

Infrastruktur: Nicht ganz Private-Equity-Natur

Infrastruktur boomt. Die Fondsvolumina steigen deutlich und neue Anbieter legen ihre ersten Fonds auf. Zu den neuen Anbietern zählen viele Gesellschaften, deren angestammtes Terrain in Private Equity liegt. Das dort erworbene Rüstzeug hilft bei Infrastrukturinvestments nicht immer weiter.

Von Patrick Eisele

Immenses Infrastruktur-Investments-Interesse institutioneller Investoren: Denn attraktive und vor allem stabile sowie planbare Renditen, die zusätzlich noch inflationsgeschützt sind, stehen gerade heute hoch im Kurs. Zwei deutsche Investorenbeispiele: Die Meag strebt für ihre Klienten Münchener Rück und Ergo auf Sicht von fünf bis zehn Jahren eine Investition im niedrigen bis mittleren dreistelligen Euro-Millionenbereich an. Die Bayerische Versorgungskammer startet gerade mit ihren ersten Infrastrukturanlagen, für die eine strategische Investitionsquote von zwei Prozent vorgesehen ist.

Diese deutschen Anleger sind nicht die einzigen. Laut einem Report von Wachovia Capital Markets sammelten die Anbieter im vergangenen Jahr 30 Milliarden Dollar ein – zehnmal soviel wie noch vor vier Jahren. In diesem Jahr waren es bis April sogar schon 45 Milliarden Dollar. Die Kreditkrise scheinen Infrastrukturanbieter also nur aus der Zeitung zu kennen. Ein Grund für die Zunahme der Commitments: Neben den klassischen Anbietern – dezidierte Infrastrukturfonds oder Investmentbanken wie Macquarie, Morgan Stanley, Lehman Brothers oder Citibank – halten auch immer mehr Gesellschaften die Hand auf, deren angestammtes Terrain eigentlich Private Equity ist. Wachovia zählte für dieses Jahr fast zweimal soviel Private-Equity-Firmen wie in der Vergleichsperiode des Vorjahres. Zwei prominente Anbieterbeispiele KKR will verstärkt in Infrastruktur investieren, Erzirvale Blackstone gab im Juli bekannt, einen Offshore-Windpark vor Helgoland zu finanzieren. „Infrastruktur ähnelt Private Equity sehr stark. Infrastrukturfonds sind die logische Weiterentwicklung einer Private-Equity-Gesellschaft“, sagt Stephan Illenberger, Deutschland-Chef von Axa Private Equity. Illenberger möchte das Infrastrukturgeschäft weiter ausbauen. Vor kurzem wurde ein 1,4 Milliarden Euro großer Fonds aufgelegt.

Doch das gestiegene Interesse sowohl von Seiten der Investoren als auch Anbieter ist nicht ungefährlich: Laut Wachovia werden 80 Prozent der aktuellen Fonds von „First-Timern“ aufgelegt. Hierbei handelt es sich häufig um Private-Equity-Gesellschaften, auf deren angestammten Leverage-Buyouts-Geschäftsfeld die Targets und das Fremdkapital knapper werden. Doch einer Springflut ähnelnde Commitments machen stutzig. Droht nun nach dem Venture-Capital-Debakel Anfang dieses Millenniums, der Mezzanine-Bubble und der jetzigen Kreditkrise eine Infrastrukturbubble?

„Anlagekategorie an einer Schnittstelle

Für eine Antwort kommt man an einer Definition der Asset-Klasse Infrastruktur nicht vorbei. Asset-Klasse Infrastruktur? Viele Investoren führen Infrastruktur unter Private Equity, manche auch unter Real Estate. In angelsächsischen Ländern, wo Investoren reale Renditen erwirtschaften müssen, wird Infrastruktur wie Aktien, Immobilien und Private Equity der Einfachheit halber zu Real Assets zusammengefasst. Aus Sicht von Tim Keith, Global Head of Infrastructure bei Rreef, mutiert Infrastruktur jedoch wegen seiner spezifischen Charakteristika sowie der stark steigenden Menge an Marktteilnehmern und des investierten Volumens immer mehr zu einer eigenen Asset-Klasse. Allerdings können die Charakteristika von Infrastrukturanlagen sehr unterschiedlich ausfallen. Dies kann der Fall sein, wenn man stark regulierte Segmente wie Wasser oder Gaspipelines und Stromleitungen mit Objekten wie Flughäfen vergleicht, die einem deutlich höheren Marktrisiko unterliegen. Bei einem Flughafen mögen die Einnahmen aus Landegebühren konstant sein. Die Passagierzahlen oder die Einnahmen aus den Shops, Parkplätzen oder Hotels können

jedoch signifikant variieren. Wegen der Unterschiedlichkeit der möglichen Strategien halten smarte Experten Hedgefonds nicht für eine eigene Asset-Klasse. Laut Einschätzung von Keith überwiegen allerdings die Gemeinsamkeiten: „Die Faktoren, die das Risiko und die Rendite bestimmen, sind sehr ähnlich.“ Wo jetzt aber die exakten Grenzen von Infrastruktur zu Private Equity, Real Estate, Real Estate Private Equity, Developments oder Mezzanine zu ziehen sind, bleibt offen. Festzuhalten bleibt aber, dass sich insbesondere in einem regulierten Umfeld angesiedelte Infrastruktur durch vorhersehbare Cashflows auszeichnet. „Hier kann es sich um Großprojekte oder Soft-Assets mit vielen Mini-Cashflows wie zum Beispiel bei Techem handeln“, meint Stephan Illenberger, für den die Infrastruktur-Denke mit der von Private Equity artverwandt ist. Allerdings denke man bei Infrastruktur in längeren Zeiträumen und in einem regulierten Umfeld. „Streng genommen ist Infrastruktur eine eigene Asset-Klasse mit Graubereichen nach rechts und links“, fügt Illenberger hinzu. Die Graubereiche zeigen sich auch darin, dass in Private-Equity-Portfolios auch schon in der Vergangenheit nicht ausschließlich Unternehmen zu finden waren. „Flughäfen und Windparks finden sich schon seit zehn Jahren in Private-Equity-Anlagen. Zuvor wurde auch schon in soziale Einrichtungen wie Krankenhäuser, Altenpflegeheime und Gefängnisse investiert. Real-Estate-Portfolios beinhalten dagegen auch schon länger Parkhäuser“, sagt Dr. Stefan Hepp vom Schweizer Dachfonds SCM. Insgesamt lässt sich für Infrastruktur festhalten, dass es sich um ein weites Gebiet mit Schnittstellen zu anderen Asset-Klassen handelt. Beispiel Tank & Rast. Trotz des prognostizierbaren Verkehrsflusses bleibt das Unternehmensrisiko offensichtlich. Der Leverage-Einsatz ist ebenfalls Private-Equity-Brauch. Der gemeinsame Nenner aller Infrastrukturinvestments ist das Ziel, langfristig planbare und wiederkehrende sowie inflationsgeschützte Erträge zu erzielen. Diese Absicht besteht auch bei Betreibermodellen, die anders als durch Konzessionen geschützte Quasi-Monopole mehr im Wettbewerb stehen.

Inwieweit sind Private-Equity-Firmen nun prädestiniert, solche Risiken zu managen? „Beim Vehikel, Managerselektion, Reporting und Leverage gibt es zwischen Private Equity und Infrastruktur kaum Unterschiede“, sagt Uwe Fleischhauer von Fleischhauer, Hoyer & Partner. Der Consultant berät die BVK nun nach deren Einstieg in Private Equity auch beim Infrastrukturdebüt. Dann ist es mit den Gemeinsamkeiten aber auch schon vorbei. „Im Vergleich zu einem Buyout, bei dem die Strategie geändert werden oder das Management ausgetauscht werden kann, fällt ein Eingriff in ein Infrastrukturinvestment relativ schwer. Hier muss zum Beispiel mit einer Vielzahl von Entscheidungsträgern, auch aus der Politik, zusammengearbeitet werden“, sagt Illenberger. Ein zweiter Unterschied ist, dass bei den bevorzugten Core-Investments die Cash Yield im Vordergrund steht. Bei Private Equity zählt dagegen der finale Kicker. Lediglich bei den sogenannten Greenfield-Anlagen, bei denen eine Brücke, eine Strom- oder Wasserversorgung erst aufgebaut wird, ist bei Infrastruktur der lukrative Ausstieg entscheidend. Von daher kann man argumentieren, dass eine Fee-getriebene Investmentbank eher zu einer Core-Infrastruktur passt als eine Private-Equity-Gesellschaft, die in erster Linie

ein hohes Multiple für ihren Carried Interest sehen will. Dieser Punkt führt auch zu einem dritten großen Unterschied: die Dauer des Investments. Während eine Limited Partnership bei Private Equity unter einem langfristigen Engagement einen Zeitraum von fünf bis sechs Jahren versteht, hat Infrastruktur – auch abhängig von der Anlageregion – typischerweise Anlagezeiträume von zehn bis 30 Jahren. Die Laufzeit übertrifft damit auch die von Real Estate. Während eine hohe IRR (Internal Rate of Return), die erst nach 30 Jahren realisiert wird, wenig hilfreich ist, ist eine konstante Ausschüttung über diesen Zeitraum nicht zu verachten. Bei Greenfields, bei denen die Private-Equity-Firmen meist mit einer Baufirma als operativem Partner kooperieren, spricht dagegen mehr für eine Limited Partnership.

Entscheidend sind am Ende aber nicht die Modelle oder die Vehikel, sondern die Personen. Private-Equity-Gesellschaften, die auch Infrastruktur offerieren, bieten dafür auch Spezialisten auf, die von Baufirmen oder Investmentbanken abgeworben wurden. Diese zeichnen sich auch durch ihren Zugang zu den politischen Entscheidungsträgern aus. Über einen traditionell guten Zugang zur Politik verfügt die in Washington zwischen Weißem Haus und Kapitol ansässige Firma Carlyle, auf deren Lohnzettel auch Ex-Politiker wie Bush-Senior und Baker stehen. Doch auch für die Expertise gilt: Infrastruktur ist nicht gleich Infrastruktur. Expertise zu Stromnetzen hilft beim Betrieb von Brücken nicht weiter. Bei manchen Fonds bestehen Lücken bei der Sektorerfahrung des Teams. Zugang zu amerikanischen Behörden lässt auch nicht auf einen Zugang zu indischen politischen Entscheidungsträgern schließen. Stefan Hepp: „Sektorspezifische Expertise sehen wir zumindest teilweise.“ SCM ist ein Dachfonds, der neben Pri-

„Manager selektieren und reporten, das Vehikel auch.
Es gibt Leverage. Alles Private-Equity-Brauch.“
Goethe frei zu den Parallelen zitiert

private Equity und Real Estate auch schon seit 2003 Infrastruktur anbietet. Wie bei den Zielfonds drängen auch verstärkt Fund-of-Funds auf den Infrastrukturmarkt. „Financial News“ listete im Juli Unigestion, Partners Group und Pantheon Ventures als die jüngsten Debütanten auf dem Markt für Infrastruktur-Fund-of-Funds auf. Ob es für Core-Infrastruktur wirklich einen Dachfonds braucht, hängt wie bei Real Estate von dem zur Verfügung stehenden Anlagevolumen und den etwaigen Besonderheiten der Investments der Zielfonds ab. Als problematisch könnte es sich eines Tages herausstellen, dass sich Fund-of-Funds meist als Alleskönner verstehen, die sowohl Buy-outs, Venture Capital, Mezzanine, Secondaries und nun auch Infrastruktur abdecken können. „Es ist keine gute Entwicklung, dass bei einem Fund-of-Funds die gleichen Leute diese verschiedenen Themen verantworten. Im Team sollten auch immer Spezialisten vorhanden sein“, sagt Stephan Illenberger, der auch kritisiert, dass Dachfonds zu stark in Allokation

tions- und Diversifikationsstrukturen denken. Fund-of-Funds, die auch Spezialisten für Infrastruktur aufbieten, dürften Investoren mehr Vertrauen schenken.

„Exit-Stärke liegt im Dunkeln

Ob nun spezielle Infrastrukturexpertise oder nicht – eines können Dachfonds auf jeden Fall in die Waagschale werfen: Ihr Know-how in der Analyse der Teams der Zielfonds. Dieser Punkt ist bei First-Time-Fonds besonders wichtig und, da in der Regel auch noch keine Gelder zurückfließen, auch der einzige Anhaltspunkt. „Die Zusammenstellung des Teams ist wichtig. Unterstützt werden müssen diese Teams noch durch eine gute Plattform“, sagt Tim Keith von Rreef. Bei den First-Timern muss sich erst noch zeigen, dass die Zusammenstellung der Teams stimmt. Erweisen muss sich auch, dass die einzelnen Teammitglieder auch ohne ihre bisherigen Arbeitgeber erfolgreich sein können.

Die attraktivsten Cash Yields nützen nichts, wenn am Ende der Exit misslingt. Dies gilt auch für Investoren, die nicht in erster Linie auf den Kapitalgewinn erpicht sind. Über den Exit besteht jedoch besonders wenig Transparenz. „Die Exit-Stärke muss sich bei der

Mehrheit der Fonds erst noch zeigen. Erste Aufschlüsse über die Qualität eines Anbieters lassen sich aber aus den Cash Yields ableiten“, sagt Uwe Fleischhauer. Auf absehbare Zeit sollten sich aber immer

„Private Equity kennt weder dauerndes Gut noch laufendes Geld, hat aber doch die Eingriffsmöglichkeiten der Buyout-Welt.“

Goethe frei zu den Unterschieden zitiert

Abnehmer für Investments finden, die regelmäßige und inflationsgesicherte Erträge abwerfen. Beim Einstieg sollte man jedoch genau abwägen, wie lange Core auch wirklich Core bleibt.

„Der übliche Exit ist bei Infrastruktur die Rückveräußerung an den Staat oder die Kommune“, sagt Illenberger. Die Bündelung und anschließende Veräußerung an den Kapitalmarkt durch Verbriefung war in den vergangenen Jahren recht beliebt, ist im derzeitigen Marktumfeld aber nicht mehr möglich. In größerem Stil denkbar sind

Vielseitig aufgestellt.

COMMERZ REAL 
Commerzbank Gruppe



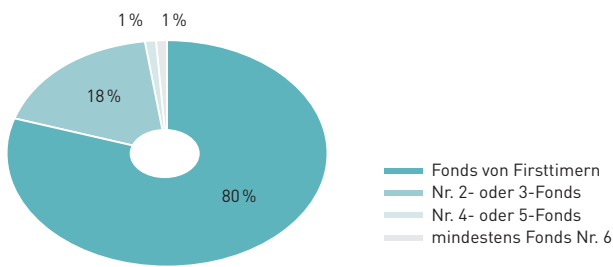
Besuchen Sie uns
auf der EXPO REAL
Halle B2, Stand 212

Wie man es auch dreht und wendet: Mit Intelligenz, Geschick und Flexibilität lässt sich vieles bewegen. Wir überzeugen mit Qualität, Expertise und der Breite unseres Leistungsangebots. Dieses Profil macht die Commerz Real national und international zu Ihrem starken Partner.

Real Estate | Assets | Leasing

www.commerzreal.com

80 Prozent der Fonds sind Firsttimer



Quelle: Prequin © portfolio institutionell

Secondaries von Infrastrukturbeteiligungen. Zu denken ist zum Beispiel daran, dass eine von einem Closed-End-Fonds fertiggestellte Windfarm an einen Versorger veräußert wird. „Secondaries werden kommen, wenn die Cash Yields zu 99 Prozent sicher sind“, erwartet Illenberger. Dann könnte noch eine weitere Käufergruppe auf den Plan treten: große Pensionsfonds. Für diesen Schritt spricht auch der augenblickliche Trend zur Direktanlage.

Die von Buyouts bekannten Secondaries von Private-Equity-Fonds zu Private-Equity-Fonds dürften jedoch kaum stattfinden. „Da es bei Infrastruktur kein Laufzeitziel gibt und folglich die Capital Gains nicht im Vordergrund stehen, sind Private-Equity-Secondary-Modelle für Infrastruktur eher unpassend“, sagt Axel Hansing vom Secondary-Spezialisten Coller Capital, der deshalb dezidierte Infrastruktur-Secondary-Fonds eher nicht für sinnvoll hält. Secondary-Anbieter kalkulieren auch mit einer niedrigeren Haltedauer im Vergleich zu den Private-Equity-Gepflogenheiten im Primärmarkt. Folgende Spekulation mag erlaubt sein: Eine (eher unwahrscheinliche) Infrastrukturkrise könnte schnell einen Secondary-Markt zum Blühen bringen. Bei Secondary-Buyouts brachte der Aktiencrash von 2002 den Secondary-Fonds einen spürbaren Rückenwind.

Zu unterschätzen ist der hohe Zufluss in Infrastrukturfonds nicht. Denn das Angebot an neuen Infrastruktur-Assets wächst nicht im gleichen Maße. Ein Vergleich mit der damaligen Venture-Capital-Blase hinkt jedoch. Uwe Fleischhauer sieht für Infrastruktur immense Opportunitäten: „In den USA besteht ein großer Bedarf, die Infrastruktur zu erneuern. In den Schwellenländern bieten sich viele Greenfield-Investments. Hinzu spricht alles für Public-to-Private-Transaktionen. Im Vergleich zu Venture Capital ist auch das Ausfallrisiko viel geringer.“ Allein auf den offensichtlichen Bedarf sollten Investoren aber nicht vertrauen. Bekannte missglückte Projekte sind der Eurotunnel oder der Flughafen Leipzig. Teams und Cash Yields sind zu analysieren. Wichtig ist auch die Portfoliodiversifikation. Tim Keith: „Investoren diversifizieren ihre Portfolios in der Regel sowohl nach regionalen Schwerpunkten als auch anhand einer Mischung aus regulierten Assets und Vermögenswerten mit Marktrisiken.“ Zu beachten ist aber nicht nur die geplante Portfoliokomposition, son-

dern natürlich auch das Fee-Modell. Genauso wie im Hinblick auf die Laufzeiten haben sich auf dem noch unreifen Markt auch noch keine abschließenden Fee-Modelle eingespielt. Nicht unüblich sind die von Private Equity bekannten 2+20-Modelle nebst einer Hurdle Rate von zwischen acht und zwölf Prozent – auch für stark regulierte Investments. Für sehr sichere Erträge wird also noch eine Performance Fee kassiert. Auch folgender Fall ist möglich: „Es kann sein, dass eine Anlage mit klassischen Geschäftsrisiken, wie zum Beispiel der Betrieb eines Hafens, in einem Fonds getätigt wird, der seinen Investoren Infrastruktur als sicheres Investment mit geringer Ertragsfluktuation porträtiert hat. Solche Diskrepanzen zwischen Verpackung und Inhalt können zu Enttäuschungen bei Investoren führen“, so Hepp, der aber erwartet, dass sich dies in Zukunft korrigiert und sich bei den angebotenen Fonds eine klarere Unterscheidung zwischen ertragsorientierten Fonds mit einem Portfolio von stabilisierten Projekten und kapitalgewinnorientierten Fonds mit Entwicklungsprojekten durchsetzt.

Noch besteht bei Infrastruktur also viel Wildwuchs. Die Asset-Klasse bleibt aber trotzdem interessant. Ob Private-Equity-Firmen der richtige Anbieter sind, wird sich aber erst in einigen Jahren zeigen. Nämlich spätestens dann, wenn der Exit ansteht.

Impressum

Redaktion

portfolio institutionell [pit] | Kleine Hochstraße 9-11 | 60313 Frankfurt
Tel: 069/857081-12 | Fax: 069/857081-49
E-Mail: kontakt@portfolio-verlag.com

Chefredakteur

Patrick Eisele (pe)

Autoren

Martin Aehling (mae), Heiko Aschoff, Kerstin Bendix (kbe), Ali Masarwah (maa), Klaus Morgenstern (mor), Jan Wagner (jan)

Art Direction/Produktion:

Gaby Klampferer, Detlef Heyer

Verlag

portfolio Verlagsgesellschaft mbH
Kleine Hochstraße 9-11
60313 Frankfurt | Tel: 069/857081-12

Erscheinungsweise: monatlich

Anzeigenverkauf & Vertrieb

Carsten Schieck (Leitung) | Tel. 069/857081-14
Maren Hofmann | Tel. 069/857081-15
E-Mail: kontakt@portfolio-verlag.com

Abonnement und Einzelverkauf

Das Jahresabonnement umfasst alle Hauptausgaben (10) und Sonderausgaben und kostet 150 Euro zzgl. Mehrwertsteuer, für Auslandsabonnements erhöht sich der Preis auf 170 Euro zzgl. der jeweils in den belieferten Ländern geltenden Mehrwertsteuersätze. Das Einzelexemplar kostet 19 Euro im Inland und 23 Euro im Ausland zzgl. Mehrwertsteuer. Die Lieferung erfolgt auf Rechnung.

Druck

asmuth druck + crossmedia gmbh & co. kg
Richard-Byrd-Str. 39, 50829 Köln

©Copyright portfolio Verlagsgesellschaft mbH

Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger schriftlicher Genehmigung des Verlags. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zu Grunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

ISSN: 1613-6772