

„Wir sehen bisher keine Abkehr von dem Trend hin zu alternativen Anlagen“

Jan Peters, Fondsmanager des Aquila Capital Infrastructure Fund und Director bei der Aquila Capital Investmentgesellschaft mbH, über die Planbarkeit von Cashflows, Regulierung und Investitionsstau in Deutschland

Interview: Lorenz Klein

VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT: Viele Versicherer haben die Jahre der Niedrigzinsphase dazu genutzt, verstärkt auf alternative Asset-Klassen wie Infrastruktur und Immobilienanlagen auszuweichen. Ein wichtiges Motiv war dabei, Illiquiditätsprämien zu generieren – sprich: von zusätzlichen Renditen als Gegenleistung für die langfristige Bindung von Kapital zu profitieren. Inwieweit ist es der Branche tatsächlich gelungen, durch dieses Vorgehen höhere Kapitalerträge zu erwirtschaften als dies zum Beispiel über festverzinsliche Wertpapiere der Fall war?

JAN PETERS: Der Trend, dass Investoren mit langfristigen Leistungsverpflichtungen wie Versicherungen und Pensionsfonds in Infrastruktur investieren, ist unabhängig von der Niedrigzinsphase schon länger zu beobachten. Die Langlebigkeit der Anlagen, die gute Planbarkeit der Cashflows, die mit vielen Assets erzielbare Absicherung vor Inflation sowie die positiven Diversifikationseigenschaften der Assetklasse im Portfolio geben hier den Ausschlag. Die Niedrigzinsphase hat die Allokationsentscheidungen sicherlich noch einmal beschleunigt.

Wenn wir auf die Ergebnisse schauen, dann stellen wir für unser breit diversifiziertes Infrastrukturportfolio mit inzwischen über 400 Assets fest, dass dieses seit der Auflegung im Jahr 2017 gängige Fixed-Income-Benchmarks sowohl aus dem Bereich europäische Staats- als auch Unternehmensanleihen (Investment Grade) in praktisch jedem Jahr übertroffen hat und insgesamt über diesen Zeitraum betrachtet deutlich vorne liegt. Zudem war in unserem Portfolio im Gegensatz zu festverzinslichen Anlagen in dieser Zeit keine negative Wertentwicklung auf Jahresbasis zu verzeichnen. Und besonders wichtig: unabhängig von der Zinsentwicklung haben wir ste-

tig steigende Erträge aus dem Portfolio erzielt, die deutlich über den Marktzinsen lagen. Die Antwort auf die Frage ist somit ein klares „ja“.

Hat das Ende der Niedrigzinsphase im Zuge der Zinswende, die vor gut drei Jahren eingeläutet wurde, zu einem Umdenken bei den Versicherern geführt? Sind die liquiden Wertpapiermärkte seither wieder im Vorteil?

Wir sehen bisher keine Abkehr von dem Trend hin zu alternativen Anlagen. Natürlich haben Versicherungen, wie andere Investoren auch, die höheren Zinsen genutzt, um sich mit neuen Positionen und längeren Laufzeiten einzudecken. Dies ging nach unseren Beobachtungen aber eher zulasten von Immobilien-Investments. Vermutlich hat auch die ein oder andere Versicherung im Bereich Infrastruktur zuletzt weniger Neuinvestments getätigt. Das lag auch an der geringeren Anzahl der Exits von Infrastrukturinvestments und damit Rückflüssen aus dem jeweiligen Portfolio, wodurch Reinvestitionen niedriger ausfielen. Dennoch, der Renditevorteil und der positive Beitrag der Anlageklasse Infrastruktur im Portfoliokontext sind nicht verschwunden. In vielen Teilsegmenten der Assetklasse Infrastruktur sind die derzeitigen Investitionsrenditen als Folge des Zinsanstiegs ebenfalls gestiegen. Daher ist die Anlageklasse für langfristig orientierte Investoren wie Versicherungen weiterhin sehr interessant.

Immer wieder ist zu hören, dass gerade risikoaverse Investoren, zu denen auch die Versicherer zählen, die geringe Volatilität bei Infrastruktur-Erträgen zu schätzen wüssten, weil sie für Stabilität im Gesamtportfolio sorgen. Welche Quoten sind aus Ihrer Sicht ideal ge-

messen am Anlageuniversum eines klassischen deutschen Erstversicherers? Und daran anknüpfend: Wie weit weg befindet sich die Branche womöglich noch entfernt von diesem vermeintlichen Idealwert?

Infrastrukturinvestments sind nicht homogen. Bei der Planbarkeit der Erträge ist immer auch das Risikoprofil sowie das jeweilige Vergütungsmodell des Assets zu betrachten. So ist es beispielsweise in Bezug auf Verkehrsinfrastruktur von Relevanz, ob diese nach der Anzahl der Nutzer oder rein nach der Verfügbarkeit des Assets vergütet wird. Während der Corona-Pandemie waren bei letzterem in der Regel kaum Auswirkungen auf die Erträge zu verzeichnen, bei mautpflichtigen Autobahnen hingegen sehr wohl. Ferner sind in den letzten Jahren eine Reihe neuer Subsektoren in der Assetklasse dazugekommen. Hier ist insbesondere am oberen Ende des Risiko-Rendite-Spektrums der Übergang zu Private-Equity-Investments mitunter fließend. Teilweise werden dann Erträge erst mit dem Weiterverkauf realisiert. Es ist daher eine unserer zentralen Aufgaben bei der Prüfung von potenziellen Investments, zunächst diejenigen mit den zuvor besprochenen Eigenschaften von echter Infrastruktur für unser Anlageprogramm herauszufiltern. Denn genau diese Assets liefern die stabilen Erträge, auf die unsere Strategie abzielt.

„Insbesondere größere Versicherungen mit eigenen Teams für Direktanlagen investieren überdurchschnittlich viel in Infrastruktur. Bei kleineren Versicherungen sehen wir hingegen noch Luft nach oben.“

Eine Zielquote für Infrastrukturinvestments hängt immer von den individuellen Gegebenheiten eines Erstversicherers ab und ist im Rahmen der ALM-Studie zu ermitteln. Wenn wir uns die Entwicklung der Kapitalanlagen von Erstversicherern ansehen, dann ist die Allokation in festverzinslichen Anlagen von 2011 bis 2023 von fast 89 Prozent auf unter 77 Prozent zurückgegangen. Ein Teil wurde in Aktien und Immobilien-Investments umgeschichtet, die heute zusammen rund 10 Prozent ausmachen. Der größte Zuwachs war aber bei den alternativen Anlagen und damit auch Infrastruktur

zu beobachten. Auf alternative und sonstige Investments entfallen inzwischen fast 15 Prozent der Kapitalanlagen, auf Infrastruktur schätzungsweise ein kleiner bis mittlerer einstelliger Prozentsatz. Das sind allerdings Durchschnittswerte und die Unterschiede zwischen den einzelnen Unternehmen mitunter groß. Insbesondere größere Versicherungen mit eigenen Teams für Direktanlagen investieren überdurchschnittlich viel in Infrastruktur. Bei kleineren Versicherungen sehen wir hingegen noch Luft nach oben. Klar ist aber auch, dass Versicherungsunternehmen aufgrund des regulatorischen Rahmens, in dem sie sich bewegen, die teilweise deutlich höheren Infrastrukturquoten von Versorgungswerken oder internationalen Pensionsfonds nicht erreichen können.

Lange vor Beginn des Bundestagswahlkampfs ist der Chor der Kritiker stetig lauter geworden, wonach gerade Deutschland viel zu wenig in seine Infrastruktur investiere. Während die Bundesbürger verspätete Züge und bröckelnde Autobahnbrücken sogar in ihrem Alltag zu spüren bekommen, scheint vielen Menschen die Notwendigkeit von Investitionen zur Finanzierung der Energiewende eher weit weg, nicht wenige scheint das Thema Energiewende regelrecht zu nerven. Ist das nicht ein Problem – auch für Ihr Haus?

Ja, der Investitionsstau in Deutschland ist erheblich. Aktuelle Schätzungen beziffern den Bedarf an Infrastrukturinvestitionen in Deutschland allein in der kommenden Dekade auf Werte von 630 Milliarden Euro (IMK & IW Köln 2024) bis hin zu 830 Milliarden Euro (McKinsey 2024). Angesichts zusätzlicher Herausforderungen für die öffentlichen Finanzen, wird dieser Kraftakt nur durch die Mobilisierung von privatem Kapital zu stemmen sein. Auf der anderen Seite wurde bei der Energiewende auch schon einiges erreicht, wobei die Fortschritte in der öffentlichen Diskussion leider zu wenig Beachtung finden. Natürlich gibt es bei einer so großen Transformation auch Schwierigkeiten. Aber viele Technologien sind inzwischen ausgereift und kostengünstig verfügbar. Zu dem erzielten Ausbau an erneuerbaren Energieanlagen kommt jetzt durch den Preisverfall bei Batterien ein großer Investitionsschub bei Batteriespeichern hinzu. Auch zeigen die zuletzt von einigen globalen Asset-Managern angekündigten Transaktionen in deutsche Unternehmen, die im Bereich Energiewende tätig sind, dass hier weiterhin großes Potenzial gesehen wird (u.a. KKR/Encavis, EQT/ju:niz Energy, Brookfield (über X-ELIO)/Eco Stor). Ebenfalls hat sich der Anteil von deutschen Assets in unserem diversifizierten Infrastrukturportfolio in den letzten drei Jahren auf über zehn Prozent mehr als verdreifacht. Dabei dominierten Neuinvestments in den Sektoren Energiewende und digitale Infrastruktur.

Wie beurteilen Sie den aktuell ausgestalteten regulatorischen Rahmen durch Solvency II im Hinblick auf Infrastrukturprojekte. Was begrüßen Sie, was stört Sie? Wie stellt sich Ihr Haus in der Beratung der Versicherer darauf ein?

Erfreulicherweise gelten für unter Solvency II regulierte Versicherer einige Erleichterungen bei der Investition in Infrastruktur Equity und Infrastruktur Debt. Konkret können einzelne Assets als qualifizierte Infrastrukturinvestitionen bewertet werden, was reduzierte Solvenzkapitalanforderungen (Solvency Capital Requirement, SCR) nach sich zieht. Hierdurch entsteht eine Win-win-Situation: Versicherungen haben die Möglichkeit, einen größeren Anteil ihres Kapitals in Infrastruktur und damit eine renditestarke Anlageklasse zu investieren und auf europäischer Ebene wird privates Kapital für dringend benötigte Investitionen in Infrastruktur mobilisiert. Der Aufwand im erforderlichen Berichtswesen ist allerdings hoch. Wir haben in unserem Haus ein eigenes Reporting Team. Aufgrund der Vielzahl an betreuten Investoren aus dem Versicherungsbereich ist das für uns sinnvoll. Kleinere Asset Manager dürften hier jedoch vor Problemen stehen und müssen komplett auf externe Dienstleister abstellen. Das erhöht die Kosten. Auch manche kleinere Versicherung mag den Dokumentationsaufwand scheuen. Hier könnte nachgebessert und vereinfacht werden.

„Erfreulicherweise gelten für unter Solvency II regulierte Versicherer einige Erleichterungen bei der Investition in Infrastruktur Equity und Infrastruktur Debt.“

Nicht nur die Versicherungswirtschaft wird nicht müde zu kritisieren, dass die Planungsprozesse in Deutschland zu stark von Bürokratie belastet seien. Hinzu kommt, dass Energie-Projekte, etwa der Bau von Windrädern in bislang geschützten Waldgebieten, dem Widerstand von örtlichen Bürgern ausgesetzt sind, was deren Fertigstellung ebenfalls verzögert oder sogar komplett verhindert. Wie gehen Sie als Infrastrukturfinanzierer mit diesen Herausforderungen um?

Da es bei Infrastruktur fast immer um essenzielle Güter und Dienstleistungen des täglichen Lebens geht, ist der Grad der Regulierung hoch – und damit auch die Bürokratie. Wir fokussieren uns daher bei Direktinvestments auf Sektoren, die wir als Haus besonders gut durchdrungen haben und bei denen wir über eine langjährige Expertise verfügen, z.B. Energiewende-Assets. Bei anderen Themen investieren wir als Dachfonds über Fonds und Co-Investments spezialisierter Asset-Manager. Die teilweise hohen Hürden aus Regulatorik und Bürokratie ermöglichen es so, eine Art Komplexitätsprämie bei den Investments zu vereinnahmen. Wer über eine besondere Expertise in bestimmten Sektoren verfügt, kann hier Vorteile aus dem Management der regulatorischen Anforderungen erzielen. Andere Investoren schrecken ggf. vor einer Investition zurück. Darüber hinaus ist es von enormer Bedeutung, bei Projekten frühzeitig alle Stakeholder einzubeziehen, um auf mögliche Einwände oder Vorbehalte gegenüber einem Projekt gleich zu Beginn des Prozesses reagieren zu können.

Infrastruktur-Projekte erstrecken sich oft über mehrere Generationen mit Anlagedauern von 50, 80 oder sogar 100 Jahren. Wie verträgt sich dies mit einer Welt, die zu einer zunehmend kurzfristigen politischen Denkweise zurückzukehren scheint, in der kurzfristige Erfolge und Besitzstandswahrungen gegenüber dem Nutzen künftiger Generationen priorisiert werden?

Richtig, Infrastrukturanlagen weisen häufig eine sehr lange Lebensdauer auf und eignen sich daher ideal für Investoren, die Kapitalanlagen zur Deckung langfristiger Leistungsverpflichtungen tätigen wollen. Aus diesem Grund sind viele unserer Fonds- und Mandatslösungen für institutionelle Investoren als sogenannte Evergreen-Fonds strukturiert, das heißt, sie sind nicht auf eine bestimmte Laufzeit beschränkt. Dadurch sind wir auch für viele andere Stakeholder als Investor attraktiv, da wir Assets über Jahrzehnte halten können, anstatt sie nach einigen Jahren wieder veräußern zu müssen. So können Assets langfristig und nachhaltig für künftige Generationen weiterentwickelt werden. Um kurzfristigen politischen Veränderungen vorzubeugen, konzentrieren wir uns zudem auf operative Anlagen mit vertraglich fixierten Ertragsströmen. Damit schützen wir unsere Investoren vor politischen und regulatorischen Risiken in der Entwicklungsphase. Für Anleger mit einem höheren Renditeziel und entsprechendem Risikoprofil bieten wir aber auch Investmentlösungen an, die bewusst auf die Chancen in der Entwicklungsphase abzielen.

klein@vww.de