung Erneuerbarer Energien, aber auch durch Verkäufe von bestehenden Kraftwerken und Übertragungsleitungen großer Energieversorger. Neben dem traditionell wichtigen Transportsektor wächst somit die Bedeutung der Energieindustrie. Davon profitieren nicht nur eine Vielzahl von spezialisierten Greenfield-Fonds, sondern zunehmend auch international investierende Brownfield-Fonds.

Infrastruktur – Top Deals 2010

Großvolumige Transport- und Energie-Transaktionen

Lead-Investoren	Transaktionen in Mio. Euro		
Cheung Kong Infrastructure	6200	→ HSBC Rail (UK)	Transport
AXA, CDC, Vinci	3700	→ SEA High Speed Railway Line (FR)	Transport
Morgan Stanley	2520	→ EDF UK Networks (UK)	Energie
CVC Capital Partners, Grupo ACS	1720	→ Abertis Infrastructure (ESP)	Transport
Global Infrastructure Partners, etc.	1575	→ Port of Brisbane (AUS)	Transport
ESB Networks	1500	→ Viridian (UK)	Transport
Macquarie European Infrastructure	854	→ Autoroutes Paris-Rhin-Rhone (FR)	Transport
GS Infrastructure Partners	800	→ The Peoples Natural Gas Company (USA)	Energie
SteelRiver Infrastructure	562	→ Endesa Gas Network (ESP)	Energie
UBS International Infrastructure	555	→ Collgar Wind Farm (AUS)	Energie

Quelle: Datenbank Fleischhauer, Hoyer & Partner

© Fleischhauer, Hoyer & Partner

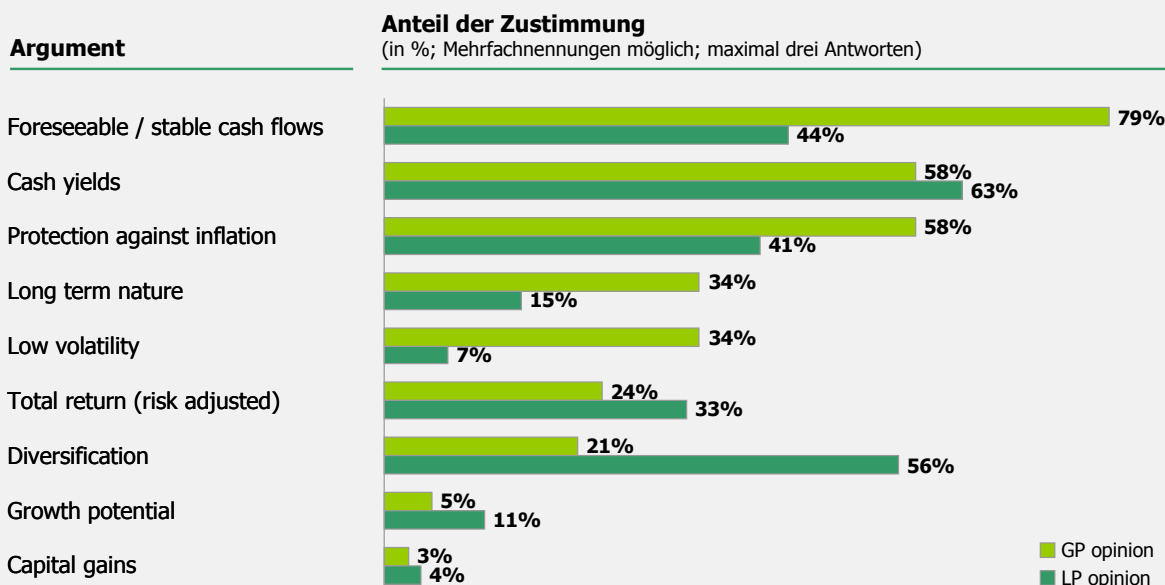
Gerade Brownfield-Fonds sind es, die die Anlageziele der Fonds-Investoren am besten erfüllen können: Unserer Untersuchung zu Folge schütten Fonds, die in bestehende Assets investieren, bereits nach durchschnittlich zwei Jahren erste Dividenden aus. Der Wunsch, mit Infrastrukturinvestitionen laufende und zuverlässige Erträge zu erwirtschaften, steht bei institutionellen Investoren (LPs) an erster Stelle und wird auch von den Fondsmanagern (GPs) selbst als wichtigstes Argument für die Anlageklasse genannt. Im Durchschnitt streben die befragten Manager eine jährliche Ausschüttung von 6,9 Prozent an. Hohe Zustimmung seitens der Fondsmanager findet auch die Möglichkeit des Inflationsschutzes. Stellen Infrastrukturobjekte doch einen Sachwert dar, dessen Erlöse zudem häufig an einen Preisindex gekoppelt sind.

Für Infrastrukturfonds wurde in den letzten Jahren das klassische Private Equity-Modell immer mehr an die Charakteristika langlebiger Infrastruktur-Assets angepasst. Die durchschnittliche

Fondslaufzeit liegt inklusive Verlängerungsoptionen bei bis zu 16 Jahren. Allgemein gilt, dass die Fondslaufzeit bei Brownfield-Fonds deutlich länger ausfällt als bei Greenfield-Fonds. Open-end-Strukturen sind, nicht zuletzt auch auf Wunsch der Fondsanleger, immer seltener zu finden. Entgegengekommen ist man den Anlegern auch bei den Gebühren. Diese fallen durchschnittlich geringer aus als noch bei unserer Analyse vor zwei Jahren. Versteckte Kosten, wie beispielsweise Transaktionsgebühren, sind kaum noch durchsetzbar, sofern sie nicht dem Fonds zu Gute kommen. Die erfolgsabhängige Vergütung (Carried Interest) wird häufig immer noch mit einer Hurdle Rate von 8 Prozent belegt. Unserer Einschätzung nach wird dem defensiven Rendite-Risiko-Profil von Brownfield-Infrastruktur damit nicht angemessen Rechnung getragen und könnte Fondsmanager zu riskanteren Investments verleiten als sie in der Anlageklasse üblich sind.

Infrastruktur – Argumente "Pro-Infrastruktur" als Anlageklasse

Teilweise unterschiedliche Bewertung der Anlage-Charakteristika zwischen Investoren (LP) und Manager (GP)



Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP), 2011

© Fleischhauer, Hoyer & Partner

Im Durchschnitt streben die Fondsmanager eine Zielrendite, inklusive laufender Ausschüttungen, von 12,4 Prozent (IRR) an. Entscheidende Voraussetzung für die Erreichung dieses Ziels ist die Einstiegsbewertung und das sich anschließende Management des akquirierten Assets. Gerade die operative und strategische Einflussnahme durch das Fonds-Management hat in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen. Einen weniger starken Beitrag zur Wertschöpfung leistet das „Financial Engineering“. Vor diesem Hintergrund hat sich der Eigenkapitalanteil bei Transaktionen im Jahr 2010 nahezu verdoppelt (zuletzt 47 Prozent).

Einen Mangel an Fremdkapital oder Probleme bei der Refinanzierung sehen Fonds-Manager deshalb auch nicht mehr als gravierende Risikofaktoren. Eine Neueinschätzung hat sich aber

bei der Bewertung politischer und regulatorischer Rahmenbedingungen ergeben. In Folge der Finanzmarkt- und Staatenkrise wurden in diesem Punkt zuletzt auch in einigen OECD-Ländern Fragen aufgeworfen, wie man sie bisher nur aus den Emerging Markets kannte.

Grundsätzlich kann eine weitere Reifung des Investmentmarktes für Infrastruktur festgestellt werden. Dies spiegelt sich in einem Rekord-Fundraising-Volumen und einer hohen Anzahl von Fonds im Markt wider. Die Zahl der erfahrenen Manager steigt; noch stärker jedoch die Anzahl an Fondsangeboten. Das Rendite-Risiko-Profil und auch die Qualität der einzelnen Angebote unterscheiden sich in der Praxis zum Teil erheblich. Vor diesem Hintergrund bieten sich für institutionelle Investoren (LPs) zwar zahlreiche attraktive Investitionsmöglichkeiten, die jedoch vor einer Investitionszusage intensiv geprüft und selektiert werden sollten. Nur dann kann die Anlageklasse ihre Versprechen auch erfüllen.