

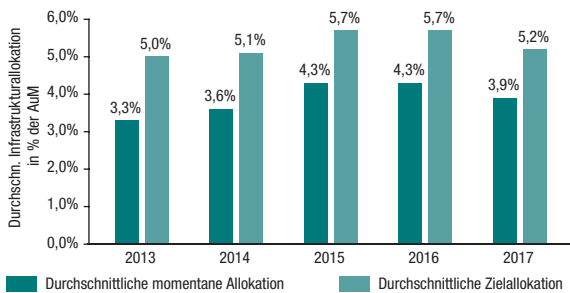
# Aktuelle Herausforderungen und erste Lessons learned

Der Trend zur Infrastruktur als Anlageklasse ist weltweit festzustellen – parallel steigen jedoch auch die Herausforderungen. Wenngleich Infrastrukturinvestitionen nicht risikolos sind, wie in Distress geratene Transaktionen auch in den letzten Jahren zeigten (Beispiele: Mautstraßen, Renewable-Projekte, Energieunternehmen usw.), haben sich Infrastrukturprojekte insgesamt als sehr stabil erwiesen – mit nachhaltiger Performance in der Bandbreite von 5% bis 15%, je nach Reifegrad, Strategie, Region oder Sektor. Infrastruktur dürfte sich langfristig als eigene Anlageklasse fest etablieren, mit hohem Diversifizierungspotenzial (da stark fragmentiert) und damit einem positiven Portfoliobeitrag. Ein erheblicher Anteil internationaler Investoren strebt den Ausbau der Infrastrukturallokation an (> 5%) – auch deutsche Investoren sind mittlerweile im Durchschnitt bei rund 3% als Zielallokation für Infrastruktur.

Die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen sind bekanntermaßen seit einiger Zeit rückläufig; dies gilt sowohl auf globaler Ebene als auch für einzelne Regionen bis

hin zu Kommunen. Somit wird die Notwendigkeit privater Finanzierungen künftig weiter ansteigen, um den wachsenden Investitionsbedarf zu decken. Darüber hinaus wird weltweit von einem signifikant ansteigenden Bedarf an Infrastrukturausgaben ausgegangen. So wird bspw. der globale Investitionsbedarf von 2016 bis 2030 auf rund 60 Bio. USD geschätzt. Stellt man diesen Bedarf dem jährlichen Fundraising-Volumen in Höhe von aktuell rund 60 Mrd. USD gegenüber, bedeutet dies eine Marktabdeckung von lediglich rund 1,5% des globalen Investitionsbedarfes p.a. Auch wenn private Investoren (Fonds) nur Zugang zu einem kleinen/gewissen Teil der öffentlichen Infrastruktur erlangen, ist das Potenzial für Infrastrukturinvestitionen durch private (unlisted) Infrastrukturfonds dennoch in signifikantem Maße vorhanden. Der oben beschriebene Investitionsbedarf sowie die Bereitschaft nichtstaatlicher Akteure münden in eine sehr robuste „Pipeline“ an möglichen Infrastrukturtransaktionen (Deals).

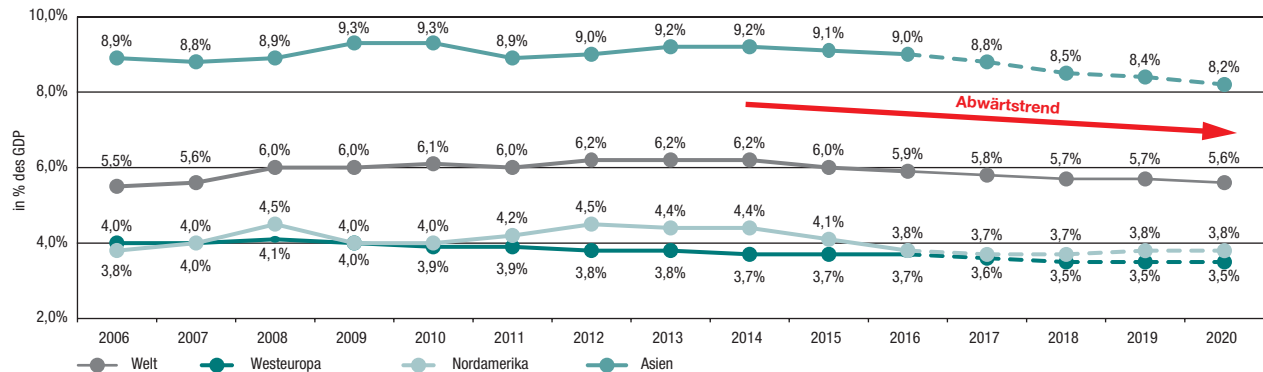
## Allokationsentwicklung 2013–2017 YTD



• Positive Wahrnehmung: > 50% • Allokationen erhöhen: > 50% • Erwartungen erfüllt: ≈ 90%

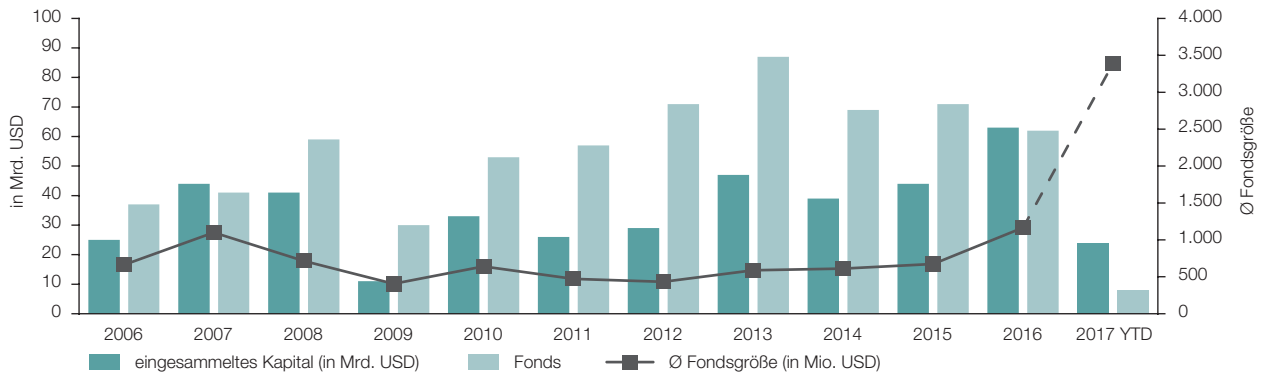
Quelle: Preqin

## Öffentliche Infrastrukturausgaben in % des BIP (2006–2020)



Quelle: Oxford Economics

**Fundraising Momentum (2006–2017 YTD)**



Quelle: Preqin; Cepres; Yielco Research

**Aktuelle Herausforderungen**

Die Investitionsaktivitäten privater Infrastrukturfonds zeigen sich auf globaler Ebene seit Jahren stabil steigend und liegen aktuell bei gut 2.000 Transaktionen p.a. – allerdings erweist sich das Preisniveau als zunehmend kompetitiv und herausfordernd. Die durchschnittlichen Einstiegsmultiples bei Infrastrukturtransaktionen sind in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen und liegen aktuell im Durchschnitt um das 14- bis 15-Fache des EBITDA. Für einzelne Transaktionen wurde in der Vergangenheit sogar bis zum rund 30-Fachen des EBITDA bezahlt (Beispiel: Airports oder Häfen), da strategische Investoren/SWFs (Infrastruktur erweist sich hier als eine sehr beliebte Anlageklasse) verstärkt als Bieter für sogenannte „Core Trophy Assets“ auftreten. Diese Bieter profitieren vor allem von vergleichsweise niedrigeren Kapitalkosten und geringeren Renditeerwartungen als so manche der Fonds. Hohe Einstiegsbewertungen gelten derzeit neben dem Mangel an Deal-Opportunitäten sowie der Regulierung als Hauptsorge vieler Investoren hinsichtlich der Anlageklasse Infrastruktur. Gleichzeitig ist offensichtlich, dass die Anzahl proprietärer Transaktionen begrenzt ist, was den Preisdruck auf Infrastrukturtransaktionen, welche im Rahmen von Auktionen realisiert werden, weiter erhöht.

Zudem werden kontinuierlich erhebliche Finanzmittel von Infrastrukturfonds eingesammelt und das positive Fund-

raising-Momentum (zunehmend auch mit Zugangsproblematik) hat weiter zur Folge, dass die durchschnittlichen Fondsgrößen sukzessive steigen.

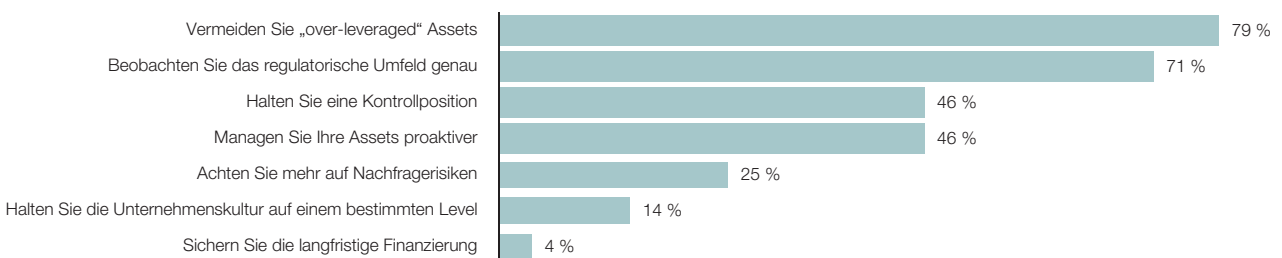
**Fondsmanager haben dazugelernt**

„Infrastruktur kann auch Exit“ – die Sorge vieler Investoren hinsichtlich der Veräußerung der Assets hat sich bislang als unbegründet erwiesen. In den letzten Monaten sind einzelne Assets mit bis zu einem Sechsfachen auf den Einstiegspreis veräußert worden – davon würde so mancher Private Equity-Manager nur träumen. Des Weiteren entwickelt sich ein reifer Secondary-Markt, der für viele Fonds/Investoren gute Verkaufs-/Einkaufsoportunitäten mit sich bringt. Dabei haben Fondsmanager aus anfänglichen Fehlern, um nicht zu sagen „Anfängerfehlern“, aus den letzten Jahren bzw. bei Transaktionen der ersten Fondsgeneration einiges hinzugelernt.

**Erfahrungen – Lessons learned (GPs)**

In der Vergangenheit bereiteten vor allem „Over-leveraged-Transaktionen“ (weit > 50% FK-Einsatz) Kopfschmerzen bei den Fondsmanagern, so rund 80% der befragten GPs. Regulierungsrisiken wurden systematisch unterschätzt und regelmäßig unangemessen eingepreist. Als drittichtigster Punkt der Lessons learned wurde seitens der GPs das fehlende proaktive Asset Management hervorgehoben – ergän-

**Gründe für/Lessons learned von „underperforming deals“?**



Quelle: Yielco Investments Survey Infrastructure

zend in Verbindung mit Minderheitsbeteiligungen oder fehlenden Kontrollpositionen im Portfoliounternehmen. Des Weiteren wurde auch das unterschätzte Nachfragerisiko als ein Grund für „Performance unter den Erwartungen“ genannt. Die Fondsmanager, mittlerweile sind weltweit rund 350 Manager am Markt, haben überwiegend auf die vorab genannten Punkte entsprechend reagiert – interne Expertise wurde aufgebaut, der Dialog mit Regulierungsbehörden wurde proaktiv gesucht und wirksame interne Risikoprozesse wurden implementiert.

## Fazit

Wenngleich die Herausforderungen steigen (Preisniveau, Konkurrenz, Capital Inflow, regulatorisches Risiko), die wachsende Reife und das wachsende Interesse an der Anlageklasse Infrastruktur sind gleichermaßen die bedeutendsten Veränderungen in der Industrie. Infrastruktur hat sich etabliert. Getrieben wird die Anlageklasse weiterhin durch den hohen Bedarf an privatem Kapital zur Finan-

zierung neuer bzw. an der Modernisierung maroder Infrastruktur sowie der Suche nach stabilen Erträgen von institutionellem Kapital. Das Investitionsumfeld bleibt grundsätzlich attraktiv – Diversifizierung ist ein Muss. Die aktuellen Zielrenditen liegen trotz Preisdruck weiter in einer für Investoren attraktiven Bandbreite.

### Uwe Fleischhauer (li.)

ist Gründungspartner und Mitglied des Vorstands der Yielco Investments AG und Head of Infrastructure.



### Dieter Weiss

ist seit 2016 Mitglied des Vorstands der Yielco Investments AG und Co-Head of Infrastructure.

## Nachgefragt bei Uwe Fleischhauer und Dieter Weiss, Yielco Investments

**VC Magazin:** Fonds, Co- oder Direktinvestments: Wie gehen institutionelle Investoren das Thema Infrastruktur aktuell bevorzugt an?

**Fleischhauer:** Fondsinvestitionen – direkt oder über Dachfondsansätze – sind weiterhin der bevorzugte Weg für die Mehrheit der Infrastrukturinvestoren. So manche Investoren schätzen aber auch zunehmend die Option für Co- und Direktinvestments, wobei viele Investoren z.B. die Gremienläufe, die interne Expertise wie auch die Ressourcen für die fortlaufende Betreuung – Stichwort „Asset Management“ – nur unzureichend etabliert haben. So ist laut Preqin der Anteil der Investoren, die Direktinvestitionen als Teil ihres Portfolios planen, derzeit wohl auch rückläufig. Von hoher Bedeutung ist unseres Erachtens, insbesondere im aktuellen Marktumfeld mit steigenden Herausforderungen, die konsequente Diversifizierung – über Vintage Years, Strategien, Reifegrad etc. –, um jegliche Art von Klumpenrisiken in dieser Anlageklasse zu vermeiden.

**VC Magazin:** Wie bewerten Sie das momentane Preisniveau im Infrastruktursektor?

**Weiss:** Das Preisniveau ist auch im Infrastruktursektor steigend, wie allgemein in den „Private Markets“ zu beobachten ist. Lagen laut unseren eigenen Analysen durchschnittliche Infrastruktur Entry Multiples 2010 noch bei unter 10x EBITDA, haben diese sich bis zum Jahr 2016 auf gut 14x erhöht. Hohe Einstiegspreise bergen naturgemäß die Gefahr, die Renditen der Investoren zu schmälern – insofern muss im Einzelfall analysiert werden, ob und in welchem Maße ein hoher Multiple gerechtfertigt ist. Der Fokus sollte daher auf Fondsmanager mit proprietären Transaktionen im Small- und Mid

Market gelegt werden. Insgesamt weist die Assetklasse Infrastruktur ein attraktives Rendite-Risikoprofil auf und bleibt daher als Portfoliobaustein interessant für Investoren – auch dank früher und laufender Ausschüttungen.

**VC Magazin:** Welche Rolle spielt das Segment Infrastructure Debt im Anlagemix deutscher Investoren?

**Fleischhauer:** Es ist grundsätzlich auch ein steigendes Interesse seitens (lokaler) institutioneller Investoren an der Anlageklasse Infrastructure Debt zu beobachten. Dabei werden Investitionen eher direkt, hauptsächlich im Rahmen der bestehenden Infrastrukturallokation ausgeführt – teils auch aus dem Bereich Corporate Private Debt heraus. Der prognostizierte Rückzug der Banken aus der Fremdkapitalfinanzierung für Infrastrukturprojekte hat sich aber nicht eingestellt. Insofern ist es für Fondsprodukte, insbesondere im Bereich Senior Debt, sehr schwer, Fuß im Markt zu fassen.

**VC Magazin:** Im jüngsten Global Infrastructure Investment Index von Arcadis rangiert Deutschland auf Platz 13. Was macht die Bundesrepublik für Investoren so interessant?

**Weiss:** Wie man in der aktuellen Arcadis Studie deutlich erkennt, ist Deutschland ein attraktiver Investitionsstandort. Dies ist vor allem auf das gute Zusammenspiel der fünf Hauptmerkmale zurückzuführen – wirtschaftliches, geschäftliches und finanzielles Umfeld sowie Infrastruktur und Investitionsrisiko. Besonders gut wird dabei die Sicherheit der Investitionsrenditen durch niedriges politisches Risiko und hoher Investorenschutz bewertet. Zudem verfügt die Bundesrepublik über eine attraktive Deal Pipeline. Final profitiert auch Deutschland von dem im Juni 2015 gestarteten „Juncker-Plan“, der den Ausbau von Infrastrukturprojekten fördern soll.