

INFRASTRUKTUR-INVESTITIONEN DEUTSCHER INSTITUTIONELLER ANLEGER

Prof. Dr. Stefan Jugel, Dr. Bernd Kreuter, Michael Rieder



Ergebnisse einer empirischen Studie

Die Anlageklasse Infrastruktur wird von deutschen institutionellen Anlegern zunehmend als besonders gut geeigneter Baustein zur Erreichung der Anlageziele genutzt. Gerade deshalb ist es wichtig, die Rahmenbedingungen und Risiken von Infrastrukturinvestitionen im Blick zu behalten. Die vorliegende Studie verfolgte die Zielsetzung, eine repräsentative Einschätzung von Investoren zu diesen Themen zu ermitteln. Im Kern der Untersuchung stand dabei eine weitere zentrale Fragestellung: **Kann in Deutschland bei privaten Investoren mehr Geld für Infrastrukturinvestitionen mobilisiert werden, um damit öffentliche Aufgaben zu bewältigen?**

¹ Vgl. BaFin (2013), S. 97f; Bundesverband Deutscher Stiftungen e.V. (2009); Arbeitsgemeinschaft berufsständiger Versorgungseinrichtungen e.V. (2011).

Studienkonzept

Die Durchführung der vorliegenden Studie einschließlich der Datenerhebung und -aufbereitung erfolgte im Auftrag des Investmentberaters Palladio Partners, Frankfurt am Main. Palladio Partners und die portfolio Verlagsgesellschaft mbH haben maßgeblich bei der Konzeption der Fragestellungen sowie bei der Interpretation der Ergebnisse mitgearbeitet.

Die Untersuchung wurde als Vollerhebung innerhalb der Branche angelegt. Im Herbst 2013 wurden alle wesentlichen deutschen institutionellen Anleger angeschrieben. Viele der Adressaten sind Teil eines Firmenverbands, und es kann deshalb davon ausgegangen werden, dass die jeweiligen Antworten in vielen Fällen für mehrere Häuser stehen. Deshalb wurde eine Frage nach der Höhe der insgesamt verwalteten Kapitalanlagen gestellt. Es wurden 105 Fragebögen zurück gesendet, die dabei für ein Kapitalanlagevolumen von ca. 1,3 Billionen Euro stehen und somit etwa 70% des Kapitalanlagevolumens¹ der befragten Grundgesamtheit repräsentieren.

Weiterhin wurde die Struktur der Stichprobe mit der Grundgesamtheit abgeglichen und es konnte festgestellt werden, dass die Antwortenden von der Verteilung nach Unternehmenstypen und Größe der Kapitalanlagevolumen typisch für die Branche sind. Damit erlauben insgesamt sowohl der Umfang des repräsentierten Kapitalanlagevolumens als auch die Struktur der Antwortenden repräsentative Schlüsse auf die Grundgesamtheit.

Bei den befragten Unternehmen handelt es sich um deutsche institutionelle Anleger folgender Branchen:

- Versicherungsunternehmen
- Betriebliche Altersvorsorge (dies beinhaltet die Kapitalanlagen der Corporate Unternehmen für deren Betriebliche Altersvorsorge)
- Berufsständisches Versorgungswerk/ Unterstützungskasse / Zusatzversorgungskasse
- Stiftung/ Verband/ Verein: Hier subsummiert unter „Sonstige“



Die Zielgruppe Banken wurde in der Auswertung dieser Befragung nicht berücksichtigt, da sie an den Märkten verschiedene Rollen einnehmen (z.B. als Berater, als Investor und als Kreditgeber) und damit das Ergebnis verzerren würden.

Die Aussagefähigkeit des Rücklaufs ist höher, wenn die Antworten nach ihrer Kapitalkraft gewichtet werden². Im Folgenden werden deshalb alle Aussagen über die Teilnehmer kapitalgewichtet dargestellt, soweit nichts anderes vermerkt ist.

Zusammenfassung der Kernergebnisse

1. Infrastrukturinvestitionen deutscher institutioneller Anleger: Status Quo

Die Grundhaltung der Befragten gegenüber Investitionen in Infrastruktur ist positiv. 87% der Stichprobe sind bereits investiert oder planen, dies zu tun. Der Beitrag, den die Befragten heute zum Ausbau der Infrastruktur leisten, ist noch eher gering. Mit einem Volumen von 9,4 Mrd. Euro (siehe Abbildung 1) wurden nur 0,7% ihres gesamten Kapitalanlagevolumens in Infrastruktur investiert.

Eine hohe Bereitschaft, diesen Anteil zu erhöhen, zeigt sich jedoch in der Mehrjahresplanung der Befragten. In den nächsten zwei bis drei Jahren würde sich nach deren Angaben das Investitionsvolumen auf 23,4 Mrd. Euro deutlich mehr als verdoppeln. Unterstellt man weiterhin ein gleichbleibendes Branchenvolumen, würden bereits ca. zwei Prozent des Kapitalanlagevolumens in Infrastrukturprojekten allokiert werden.

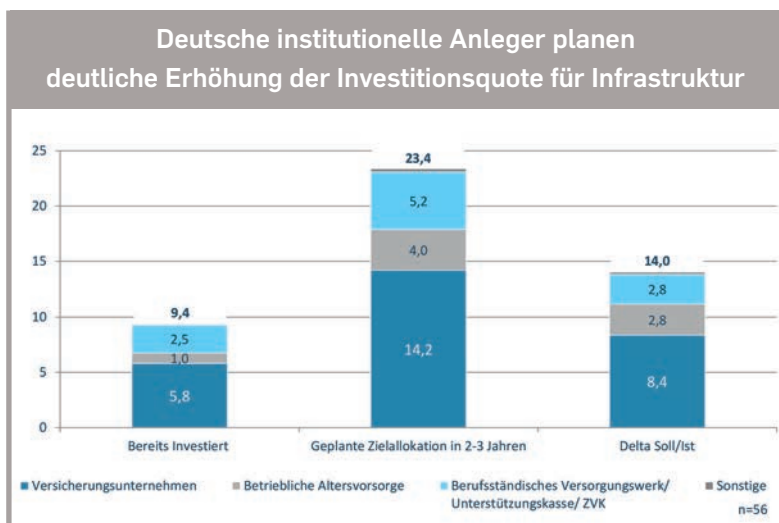


Abbildung 1: Infrastrukturinvestitionen in Mrd. Euro

Berechnet in Relation zu dem in Frage 2 ermittelten Kapitalanlagevolumen der Befragten³

Wenn auf Basis dieser Investitionspläne tatsächlich etwa fünf bis sieben Mrd. Euro jährlich investiert werden, würde das genügen, um z.B. das von der Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ festgestellte jährliche Finanzierungsdefizit für die Erhaltung von Straßen, Schienen und Wasserstraßen in Höhe von 7,2 Mrd. Euro zu beheben.⁴

Diese einfache Rechnung geht allerdings nicht auf! Die tatsächliche Präferenz der Anleger für einzelne Infrastruktursegmente spricht eine andere Sprache. Die bereits investierten 9,4 Mrd. Euro flossen nämlich nur zu 13% in PPP-Projekte, der Rest zu annähernd gleichen Teilen in Netze und Erneuerbare Energien (siehe Abbildung 2).

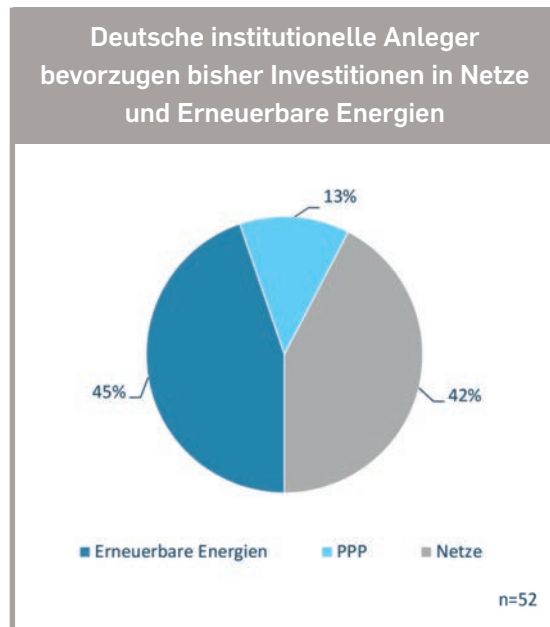


Abbildung 2: Verteilung der Infrastrukturinvestitionen nach Sektoren. Ist-Investitionsvolumen der Befragten⁵

² Die Kapitalgewichtung erfolgt dabei auf Basis des zusätzlich geplanten Investitionsvolumens in Infrastrukturinvestitionen in den kommenden zwei bis drei Jahren.

³ n=56 entspricht der Anzahl der Befragten, die bereits in Infrastrukturprojekte investiert haben oder planen zu investieren, ohne Doppelerfassung von Befragten des gleichen Anlegers. Die Werte der Befragten von jeweils gleichen Anlegern gingen als arithmetisches Mittel in die Bewertung ein. Ein abweichendes »n« in den folgenden Grafiken resultiert aus nicht vollständig beantworteten Fragen einzelner Befragter.

⁴ Vgl. Kommission »Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung« (2012), S. 37

⁵ Das Ist-Investitionsvolumen entspricht dem bereits investierten Kapital der Befragten in Infrastrukturprojekte (9,4 Mrd. = 100%). PPP = Public Private Partnership bzw. öffentlich-private Beteiligungsmodelle

Der weitere Blick auf die Länderpräferenz zeigt: 41% des Investitionsvolumens bleiben in Deutschland. Und dies wiederum konzentriert sich auf Erneuerbare Energien. Die Förderung der Erneuerbaren Energien durch das EEG hat hier einen deutlichen Investitionsanreiz gesetzt. Im Gegensatz dazu fehlen für PPP-Projekte (Public Private Partnership bzw. öffentlich-private Beteiligungsmodelle) unter anderem ein stabiler, erprobter Rechtsrahmen und gut durchdachte Rahmenbedingungen zwischen allen Beteiligten, weshalb diese im Ausland durchaus erfolgreichen Modelle offensichtlich in Deutschland nur geringe Anwendung finden. Auch die föderale Struktur erschwert entsprechende Initiativen, z.B. aufgrund unterschiedlicher Rechtsrahmen.

2. Gründe für Investitionen deutscher institutioneller Anleger in Infrastrukturprojekte

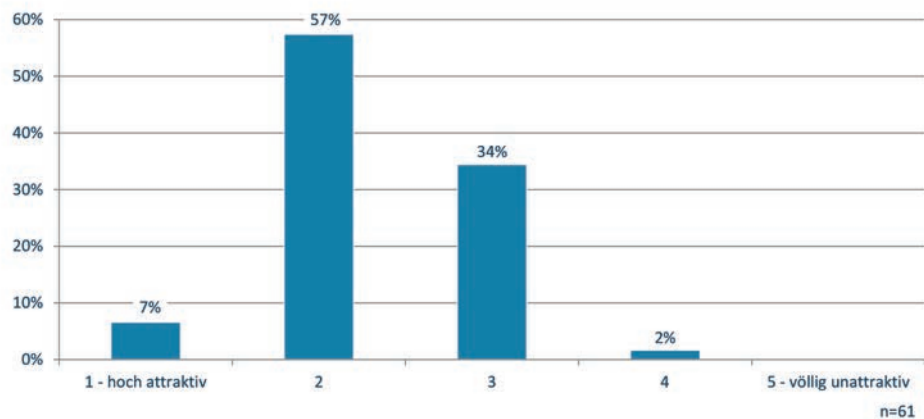
Annähernd zwei Drittel der befragten Anleger halten Infrastruktur für attraktiv oder hoch-attraktiv (siehe Abbildung 3).

Für diese Einschätzung sprechen nach Ansicht der Befragten eine ganze Reihe von Gründen. Diese korrespondieren alle mit der Kernaufgabe der befragten Branche: Die langfristigen Verpflichtungen, die sie gegenüber deren Versicherungsnehmern und Rentenbeziehern eingegangen sind, mit ebenfalls langfristigen Anlagehorizonten und planbaren, sicheren Erträgen zu erfüllen. Dementsprechend steht bei 94% („sehr wichtig“ und „wichtig“) der Befragten die Erzielung von Renditen, die ihren jeweiligen Rechnungszins übersteigen, im Vordergrund (siehe Abbildung 4).

Infrastruktur ist eine attraktive Anlageklasse für deutsche institutionelle Anleger

Abbildung 3: Attraktivität von Infrastrukturinvestitionen

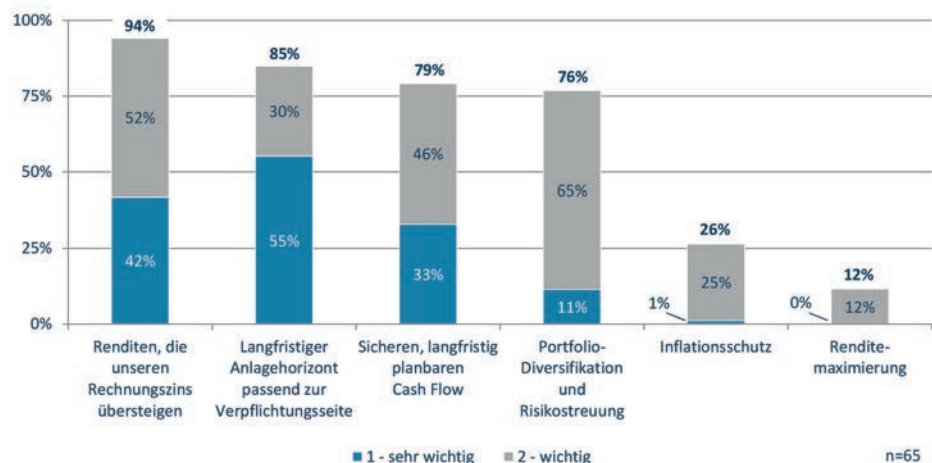
Nach Antworten der Stichprobe bereits investierter Befragter bzw. Befragter, die planen zu investieren



Relative Rendite, Langfristigkeit und Sicherheit stehen für deutsche institutionelle Anleger im Vordergrund

Abbildung 4: Beurteilung der Ziele nach Ihrer Wichtigkeit

Nach Kapitalgewicht der Stichprobe bereits investierter Befragter bzw. Befragter, die planen zu investieren



Nahezu keine Rolle spielen hingegen absolute Renditen; deren Maximierung halten nur 12% für „wichtig“; keiner der Befragten hält sie für „sehr wichtig“.

Die Befragten erwarten im Schnitt eine Nettorendite von 6,5% p.a. Diese liegt beispielsweise unterhalb der Erwartung an Private Equity Investitionen, ist im Vergleich zum risikolosen Zins aber relativ hoch. Sie drückt die vorhandene Risikowahrnehmung der Anleger aus. Die angegebene erwartete Nettorendite ist darüber hinaus weniger eine absolute Renditeerwartung als vielmehr Ausdruck der relativen Rendite passend zur Verpflichtungsseite der Befragten. Dies reflektiert die grundsätzliche Funktion bzw. den Unternehmenszweck der Befragten als Träger der Altersvorsorge in Deutschland.

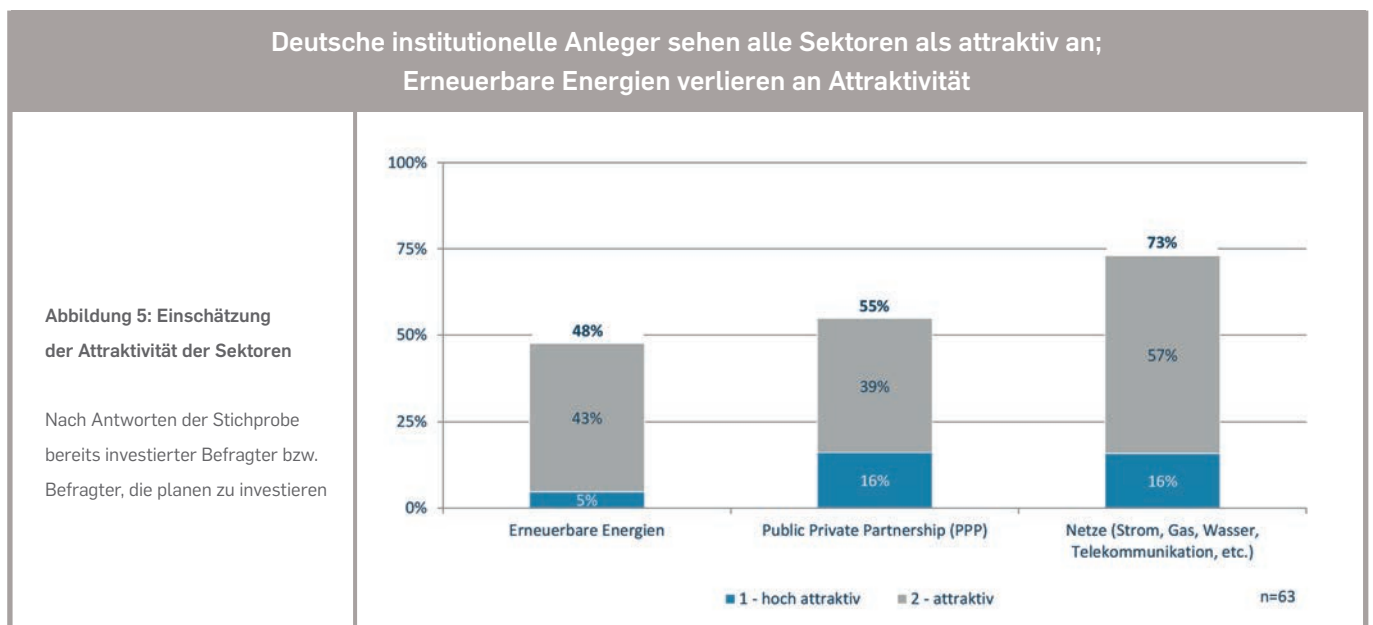
Ein besonderes Merkmal der Anlageklasse Infrastruktur ist planbarer, wiederkehrender Cash Flow. Fast 80% der Befragten sehen darin einen sehr wichtigen oder wichtigen Grund für eine Investition. Mit dem regelmäßigen Cash Flow lassen sich die ebenfalls regelmäßig zu bedienenden Versorgungsverpflichtungen der Kunden sehr gut bedienen. Deren langfristige Natur entspricht ferner dem langfristigen Charakter einer Infrastrukturinvestition, welcher für 85% ein sehr wichtiges bzw. wichtiges Motiv ist. Das verwundert nicht - sind es doch die befragten Versicherer, die vor allem in Form von beispielsweise Lebensversicherungen oder Riester-Renten die dritte Säule der Altersvorsorge verwalten. Darüber hinaus werden durch Berufsständische Versorgungswerke und Institute der betrieblichen Altersvorsorge auch die erste und zweite Säule der Altersvorsorge in Deutschland abgebildet. Die Rendite ihrer Kapitalanlagen entscheidet über die Höhe unserer Renten.

3. Veränderung des Investitionsverhaltens deutscher institutioneller Anleger

Das Interesse der Anleger verschiebt sich von den Erneuerbaren Energien zu PPPs und Netzen (siehe Abbildung 5).

Die Einschätzung der zukünftigen Attraktivität der einzelnen Infrastruktursegmente steht in deutlichem Kontrast zur Verteilung der bisherigen Investitionen. Nur noch fünf Prozent der Anleger halten Erneuerbare Energien für „hoch-attraktiv“, während dies bei mehr als dreimal so vielen Befragten auf PPPs und Netze zutrifft. In dieser Aussage spiegeln sich zwei Effekte wider: Zum einen sind es ja gerade die Erneuerbaren Energien, in die bereits am meisten Geld geflossen ist. Eine Verlagerung entspricht also durchaus einer vernünftigen Diversifikation. Zum anderen könnten die laufenden Äußerungen zu möglichen zukünftigen Reformen des Erneuerbaren Energien Gesetzes in Deutschland und die Unsicherheit über deren konkrete Ausgestaltung und eventuelle Auswirkungen auf die Investitionen zu einer deutlichen Zurückhaltung geführt haben.

Die offensichtliche Lücke zwischen einer aktuellen Investitionsquote von 13% des bisher investierten Anlagevolumens (siehe Abbildung 2) in Infrastruktur für PPP-Projekte und der deutlich höheren Attraktivitätseinschätzung der Anleger weist darauf hin, dass der Appetit der Anleger durch die wenigen vorhandenen Projekte kaum gedeckt werden kann. Hier zeigt sich ein großer Nachholbedarf, wenn Angebot und Nachfrage zusammengeführt werden sollen. Dies gilt generell, denn trotz aller nötigen Differenzierung ist festzuhalten, dass alle drei Segmente insgesamt hohe Attraktivitätswerte erreichen.



Im Zusammenhang mit der Frage nach der Attraktivität von Regionen ergibt sich eine noch weitergehende Interpretation: Deutschland halten 42% der Befragten für ein attraktives Investitionsziel, aber nicht einmal ein Viertel für „hoch-attraktiv“. Auch darin spiegeln sich die im Folgenden näher beleuchteten Risiken wider. Ebenso lässt die hohe Attraktivität anderer Länder den Schluss zu, dass den Anlegern die Möglichkeiten, in anderen Regionen zu investieren, durchaus bekannt sind, und eine Abwanderung von Kapital droht, wenn die Rahmenbedingungen in Deutschland sich verschlechtern.

Auf eine Verschiebung der Schwerpunkte im Anlageverhalten deutet auch eine Bewusstseinsveränderung der Anleger hin. Gerade

die bereits investierten Befragten nehmen deutlich wahr, dass in den vergangenen Jahren zu wenig öffentliche Gelder in die öffentliche Infrastruktur geflossen sind. Diesen Investitionsstau aufzulösen trauen nahezu alle Befragten (95%) der stärkeren Beteiligung privaten Kapitals institutioneller Anleger zu (siehe Abbildung 6). Gleichzeitig sehen sie auch positive Wachstumsimpulse – mit 86% der zweithöchste Wert.

Durch die Schonung der öffentlichen Haushalte könnte so die Handlungsfähigkeit von Bund, Ländern und Kommunen erhalten bleiben – Stichwort „Schuldenbremse“. Selbst für die Geopolitik sehen die Anleger große oder mittlere Auswirkungen – etwa dank größerer Autarkie in der Energieversorgung.

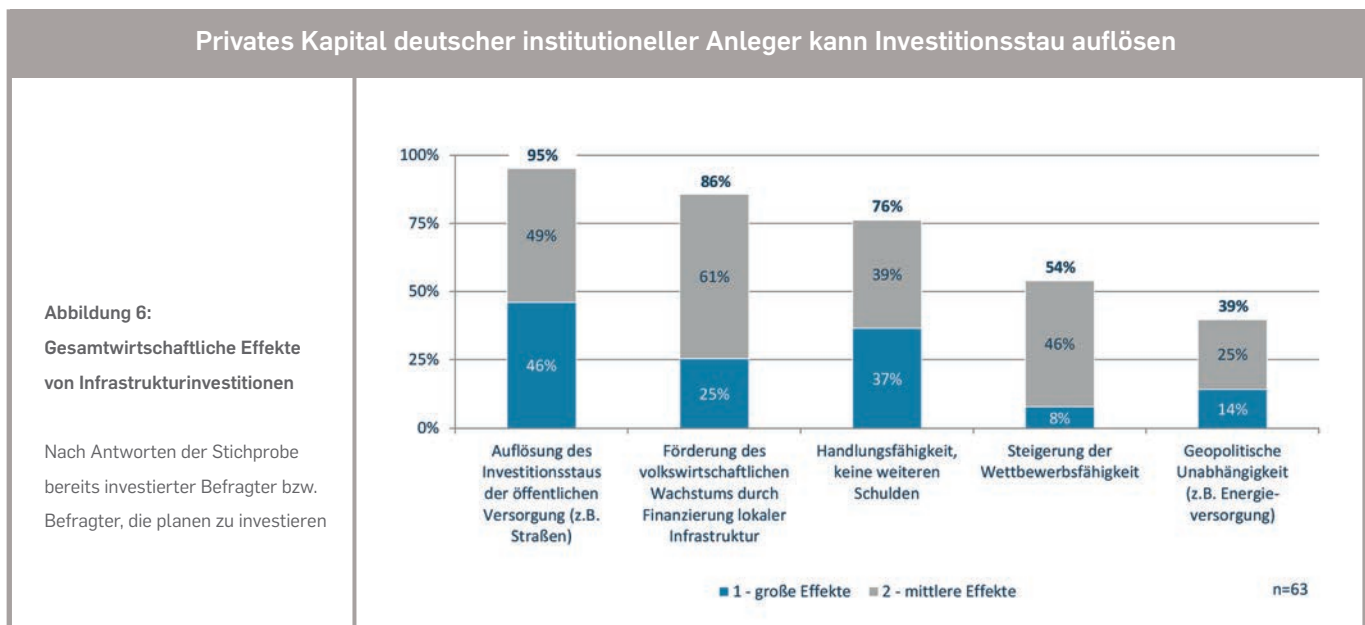


Abbildung 6:
Gesamtwirtschaftliche Effekte von Infrastrukturinvestitionen

Nach Antworten der Stichprobe bereits investierter Befragter bzw. Befragter, die planen zu investieren

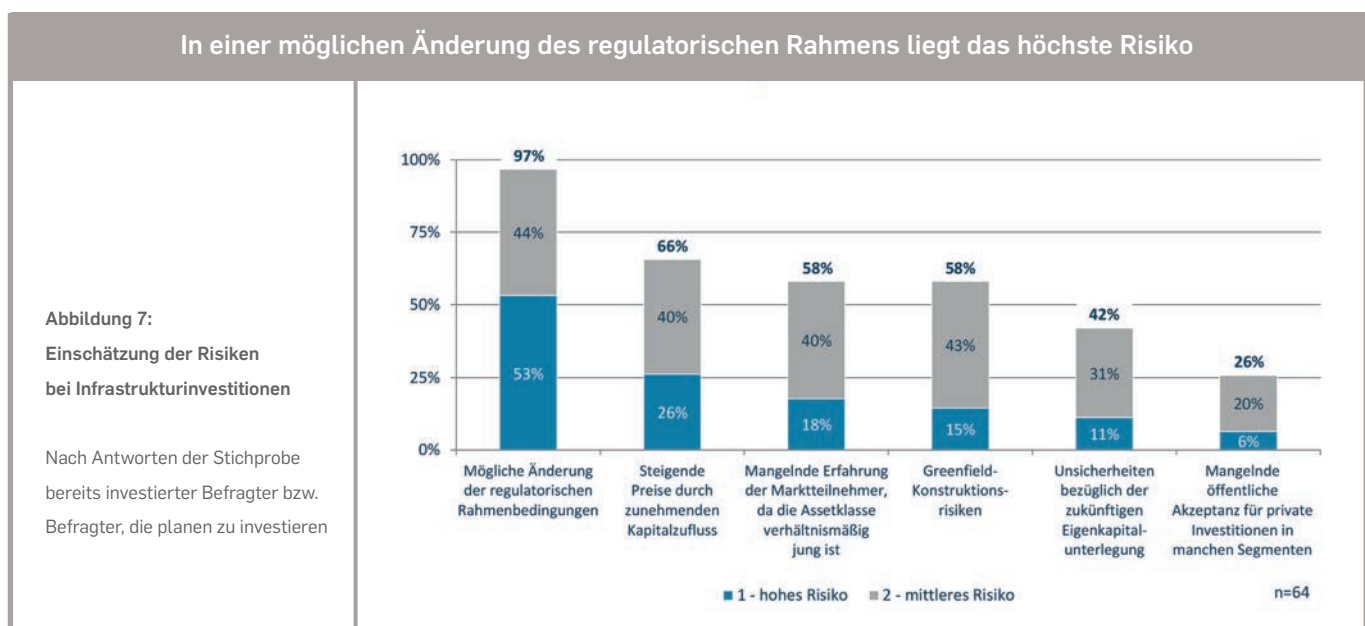


Abbildung 7:
Einschätzung der Risiken bei Infrastrukturinvestitionen

Nach Antworten der Stichprobe bereits investierter Befragter bzw. Befragter, die planen zu investieren



Diese Perspektive weist über die reine Renditelogik hinaus und lässt erwarten, dass unter geeigneten Vorzeichen deutsche institutionelle Anleger bereit wären, eine staatsbürgerliche Verantwortung für bessere öffentliche Versorgung zu übernehmen.

4. Mobilisierung zusätzlicher privater Investitionen durch deutsche institutionelle Anleger

Das offensichtliche Auseinanderfallen von tatsächlichem Investitionsvolumen und grundsätzlicher Offenheit der Befragten für weitere Investitionen in Infrastrukturprojekte legt nahe, sich auf die Suche nach möglichen Hürden zu machen. Dabei fällt zunächst auf, dass die Befragten eine ganze Reihe von Risiken für „mittel“ oder „hoch“ halten. Mit weitem Abstand rangiert eine mögliche Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen an erster Stelle, unabhängig von der Zugehörigkeit zu einer bestimmten Investorengruppe (siehe Abbildung 7). Dabei ist es doch geradezu die Natur von Rahmenbedingungen, für Verlässlichkeit und Vertrauen zu sorgen!

Als sehr bedeutend – mit immerhin 66% („hoch“ oder „mittel“) – sehen die Anleger das Risiko, dass durch zunehmenden Kapitalzufluss die Preise steigen könnten. Auch wenn die Sorge, bei einer Investition einen zu hohen Preis zu bezahlen, quasi immanent ist, könnte sich darin vermutlich auch die Wahrnehmung eines Nachfrageüberhangs an Kapital ausdrücken. Gerade in Deutschland gibt es bislang nicht genügend investierbare Projekte, die der großen Investitionsbereitschaft der deutschen institutionellen Anleger gegenüberstehen.

Dass „mangelnde Erfahrung“ von mehr als der Hälfte der bereits investierten Anleger noch als hohes Risiko eingestuft wird, macht deutlich, dass es in dieser recht jungen Anlageklasse noch weiterer Aufklärung und Transparenz bedarf.

Mehr als die Hälfte der Anleger sieht in sogenannten „Greenfield-Konstruktionen“ ein hohes Risiko. Das könnte an der Unklarheit liegen, wie die Risiken bei solchen Frühphaseninvestitionen verteilt werden und wie zukünftige Cash Flows zu kalkulieren sind. Dieses Ergebnis korrespondiert wohl auch mit der angegebenen „mangelnden Erfahrung“.

Als weitere Hürde sehen die Befragten, vor allem die Versicherungen, die Unsicherheit über die zukünftig notwendige Unterlegung von Infrastrukturinvestitionen mit haftendem Eigenkapital. Dies sollte im Zuge von Solvency II und der nachfolgenden Verordnungen berücksichtigt werden.

Schließlich zeigt sich hinsichtlich der Risikowahrnehmung der Anleger eine gewisse Skepsis, ob das gesellschaftliche Umfeld dazu geeignet ist, ausreichend Akzeptanz für das Engagement privaten Kapitals institutioneller Anleger für öffentliche Einrichtungen zu

schaffen. Immerhin gut ein Viertel aller Anleger sieht darin ein Risiko. Dies spiegelt sich in der öffentlichen Debatte über die kommunale Wasserversorgung in Deutschland wider, die eine geringe gesellschaftliche Akzeptanz für privates Kapital institutioneller Anleger zeigt.

Was wäre nun aber förderlich im Hinblick auf die Investitionsbereitschaft deutscher institutioneller Anleger? Konsequenterweise sagen im Umkehrschluss zu den wahrgenommenen Risiken annähernd alle Anleger (97%), dass ein beständiges regulatorisches Umfeld und Rechtssicherheit für mehr Infrastrukturinvestitionen förderlich wären. Weiterhin vermissen knapp zwei Drittel (66%) der Anleger gerade ein klares Programm mit erkennbaren Schwerpunkten für den zukünftigen Bedarf – eine Art „Agenda 2023“.

Dieses Ergebnis passt zu der skeptischen Einschätzung der Anleger, ob sich die deutsche Politik überhaupt für die Förderung privater Investitionen institutioneller Anleger engagiert. Hier sehen nur gut ein Fünftel der Befragten ein großes oder sehr großes Interesse, wohingegen fast ein Drittel der Politik mangelndes Interesse attestiert. Die Hälfte der Befragten ist bei dieser Frage indifferent (siehe Abbildung 8).

Nicht nur das politische Interesse, sondern auch die konkrete Ansprache durch die Politik wird als verschwindend gering wahrgenommen. Nur sieben Prozent der Befragten wurden von der Politik konkret angesprochen, in lokale Infrastrukturprojekte zu investieren. Dabei lässt gerade die oben dargestellte Präferenz für Direktinvestitionen den Schluss zu, dass bei direkter Ansprache institutioneller Anleger für konkrete Projekte Geld bereitgestellt werden könnte.

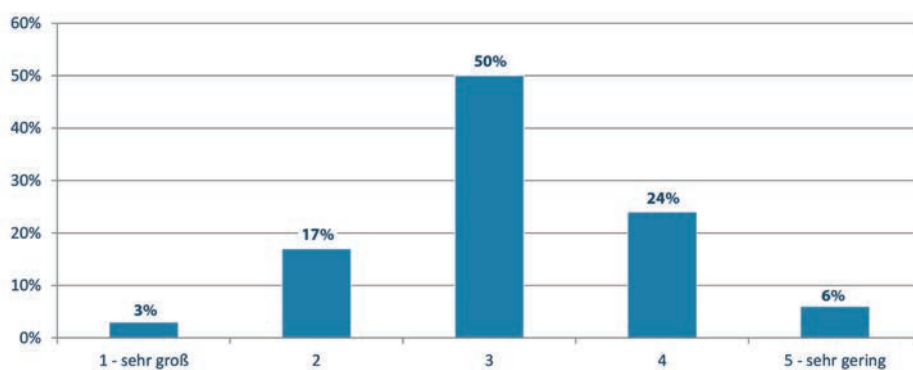
Fazit in fünf Kernaussagen

1. Die Haltung der Politik zu privaten Investitionen wird als ambivalent wahrgenommen.
2. Enorm positive gesamtwirtschaftliche Effekte winken, wenn der Dornröschenschlaf der Politik in Sachen private Investitionen in Infrastruktur beendet würde.
3. Klare politische Zielvorstellungen könnten den Beitrag von deutschen institutionellen Anlegern zur Finanzierung der Verkehrsinfrastruktur noch deutlich beleben. Deutschland hat hier im internationalen Vergleich großen Nachholbedarf.
4. Deutsche institutionelle Anleger leisten in der Finanzierung der Energiewende und der Verkehrsinfrastruktur heute schon einen zentralen Beitrag.
5. Langfristigkeit und Sicherheit machen die Attraktivität von Investitionen in Infrastruktur für deutsche institutionelle Anleger aus.

Kein eindeutiges Interesse der Politik

Abbildung 8:
Interesse der deutschen Politik,
private Investitionen in
Infrastruktur zu fördern

Nach Antworten der Stichprobe
bereits investierter Befragter bzw.
Befragter, die planen zu investieren



Literaturverzeichnis

- **Arbeitsgemeinschaft berufsständiger Versorgungseinrichtungen e.V. (2011):**
Daten und Fakten: <http://www.abv.de/verlaessliche-struktur.html> (abgerufen am 21.11.2013)
- **BaFin (2013): Jahresbericht 2012, Bonn/Frankfurt am Main, 2013:**
http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2012.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (abgerufen am 21.11.2013)
- **Bundesverband Deutscher Stiftungen e.V. (2009): Stiftungen schaffen Werte für die Ewigkeit:**
<http://www.stiftungen.org/de/presse/pressemitteilungen/pressemitteilungen-2009/stiftungen-schaffen-werte-fuer-die-ewigkeit.html>
(abgerufen am 21.11.2013)
- **Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ (2012):**
Bericht der Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastruktur“, ohne Ort, 2012: http://www.bundesrat.de/cln_227/DE/gremien-konf/fachministerkonf/vmk/Sitzungen/12-12-19-Uebergabe_20Bericht-Kommission-Zukunft-VIF/Bericht-Kommm-Zukunft-VIF,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/Bericht-Kommm-Zukunft-VIF.pdf (abgerufen am 12.11.2013)