

Gesucht: Midcaps mit Monopol

Von Daniela Englert

Trophy Assets wie der Flughafen London Heathrow sind ebenso rar wie heiß umkämpft und entsprechend teuer. Eine breite Vielfalt an Anlagemöglichkeiten bieten dagegen Small- und Mid-Market-Infrastrukturinvestments für institutionelle Investoren. Doch die Definitionen von Mid Markets unterscheiden sich, wie auch die Risiken je nach Sektor, stark. Und mancherorts verschwimmen die Grenzen zu Private Equity.

Windkraft, Solarparks, Schienenfahrzeuge, Flughäfen, Häfen und Fährbetriebe, Fernwärmeversorger, Mautstraßen und Gaspipelines: Fast alles, was es bei Infrastruktur im großen Stil gibt, lässt sich auch im Kleinen denken. Die Anlagemöglichkeiten sind in den Small- und Midmarkets ungleich vielfältiger: Vom Rechenzentrum bis zum Blockheizkraftwerk oder der Kläranlage reicht das Spektrum. Hinzu kommen auch Investments in soziale Infrastruktur, wie Schulen, Krankenhäuser, Kindergärten.

„Bei den Trophy Assets ist in den vergangenen Jahren ein regelrechter Preiskampf ausgebrochen“, stellt Prof. Dr. Hartmut Leser, Vorstandsvorsitzender der Aberdeen Standard Investments Deutschland AG, fest. „Durch Ausschreibungen und Auktionen gibt es einen höheren Preiswettbewerb, wobei Größe nicht gleich weniger Risiko bedeutet. Für mich ist die Schlussfolgerung, dass in den vergangenen fünf Jahren die relativen Bewertungen am unteren Ende des Marktes im Vergleich zu den größeren Assets attraktiver geworden sind.“ Sein Kollege Dominic Helmsley, Head of Economic Infrastructure, bestätigt das: „Die Multiples, die bezahlt werden, und somit das Ausmaß der Renditekompression, ist am Large-Cap-Ende am höchsten. In den letzten fünf Jahren haben wir ungefähr 300 oder 400 Basispunkte

Rendite-Kompression im Large-Cap-Markt gesehen, verglichen mit geschätzten 100 bis 200 Basispunkten am Small-Cap-Ende.“

Am Markt kursieren ganz unterschiedliche Definitionen für Mid Markets. Mal definieren Asset Manager die Größenunterschiede als Ticketgrößen pro Transaktion, mal wird der Unternehmenswert zugrunde gelegt, mal geht die Zuordnung nach investiertem Eigenkapital. Aberdeen Standard Investments legt bei seinen Core-Investments in Small- bis Mid-Market-Infrastruktur-Assets einen Unternehmenswert von bis zu 500 Millionen Euro zugrunde. „Wir sehen uns eher am unteren Ende der Middle Markets mit Investitionsgrößen von um die 100 Millionen Euro“, sagt Graeme Dunbar, Senior Investment Director bei Aberdeen Standard Investment in Edinburgh. „Der Kern der Mid-Market-Fonds bewegt sich unter einer Milliarde Euro und die Larger-Market-Players zwischen einer und fünf Milliarden. Dann gibt es die Megafunds, die sich bei Fondsvolumen von über fünf Milliarden bewegen, einige sogar bis zu 20 Milliarden.“

Das Beratungshaus FHP Private Equity Consultants in München definiert das Segment etwas breiter und meint mit Mid Markets Unternehmenswerte zwischen 200 Millionen und einer Milliarde US-Dollar. Doch auch nach dieser Definition sieht man im Vergleich noch leichte Preisvorteile zu den Large Markets. Demnach haben sich die durchschnittlichen Einstiegsbewertungen in 2018 in den Large Markets auf das 14-fache Ebitda gesteigert, während die der Mid Markets auf das 13,4-fache gestiegen sind. Zugrunde gelegt wurden für die Erhebung 31 Transaktionen mit einem gleichgewichteten Mittelwert aus den Sektoren Airports, Energy & Utilities, Ports, Renewables, Telekommunikation und Transport. „Die Gleichgewichtung ist deshalb so wichtig, da beispielweise Telekommunikation wesentlich

teurer ist als Erneuerbare Energien und so führen ohne Gleichgewichtung viele Telekommunikations-Transaktionen in einem Jahr zu vergleichsweise höheren Bewertungen“, erläutert Götz Hoyer, Managing Partner bei FHP Private Equity Consultants. Schaut man den globalen Markt für Infrastruktur-Investments näher an, so fällt auf, dass die meisten Investitionen 2018 in Renewables und konventionelle Energie und Versorgung flossen. Zudem sieht der FHP-Report das Risiko von Preisübertreibungen bei vermeintlich risikoarmen Prestigeobjekten (Trophy Assets) und sogenannten Super Core Assets.

Beim Thema Infrastruktur zeigt sich so denn auch die Oberfrankenstiftung aktuell generell skeptisch. Nachdem sie im Jahr 2018 noch erwartete, ihre Allokation in Infrastruktur auf zehn Prozent der Kapitalanlagen aufzustocken, ist Geschäftsführer Stefan Seewald von diesem Ziel nun abgerückt: „Wir agieren da vielleicht anders als der Mainstream, aber wir verabschieden uns gerade von dem Thema Infrastruktur dahingehend, dass wir keine Neuengagements mehr eingehen.“ Im Moment sieht Seewald insbesondere bei Dachfonds-Konstruktionen einen Trend, über eine Steigerung der Multiples die Wertentwicklung der Assets zu steigern und so durch reinen Wertzuwachs Rendite zu generieren. „Wir als Stiftung setzen dagegen nicht so sehr auf Wertzuwachs, sondern suchen vielmehr nach hohen konstanten ordentlichen Erträgen, die wir aktuell bei Infrastrukturinvestments in der Form nicht sehen“, sagt Seewald.

Trend zu Value Add

In der Tat nehmen Value-Add-Investitionen oftmals einen nicht unerheblichen Teil der Dachfondsinvestments ein. So beläuft sich deren Anteil an den von der UBS in Kooperation mit der auf Real Assets spezialisierten Solutio AG gemanagten Fonds auf etwa 40 Prozent ihrer Investments, bei Golding Capital Partners in München sind es etwa 30 Prozent. „50 Prozent unserer Investments sind aber Core und Core-Plus-Investments mit stabilen Dividenden“, sagt Robert Massing, Vorstand der Solutio AG. Der Anteil von Mid-Market-Transaktionen nehme mittlerweile bis zu 80 Prozent des Infrastrukturmarkts ein, eine breite Definition von Mid Markets zugrunde gelegt, die einen Equity Share von 250 Millionen bis unter etwa einer Milliarde pro Transaktion umfasst. Götz Hoyer von FHP Private Equity Consultants sieht hier einen Trend hin zu Mid Markets: „Dachfonds haben die Tendenz stärker in höher rentierliche Mid Markets zu investieren, weil sie ihre eigenen Gebühren refinanzieren wollen (Managementgebühren und erfolgsabhängige Gebühren), es kann zu einer einseitigen Ausrichtung und einem höheren Risikoprofil kommen, weil stärker im Mid-Market-Segment und in Value-Add-Projekte investiert wird“, so Hoyer. Das zu nehmende Risiko sei aber nicht so sehr nach der Größe der Assets zu bestimmen, findet Dr. Matthias Reicherter, Chief Investment Officer und Partner beim Dachfondsmanager Golding Capital. „Value-Add-Infra-Fonds mit Renditeerwartungen von um die 15 Prozent haben größere und kleinere Deals gleichermaßen zum Ziel“, sagt Reicherter. Jeder Sektor habe demnach spezifische Risiken. Selbst innerhalb eines Sektors können Risiken sehr

unterschiedlich sein. So unterscheiden sich diese zwischen dem Auf- und Ausbau von Glasfasernetzen und beispielsweise dem Erwerb eines operativen Tower-Portfolios doch deutlich. Beide sind jedoch dem Telekomsektor zuordenbar. Während bei Ersterem das Konstruktions- und Ramp-up-Risiko im Vordergrund steht, sind bei Letzterem Wettbewerbsrisiken zu analysieren. Um die 75 Prozent der weltweiten Transaktionen sieht Reicherter in den Mid Markets angesiedelt. In einem Universum von 300 bis 400 Infrastrukturfonds, die sich auf Europa und Nordamerika konzentrierten, sei die Mehrzahl auf Mid-Market-Transaktionen fokussiert und der Wettbewerb um Assets werde intensiver. „Das Core-Segment ist aus unserer Perspektive überhitzt. Daher setzen wir verstärkt auf Core Plus und Value Add.“

Die Renditeunterschiede zwischen Mid-Market- und Large-Market-Infrastruktur-Anlagen seien also nicht durch ein generell höheres Risiko begründet, sondern zum Teil auch ein Ergebnis eines unterschiedlichen Sourcing-Ansatzes, findet Roland Hantke, Head of Multi-Managers Infrastructure bei UBS Asset Management Real Estate & Private Markets. „Bei großen Core-Anlagen sind die Transaktionen meist sehr kompetitiv“, sagt Hantke. Im Gegensatz dazu seien proprietäre Transaktionen und Carve Outs weit weniger davon abhängig, wer der Meistbietende sei. „Es geht hier mehr um andere Faktoren wie zum Beispiel um das Vertrauen zwischen den Vertragsparteien.“ Oft handele es sich um Familienunternehmen, die weiter an dem Asset beteiligt sein wollen, beispielsweise in einem Joint Venture. Darüber hinaus hätten größere Anlagen oft eine höhere Diversifikation und ein besseres Creditrating, kleinere Infra-Assets benötigen ein besseres externes und spezialisiertes Management. Allerdings seien Mid-Market-Anlagen nicht unbedingt riskanter. „Bei kleinen Assets zum Beispiel im Bereich Abwasserentsorgung kann ein Infrastrukturfonds direkt in die operativen Abläufe eingreifen, bei großen, komplexen Anlagen kann es deutlich länger dauern, um operative Verbesserungen umzusetzen“, folgert Hantke. Häufig würden Infrastrukturfonds bei kleineren Assets eine Plattform-Strategie verfolgen, bei der grössere Portfolios aufgebaut werden, und dann zu einer höheren Bewertung verkauft werden können. „Fonds, die in kleinere Assets investieren und dabei auf Wachstum sowie ein aktives Management setzen, finden wir daher interessant“, sagt Hantke.

Auf der Debt-Seite dominieren Banken

Mit einem Spezialfonds ist die Oberfrankenstiftung, die rund 60 Prozent ihres Portfolios in Aktien investiert, seit 2011 in regenerativen Themen unterwegs. „Das Investment verläuft im Rahmen der Erwartungen“, sagt Seewald. Den Hauptgrund für die Entscheidung, keine Neuinvestitionen mehr zu tätigen, sieht Seewald in langfristig sinkenden Renditen. „Gerade auf der Debt-Seite sind auch die Zinssätze nicht mehr so attraktiv, weil die Bonitäten so gut sind. Teilweise bekommen Sie nur 3,5 Prozent, was angesichts der Niedrigzinssituation viel klingen mag, aber sie gehen dafür lange Bindungsfristen ein. Gemessen an den Risiken und der Illiquidität ist das aus meiner Sicht viel zu wenig.“ Fragt man Götz Hoyer nach seiner Präferenz zwischen

Private Debt und Private Equity, so fällt die Antwort deutlich aus: „Eindeutig Equity!“ Das Renditepotenzial sei hier um ein vielfaches höher, denn Fremdkapital in Infrastrukturprojekten werde vorwiegend noch immer von Banken bereit gestellt, was sich ungünstig auf die Rendite auswirke. „Zudem gibt es kaum ausgeprägte Kreditschutzklauseln und damit so genannte Covenant-Lite-Strukturen“, so Hoyer. Gerade bei Renewables würden die Schwellenwerte für das Betriebsergebnis häufig immer weiter abgesenkt. „So kann der Kreditgeber unter Umständen das Fremdkapital schwerer zurückfordern.“

In dem SL Capital Infrastructure Fund II von Aberdeen Standard Investments liegen die konkreten Investitionen meist bei um die 100 Millionen Euro. Der Fonds hat eine Laufzeit von zwölf Jahren mit einer Verlängerungsoption um weitere fünf Jahre. Teils werden die Investments in Form von Joint Ventures umgesetzt, teils in Minderheitsbeteiligungen, wie zum Beispiel bei mehreren finnischen Fernwärmeversorgern. Eine 100-prozentige Eigentümerschaft gibt es bisher nur bei einem Freiflächen-Solkraftwerk in Polen, wo man in diesem Segment bereits Marktführer sei. „Grundlegende Strategie für den Fonds ist es, in der Regel eine Kontrollposition in Unternehmen einzunehmen. Wo dies nicht möglich ist und sich die Gelegenheit bietet, versuchen wir Joint Ventures mit gleichgesinnten, langfristigen und ähnlich denkenden Investoren auch im Hinblick auf die Renditeerwartungen einzugehen“, sagt Dominic Helmsley. Infrastruktur-Investoren gehen zudem von einer gewissen Robustheit des Assets aus, was Konjunkturzyklen angeht – mit einigen Ausnahmen, so Dominic Helmsley: „Flughäfen und Mautstraßen haben eine eindeutige Korrelation zum BIP. Man könnte sagen, dass größere Flughäfen etwas widerstandsfähiger sind als kleinere Flughäfen. So wären die meisten der kleineren Flughäfen in Großbritannien, zum Beispiel Bristol oder Birmingham, für uns angesichts unserer Fondsstrategie zu riskant.“ Auch Heiko Schupp, Global Head of Infrastructure Investments bei Columbia Threadneedle, sieht bei solchen Assets ein erhöhtes Risiko: „Kleinere Flughäfen, insbesondere wenn sie von einer Airline abhängig sind, sind kein gutes Investment.“

Nähe zu Private Equity

Der Asset Manager AMP Capital hat dagegen keine Scheu vor Flughäfen. Newcastle zählt auch zu seinen Investments sowie der Luton Airport nahe London. „Flughäfen sind GDP-korreliert, aber wir verfügen über lang laufende Verträge. Luton ist eine Besonderheit des Londoner Drehkreuzes, Heathrows Kapazitäten sind ausgeschöpft und 18 Millionen Passagiere pro Jahr werden in Luton abgefertigt“, sagt Matt Evans, Global Head of Communications, Infrastructure Equity bei AMP Capital. Mid Markets definiert AMP Capital als Transaktionen zwischen 100 und 500 Millionen US-Dollar. Die globale Investmentstrategie investiert in OECD-Länder und in die Sektoren Kommunikation, Transport, Energie und soziale Infrastruktur. „Wir verfolgen einen sehr aktiven Asset-Management-Ansatz, um Mehrwert für unsere Assets zu schaffen, und wir suchen nach skalierbarer Expansion und ergänzenden Akquisitionen, bei denen wir Chancen für die

Entwicklung der Assets sehen“, sagt Matt Evans. „Unsere Fonds sind Closed-End-Funds. Wir halten unsere Assets typischerweise zwischen fünf und sieben Jahren und suchen nach Anlagen, die wir durch M&A oder operationell erweitern können, deren Kosten und Verträge wir optimieren können, um sie zu einem höheren Preis zu verkaufen. Wir würden ein Asset niemals über zehn Jahre halten“, sagt Evans. AMP Capital investiert neben Flughäfen unter anderem in Züge, Telekommunikation in Spanien, Erneuerbare Energie in den USA und Skandinavien sowie Glasfaser in den USA. Im Oktober erwarb die Gesellschaft mit Expedient einen US-Betreiber von Rechenzentren.

Aber sind Mid Markets für Investoren mit kleineren Budgets eigentlich das bessere Investment? Nach Ansicht von Götz Hoyer, Managing Partner bei FHP Private Equity Consultants aus München, stimmt dieser Schluss nicht ganz: „Es gibt auch bei größeren Assets durchaus Möglichkeiten auch für kleinere Investoren: Wenn man über Fonds geht, kann man als kleinerer Investor auch an größeren Assets beteiligt sein (Beispiel Offshore-Windpark). Und nicht jedes Asset, das groß ist, ist ein Trophy Asset. Es gibt auch sehr große Assets, die sich zu vernünftigen Preisen erwerben lassen“, weiß Hoyer. Und umso größer ein Projekt, desto ausgeprägter sei in der Regel auch dessen Infrastruktur-Charakteristik und damit das Preis-Risiko-Verhältnis. Mindestzeichnungssummen liegen bei Fonds, die in großen Assets investieren, häufig bei zwischen zehn und 25 Millionen Dollar. „Unter zehn Millionen geht es auch nicht bei Mid-Market-Fonds. Zudem sind unsystematische Risiken wie Gegenpartei- und Managementrisiken, aber auch Marktrisiken in den Mid Markets oft höher“, findet Hoyer. „Die Frage ist immer: Wie sind die Cashflows abgesichert und wer sind meine Vertragspartner?“ Die Grenzen zu Private Equity seien in Mid Markets oftmals fließend, sofern ausgeprägte Abnahmerisiken und Marktrisiken bestehen, die es bei klassischer Infrastruktur nicht



Karsten Heinrich Weber von der Pensionskasse der Genossenschaftsorganisation setzt bei Infrastruktur auf Erneuerbare Energien.

gebe. Im Telekommunikationsbereich seien zum Teil auch Private-Equity-Investoren unterwegs. „Es gibt einen gewissen Preisvorteil bei Mid Markets, zugleich geht der aber auch mit höheren Risiken einher“, findet Hoyer. Dominic Hemsley und Graeme Dunbar von Aberdeen Standard Investments lehnen es jedoch ab, bei Mid Markets generell von höheren Risiken zu sprechen. „Die Risiken sind je nach Sektor unterschiedlich, unterscheiden sich aber nicht wesentlich von denen größerer Assets“, sagt Helmsley. Zugleich warnen beide aber vor einer Entwicklung vieler Infrastruktur-Fonds in Richtung Private Equity: „Die Definition von Infrastruktur hat sich in letzter Zeit, wo immer mehr Kapital in die Asset-Klasse fließt, sehr verändert“, sagt Graeme Dunbar. „Wir haben eine Reihe von Akteuren gesehen, die eine hybride Private-Equity-Infrastruktur anbieten. So haben wir zum Beispiel Krematorien, Laborräume und einfache Transportunternehmen gesehen, die alle als Infrastruktur verkauft wurden. Das bedeutet nicht, dass es sich nicht um sehr gute Unternehmen handelt, aber diese Assets bewegen sich am anderen Ende des Spektrums, was wir noch als Infrastruktur bezeichnen würden“, erklärt Dunbar. „Es gibt viel kürzere Laufzeiten und höhere Risiken. Die Renditeversprechen sind höher, doch das kommt oft einfach daher, dass es sich nicht um Infrastruktur handelt, sondern einfach um Private Equity.“

Einen anderen Weg hat Columbia Threadneedle eingeschlagen. Mit seinem European Sustainable Infrastructure Fund fährt der Asset Manager eine Open-End-Strategie, einen Evergreen. Der Fonds investiert in Mid Markets, die er als Equity-Transaktionen zwischen 20 und 150 Millionen Dollar oder Unternehmenswerte bis über 300 Millionen Dollar definiert, „also das kleinere Ende des Marktes“, sagt Heiko Schupp, Global Head of Infrastructure-Investments bei Columbia Threadneedle. Der Kauf des ersten Assets, das britische Fährunternehmen Condor Ferries, wurde kürzlich im Rahmen eines Konsortiums beschlossen. Verkäufer ist der Macquarie European Infrastructure Fund II. Das Fährunternehmen deckt den Passagier- und Frachtverkehr zwischen den Kanalinseln Guernsey und Jersey, Großbritannien und dem französischen Hafen St. Malo ab. „Das Asset hat ein Monopol seit sechzig Jahren. Es ist sehr unwahrscheinlich, dass es Wettbewerber geben wird, denn zudem haben wir einen Zehn-Jahres-Vertrag mit der Verwaltung von Jersey“, sagt Schupp.

Pensionskasse investiert in Renewables

Mid-Market-Fonds fahren sehr unterschiedliche Diversifikationsstrategien. Bei Columbia Threadneedle modelliert man zum Beispiel makroökonomische Szenarien für Konjunktur-, Leitzins- und Inflationsrisiken und neutralisiert diese dann über die Sektoren Transport, Kommunikation, Renewables, Energie und soziale Infrastruktur. „Wir haben keine Präferenzen bezüglich der Korrelationen. Beispielsweise gewichten wir drei Assets mit niedriger GDP-Korrelation zu einem Asset, dessen Performance stärker mit dem Bruttoinlandsprodukt korreliert ist“, sagt Heiko Schupp. Bis zu 20 Assets im Portfolio seien möglich. Bei Aberdeen Standard Investments geht man dagegen davon aus, dass ein vernünftiges Maß an Diversifikation nur zwischen

sechs und zehn Assets erfordert. „Wir entscheiden uns für stabile, langfristige Assets mit geringer Volatilität und deshalb sehen wir nicht die Notwendigkeit, wie ein traditionelles Private-Equity-Portfolio zu diversifizieren. Wir legen Wert darauf, etwa zu jeweils einem Drittel des Portfolios in Versorger, in Energie-Unternehmen und in Transportunternehmen zu investieren und das über vier bis sechs Länder hinweg. Das ist unserer Ansicht nach viel“, sagt Helmsley.

In nachhaltige Infrastruktur investiert auch die Pensionskasse der Genossenschaftsorganisation VVaG seit 2012 und setzt dabei vor allem auf Erneuerbare wie Windkraft- und Solar-Energie. Der Anteil der Infrastrukturengagements summiert sich aktuell auf rund sechs Prozent der Kapitalanlagen, nicht mitgerechnet die nachhaltigen Immobilien (überwiegend soziale Infrastruktur) mit etwa dem gleichen Volumen. Etwa die Hälfte davon sind aktuell Erneuerbare. Darüber hinaus investiert die PK auch in reine Verkehrsinfrastruktur, soziale Infrastruktur, in die Energieversorgung, in Baugewerbe, IT und Kommunikation. Als Zielmarke hat sich die PK einen Anteil der nachhaltigen Infrastruktur von 15 Prozent an den Kapitalanlagen gesetzt, für die es aber kein Zeitfenster gibt: „Es kann sein, dass wir das relativ schnell erreichen, aber das muss im Einklang mit unseren gesetzlichen Anlagerestriktionen und unseren Zinserwartungen stehen. Gerade letztere stellen im aktuellen Niedrigzinsumfeld bereits eine echte Herausforderung dar“, sagt Karsten Heinrich Weber, Geschäftsführer und Vorstand der Pensionskasse. Bislang sei es aber gelungen, nachhaltig zu investieren und dabei keine Performancenachteile für die Versicherten in Kauf nehmen zu müssen. Die Investments erfolgen ausschließlich über Fondsbeteiligungen mit unterschiedlichen Schwerpunkten (Energieerzeugung, Pflegeeinrichtungen, Kindergärten). Die Pensionskasse investiert auch in Mid-Market-Fonds. „Hier ist man als Investor in der Überwachung der Assets sehr gefordert. Man muss sich mit dem Management auseinandersetzen und ist oft Teil von Fachbeiräten und Ausschüssen. Kleinere Assetverwalter bedeuten meistens einen höheren Grad an Mitwirkung“, so Weber.

Sieht er bei kleineren Infrastruktur-Assets die Gefahr einer stärkeren Korrelation zu Konjunkturbewegungen? „Diese wirken sich nach unserer Einschätzung und Erfahrung sowohl bei kleinen wie auch bei größeren Engagements in einem ähnlichen Verhältnis aus“, meint Karsten Weber. Entscheidend sei das Risikomanagement der Engagements, das unabhängig von der Größe in professioneller Form vorhanden sein müsse. „Grundsätzlich favorisieren wir im Bereich der Infrastruktur einen breiten Diversifikationsmix, der über die von uns gewählten Assets gewährleistet wird. Darin wird eine Vielzahl von verschiedenen Projekten in unterschiedlichen Märkten gemanagt.“

Infra-Assets sind also nicht deswegen unbedingt risikoreicher, weil sie klein sind. Jedoch ist es geboten, genau hinzuschauen, ob die Assets in den Portfolien der Fonds tatsächlich Infrastruktur-Charakter haben, also eine monopolähnliche Marktstellung mit hohen Eintrittsbarrieren. Andernfalls liegt der Verdacht nahe, dass man Private-Equity-ähnliche Assets kauft – mit allen damit verbundenen Risiken.