

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

76. Jahrgang · 1. September 2023

**17-2023**

**Digitaler  
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019



# ESG ALS AUFGABE FÜR BANKEN

**Infrastrukturinvestments von Sparkassen –  
eine Assetklasse im Wachstum**

Jörg-Dieter Müller / Michael Rieder

Jörg-Dieter Müller / Michael Rieder

# Infrastrukturinvestments von Sparkassen – eine Assetklasse im Wachstum

Infrastruktur als Assetklasse wächst seit Jahren. Auch in den kommenden Jahren sind signifikante Investitionen in die weltweite Infrastruktur geplant: Laut einer Studie von McKinsey beträgt der weltweite Investitionsbedarf in Infrastruktur von 2017 bis 2035 3,7 Billionen Euro pro Jahr.<sup>1)</sup> Allein bei deutschen Kommunen summierte sich der Investitionsrückstand bis 2022 auf 59 Milliarden Euro.<sup>2)</sup>

Ende 2022 publizierte das Münchner Research Center for Financial Services (Cfin) der Steinbeis Hochschule eine Studie, dass 73 Prozent aller Banken alternative Assets wie zum Beispiel Infrastruktur in ihrem Depot A hatten.<sup>3)</sup> Dies entspricht einer Steigerung um 19 Prozentpunkte

innerhalb von zwei Jahren. 78 Prozent der Teilnehmer der Studie wollen in den kommenden Jahren dieses Engagement weiter verstärken.

Infrastruktur betrifft alle und ist ständig um einen herum: von Telekommunikation über Energieerzeugung bis hin zu Transportinfrastruktur – und das global. Infrastruktur bildet das Fundament und Rückgrat einer modernen, funktionierenden Volkswirtschaft und Gesellschaft.

Dabei lässt sich Infrastruktur in die fünf Sektoren (erneuerbare) Energien, Versorgung, Transport & Verkehr, digitale Infrastruktur/Kommunikation und soziale Infrastruktur unterteilen.

Für Sparkassen ist dieses Thema aus verschiedenen Gründen relevant:

1. Portfoliogesichtspunkte – Infrastrukturinvestments zeichnen sich vor allem durch attraktive, robuste Renditen und stetige Cashflows aus. Neben guter Diversifikationseigenschaften kommen noch eine geringe Volatilität und in bestimmten Sektoren ein Inflationsschutz hinzu.

2. Infrastruktur ist auch lokal – Wie geschildert stehen die Kommunen in Deutschland in den kommenden Jahren vor einem erheblichen Investitionsbedarf in Infrastruktur. Hier können die Sparkassen ihrem lokalen Ansatz gerecht werden: Lokale Investoren für lokale Projekte.

3. Beitrag zur Transformation in eine nachhaltige Wirtschaft – Infrastruktur trägt dem Streben nach mehr Nachhaltigkeit vieler Sparkassen Rechnung und verbindet das ökonomische Investment mit ökologischen und sozialen Zielen im Rahmen der UN SDGs.

Infrastrukturinvestments dürften bei den meisten Sparkassen aktuell ein Thema sein und Investitionsmöglichkeiten geprüft werden. Allerdings dürfte das veränderte Zinsumfeld dafür sorgen, dass der Druck, in alternative Assetklassen im Allgemeinen zu investieren, deutlich zurückgeht.

## Allgemeine Vorteile der Investmentklasse Infrastruktur

Grundsätzlich verfügen Infrastrukturinvestments über eine attraktive Rendite

Abbildung 1: Rendite-Risiko-Profil Infrastruktur im Vergleich zu Aktien und Staatsanleihen von 2014 bis 2022 auf Basis des Infrastruktur-Dachfonds IAP 1 von Palladio Partners\*

	Infrastruktur	Aktien Europa	Aktien Welt	Staatsanleihen Eurozone
Rendite	11,30%	5,40%	9,70%	0,20%
Volatilität	9,10%	15,20%	14,90%	5,70%
Sharpe Ratio	0,99	0,21	0,5	-0,35

\* MSCI (online) Dachfonds: Infrastructure Access Portfolio 1 (vor Kosten Dachfonds), Aktien Europa: iShares Core MSCI Europe UCITS ETF, Aktien Welt: iShares MSCI ACWI UCITS ETF, Staatsanleihen: Blackrock iShares Core EUR-Government Bond UCITS ETF; Annahme risikofreier Zins: 2,2 Prozent Deutschland 15-Jahre Anleihe Renditen; Stand 16.1.23: (Quelle: www.worldgovernmentbonds.com).

Abbildung 2: Korrelation Infrastruktur zu anderen Assetklassen\*

	Aktien				Staatsanleihen
	Europa	Emerging Markets	Welt	Nordamerika	Eurozone
	0,17	0,17	0,25	0,28	0,11

\* Quellen: MSCI (online) Dachfonds: Infrastructure Access Portfolio 1 (vor Kosten Dachfonds), Aktien Europa: iShares Core MSCI Europe UCITS ETF; Aktien Emerging Marktes: iShares MSCI EM UCITS ETF; Aktien Nordamerika: iShares MSCI North America UCITS ETF; Aktien Welt: iShares MSCI ACWI UCITS ETF; Staatsanleihen: Blackrock iShares Core EUR-Government Bond UCITS ETF.



und gute Planbarkeit der Zahlungen sowie – nach Abschluss der Bauphase – über stetige Cashflows und dies bei geringer Volatilität.

Historisch betrachtet haben sich Infrastrukturinvestitionen in Zeiten steigender Inflation häufig positiv entwickelt. Dabei führen verschiedene Mechanismen zu einem Inflationsschutz. Bei einigen Sektoren liegt das an der Quasi-Monopolstellung des Betreibers, bei anderen an der Möglichkeit der Weitergabe der Kosten an den Kunden und bei wieder anderen an vertraglichen Regelungen zum Inflationsschutz.

Letztendlich hat Infrastruktur eine niedrige Korrelation zu anderen Assetklassen, sodass Investments in diese Assetklasse auch aus Portfoliogründen interessant sind.

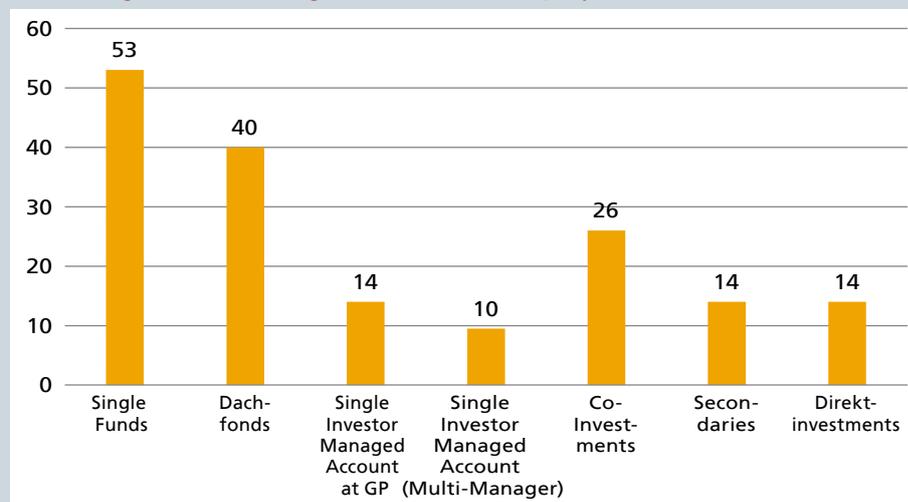
Offen bleibt jedoch die Frage, wie sich Zinsen und Inflation weiterentwickeln werden, da die derzeit steigenden Zinsen den Spread zu risikoloserer Anlagen verringern.

### Hoher Cashflow erforderlich

Sparkassen investieren aus Sicht der Gewinn- und Verlust-Rechnung und nicht im Rahmen von Asset Liability Management wie zum Beispiel Versicherungen, da sie aus ihren Investments keine ausstehenden Zahlungsverpflichtungen bedienen müssen. Daher ist insbesondere der oben erwähnte hohe Cashflow ein Punkt, der aus Sparkassensicht eine wichtige Rolle spielt. Durch die Kombination von laufenden Erträgen und Steigerungen des Marktwertes der Infrastruktur-Assets wird die Anlageklasse besonders interessant und wertvoll für Sparkassen.

Neben den Punkten stabiler Cashflow und geringer Volatilität sind Infrastrukturinvestitionen aus Sicht der Portfoliokonstruktion hervorzuheben. In einem Masterfonds mit verschiedenen liquiden Anlagen wie Aktien und Corporate Bonds sind illiquide Anlagen eine Möglichkeit, den Ertrag zu steigern, bei niedrigerer Ertragsvolatilität und niedrigen Korrelationen.

Abbildung 3: Eintrittswege Infrastructure Equity (in Prozent)



Quelle: BAI Investor Survey 2021.

rigerer Ertragsvolatilität und niedrigen Korrelationen. Dies ist besonders vor dem Hintergrund möglicher Abschreibungsrisiken des Gesamtfonds in Rahmen von adversen Szenarioplanungen und den Auswirkungen auf die GuV der Bank wichtig.

Auch wenn im Rahmen der Asset-Allokation jede Sparkasse eigenverantwortlich die Anlageentscheidungen für das Depot A trifft, ist die Langfristigkeit der Investitionen in diesem Bereich ein wichtiger Faktor. Es ist zu bedenken, dass die Entscheidung in Infrastruktur zu investieren, gut überlegt sein und zur Strategie der Eigenanlagen passen sollte. Dabei müssen die verschiedenen Faktoren, die die Assetklasse charakterisieren, sorgsam gegeneinander abgewogen werden.

### Lokale (Sparkassen-)Investments für lokale Infrastruktur

Da Sparkassen auf dem Regionalprinzip beruhen, liegt es nahe, dass sich Sparkassen insbesondere in lokalen Investments engagieren. Dabei kommt ihnen auch ihr besonderes Verständnis für lokale Zusammenhänge zugute.

Oft fehlt es den Kommunen an finanziellen Mitteln, um die lokale Infrastruktur zukunftsfähig zu machen. Viele Stadtwerke wollen in ihren Bilanzen nicht

unter eine gewisse Eigenkapitalquote fallen. Um das anstehende Investitionsvolumen schultern zu können, wird Eigenkapital benötigt. Dies können zum Beispiel Sparkassen oder auch deutsche Altersvorsorgeinvestoren wie Pensionskassen und Versorgungswerke zur Verfügung stellen. Auf diese Weise können Sparkassen ihren lokalen Kommunen helfen, die Finanzierungslücke zur Modernisierung ihrer Infrastruktur zu schließen.

Immer mehr Sparkassen sehen sich heutzutage in der Pflicht, ihren Beitrag zu einer nachhaltigen Ausrichtung der Wirtschaft zu leisten. Dabei spielen nicht nur soziale und umwelttechnische Ziele eine Rolle, sondern auch die Tatsache, dass langfristig Kapital für bestimmte Projekte zur Verfügung gestellt wird.

Ein Ziel ist die Dekarbonisierung der Wirtschaft. Ein klassischer Sektor ist hier natürlich der Bereich der erneuerbaren Energien. Aber auch bei der Finanzierung nachhaltiger Rechenzentren kann eine positive Wirkung für die Gesellschaft im Allgemeinen erzielt werden (sogenannte Impact Investments).

Wichtig bleibt, dass die positive Wirkung nachweis- und messbar ist. Professionelle Asset Manager stellen hier ihren Investoren die entsprechenden Nachhaltigkeitszahlen zur Verfügung und erstellen detaillierte Berichte über den Beitrag ihrer



in

**Jörg-Dieter Müller**

Leiter Treasury, Kreissparkasse Heilbronn, Heilbronn



in

**Michael Rieder**

Geschäftsführer, Palladio GmbH, Frankfurt am Main

Jörg-Dieter Müller und Michael Rieder beschäftigen sich in dem vorliegenden Beitrag mit Infrastruktur als Investment. Diese Assetklasse wachse seit Jahren. Auch in den kommenden Jahren seien signifikante Investitionen in die weltweite Infrastruktur geplant. Auch und gerade für Sparkassen sehen die Autoren darin eine interessante Möglichkeit, unter anderem aus Portfoliosicht. Zudem könnten Investments in Infrastruktur auch einen Beitrag zur Transformation in eine nachhaltige Wirtschaft fördern und die Institute ihrer regionalen Verantwortung nachkommen. Einen Vorteil sehen Müller/Rieder in der guten Planbarkeit der Zahlungen und dem stetigen Cashflow – nach Abschluss der Bauphase. Im weiteren Verlauf werden die Erfahrungen der Sparkasse Heilbronn mit dieser Assetklasse dargestellt und aufgezeigt, worauf die Institute, die sich dieser Anlageklasse nähern wollen, achten müssen. (Red.)

Investments zu den Nachhaltigkeitszielen der UN.

### Verschiedene Varianten

Den Einstieg in Infrastrukturinvestments stellen oft Dachfondskonstruktionen dar, bei denen ein Asset Manager den globalen Markt der Infrastrukturinvestoren scannt und eine Auswahl der vielversprechendsten Infrastrukturfonds selektiert. Dabei hat Palladio Partners beispielsweise auf der Basis seiner Erfahrung in der Zusammenarbeit mit Sparkassen einen

sogenannten „Dachfonds+“ entwickelt. Dieses Dachfondsprodukt bietet sich einerseits für den Einstieg an, ermöglicht andererseits aber auch interessante Weiterentwicklungsmöglichkeiten beim Aufbau der Infrastrukturquote, indem es dem Anleger die Möglichkeit bietet, zum Beispiel das Thema ESG beziehungsweise Impact individuell höher zu gewichten.

Sobald der Einstieg erfolgt ist und man erste Erfahrungen sammeln konnte, können auch Co-Investments mit anderen Infrastrukturinvestoren oder Direktinvestments interessant werden. Bei größeren Anlagevolumen kann man auch über ein maßgeschneidertes Produkt, sogenannte Managed Accounts, nachdenken.

Der erste Impuls im Hause der Kreissparkasse Heilbronn entstand im Rahmen von Gesprächen im Bereich Treasury und Handel. Schnell war ein gemeinsames Verständnis für die Assetklasse Infrastruktur und die Attraktivität der Investitionen in dem Bereich gefunden. Bei der Entscheidung geholfen hat dabei nicht zuletzt die transparente Darstellung der prognostizierten Erträge.

### Vorbereitung eines ersten Infrastrukturinvestments

Die Kreissparkasse Heilbronn nahm im Rahmen der Depot-A-Investitionen zunächst Gespräche mit verschiedenen Asset Managern auf. Einer davon war Palladio Partners. Einer besonderen Prüfung unterzogen wurden hier insbesondere die Erfahrung und der Track Record des jeweiligen Asset Managers. Wichtig war für die Kreissparkasse auch die Transparenz der Asset Manager bei schwierigen Themen, wie zum Beispiel dem Erdbeben in der Türkei. Dabei war es ihnen wichtig, immer zeitnah einen Überblick zu den Auswirkungen auf das Portfolio zu erhalten.

Da Investitionen in Infrastruktur in den meisten Fällen über luxemburgische Vehikel dargestellt werden, war auch die Auseinandersetzung mit luxemburgischen Recht und den steuerlichen Implikationen zu Beginn des Investitions-

prozesses ein wichtiges Thema für die Kreissparkasse, das genau analysiert wurde. Sehr schnell entschloss man sich dafür, die Investments über eine Masterfonds-KVG in Luxemburg zu bündeln.

Darüber hinaus nahm die Prüfung der Reporting-Anforderungen und -Bedürfnisse einen besonderen Raum ein. Dabei erwies sich als besondere Hürde, die Möglichkeit der Weiterverarbeitung der Daten in verschiedenen Bereich wie dem Controlling sicherzustellen. Eine besondere Herausforderung war hier, dass bisher kein Asset Manager eine Anbindung an die Schnittstelle der Finanzinformatik anbieten kann. So müssen unter anderem die Mitarbeiter in der Controlling-Abteilung zahlreiche Daten manuell in die Systeme übertragen. Mithilfe von neuen Verfahren können nun aber auch ohne die automatische Schnittstelle die notwendigen Meldungen an die offiziellen Stellen übermittelt werden.

### Blick nach vorn

Erst nachdem sich die Kreissparkasse über all diese Aspekte einen umfassenden Überblick verschafft hatte, fühlte sich das Institut bereit, in die neue Anlageklasse zu investieren.

Mit den bisher getätigten Infrastrukturinvestments ist die Kreissparkasse Heilbronn zufrieden und möchte in dieser Assetklasse weiter investiert bleiben. Dabei arbeiten sie auch weiterhin kontinuierlich an Verbesserungen in den Prozessen und lernen mit jedem Tag neu dazu. Insbesondere der kontinuierliche Austausch mit den Asset Manager nimmt dabei eine zentrale Rolle ein. Nur dadurch ist die Sparkasse immer auf dem neuesten Stand und kann Investmentchancen antizipieren.

### Fußnoten

- 1) Quelle: McKinsey Global Institute: "Bridging Infrastructure Gaps: Has The World Made Progress?", 2017
- 2) [https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-KfW-Kommunalpanel/KfW-Kommunalpanel-2022\\_PrProzentC3ProzentA4sentation.pdf](https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-KfW-Kommunalpanel/KfW-Kommunalpanel-2022_PrProzentC3ProzentA4sentation.pdf)
- 3) Quelle: <https://www.portfolio-institutionell.de/sparkassen-wollen-infrastrukturanlagen-im-depot-a/>