



# AUF NEUEN WEGEN ZU ATTRAKTIVEN ERTRÄGEN

Am runden Tisch von TiAM trafen Infrastrukturexperten auf Vertreter der Versicherungswirtschaft. Das Ergebnis: Eine spannende Diskussion über Potenzial und Perspektiven von Infrastrukturinvestments als Bestandteil der Asset Allocation

**Moderator**  
Ronny Kohl

**TiAM: Lohnt sich Vorsorge in Zeiten von Negativrenditen noch?**

Thomas Heigl: Auf jeden Fall! Es kommt allerdings darauf an, wie man das Thema angeht. Lebensversicherungen wurden früher in erster Linie über die Zinsgarantie und die steuerlichen Vorteile verkauft. Damit traten Lebensversicherungen auch in Konkurrenz zu Fondsprodukten. Heute sollte man im Zusammenhang mit Lebensversicherungen verstärkt den Aspekt der Vorsorge beleuchten. Die Menschen wer-

den immer älter. Dabei tut sich schnell eine Versorgungslücke auf, die Lebensversicherungen am besten schließen können.

**TiAM: Sie geben als Lebensversicherer ein Leistungsversprechen und müssen das auch erfüllen. Wie schwierig ist das heute?**

Frank Sievert: Die langfristige Garantie ist natürlich schon ein Thema. Vor allem die Zinszusatzreserve auf Altverträge stellt die Branche vor eine Herausforderung. Die zweite Herausforderung sehe ich darin,



**Gelöst:** Die Teilnehmer am TiAM-Roundtable im Münchner Herrenclub (linke Seite v. l.): Robert Kellermann (SL Capital Partners), Robert Massing (Solutio AG), Thomas Heigl (Die Bayerische) und Frank Sievert (uniVersa)

**Überzeugt:** Solutio-AG-Vorstand Robert Massing (unteres Bild, Mitte) beschreibt den Teilnehmern des TiAM-Roundtables die Vorzüge von Infrastrukturinvestments in der gegenwärtigen Nullzinsphase; 2. v. l.: TiAM-Moderator Ronny Kohl



den Menschen auch im derzeitigen Umfeld Lebensversicherungen als sinnvolles Vorsorgeinstrument darzustellen. Dies wird immer schwieriger. Die Absenkung des Garantiezinses auf 0,9 Prozent ab dem kommenden Jahr ist da natürlich alles andere als förderlich. Es ist heute schwer, Kunden von derart niedrigen Renditen zu überzeugen. Auf der anderen Seite kann man aber konstatieren, dass der reale Kapitalerhalt im derzeitigen Marktumfeld bereits eine Leistung ist. Dies ist bei vielen Privatkunden allerdings noch nicht angekommen.

**TiAM: Wie lange könnte die Niedrigzinsphase aus Ihrer Sicht noch anhalten?**

Heigl: Wir stellen uns darauf ein, dass die Phase von Niedrig- und Negativzinsen länger dauert, als man dies zu Anfang der Krise im Jahr 2007 gedacht hat. Es würde mich nicht wundern, wenn es noch einmal zehn Jahre dauern würde, bis wir bei zehnjährigen deutschen Staatsanleihen wieder Renditen von vier Prozent sehen.

**TiAM: Wie gehen Sie damit um?**

Heigl: Wir haben uns bereits 2011 auf eine

längere Phase niedriger Zinsen eingestellt und unsere Kapitalanlagen sehr breit gestreut. Neben Renten spielen auch Aktien und Immobilien eine bedeutende Rolle. Von der Verteilung her setzen wir zu rund 60 Prozent auf Zinstitel, etwas weniger als 20 Prozent investieren wir in Hypotheken und den Rest in Infrastruktur, Private Equity und Aktien.

**TiAM: Was bedeutet das für das Risiko in Ihrem Portfolio?**

Heigl: Diese Risiken werden im Rahmen von Solvency II berücksichtigt, wo ich uns als sehr gut aufgestellt sehe. Wir betrachten Solvency II übrigens ambivalent. Einerseits verursacht es einen großen administrativen Aufwand und auch die Risikokennzahlen für einzelne Anlageklassen, wie etwa Immobilien, entsprechen aus unserer Sicht nicht wirklich dem tatsächlichen Risiko eines Investors mit Anlageschwerpunkt in München. Dennoch war es uns leicht möglich, die Vorgaben zu erfüllen.

Sievert: Ich sehe Solvency II schon ein wenig kritischer. Das Modell wird in einer

Phase eingeführt, in der man über einige Details länger diskutieren müsste. So kristallisiert sich das endgültige Regelwerk erst während der Anwendung heraus. Dass die alten Regeln ersetzt werden mussten, steht für uns aber dennoch außer Frage. Vor allem die Sicht auf das Risiko muss aus einem neuen Blickwinkel stattfinden. Dennoch treibt Solvency II einige Blüten. Beispielsweise bestrafen die Regeln ein Duration Gap. Dies ist im derzeitigen Marktumfeld jedoch ökonomisch geboten. Wer in Zeiten von Negativzinsen rein systemhörig agiert, handelt nicht im Sinne seiner Kunden. Ein weiteres Beispiel ist die Rolle von Fremdkapital bei Immobilieninvestments in Fonds. Wenn bereits ein kleiner Fremdkapitalanteil bei einer auf zehn Jahre vermieteten Immobilie in München zu einer deutlich höheren Risikoeinschätzung führt, geht das aus meiner Sicht in eine falsche Richtung. Durch Solvency II entstehen Wirkungsmechanismen, die nicht immer im Sinne einer tragfähigen Geldanlage sind. Darüber sollte man nachdenken. Hinzu kommt der Aufwand für das Reporting, der ebenfalls nicht zu negieren ist. →





*Bei Infrastrukturinvestments sind bei der Managerauswahl Erfahrung und ein positiver Track Record für uns essenziell.“*

*Thomas Heigl*

Heigl: Ich denke da auch an das Thema Infrastrukturinvestments. Diese müssen bis zu 59 Prozent mit Eigenkapital hinterlegt sein. Angesichts der Dringlichkeit von Investitionen in diesem Bereich ist das nicht zielorientiert. Hier ist nicht zuletzt der Gesetzgeber gefragt, bessere Rahmenbedingungen zu schaffen.

**TiAM: Wie sieht die Asset Allocation denn in Ihrem Hause aus, Herr Sievert?**

Sievert: Wir haben uns während der vergangenen fünf bis sechs Jahre geöffnet. Die Fixed-Income-Quote liegt inklusive der Hypotheken bei rund 80 Prozent. Zuletzt haben wir uns verstärkt auf europäische und außereuropäische Anleihen fokussiert. Letztere sichern wir oftmals gegen Währungsrisiken ab. Auch bei Immobilieninvestments haben wir aufgestockt und liegen derzeit bei rund acht Prozent. Unsere Aktienquote fällt mit unter zwei Prozent vergleichsweise bescheiden aus. Diesen Bereich haben wir in den vergangenen Krisenjahren relativ zurückhaltend behandelt und wollen angesichts der gestiegenen Risiken dem Markt nicht hinterherlaufen. Eine wichtige Säule sind auch alternative Investments, die wir in den letzten Jahren ausgebaut haben und künftig noch stärken könnten.

**TiAM: Wo sind Sie bei den Alternatives bereits engagiert?**

Sievert: Die längsten Erfahrungen haben wir mit Investments in erneuerbare Energien. Wenn man Infrastruktur breiter fasst, befinden wir uns sicherlich in Teilen auch noch in einem Lernprozess.



**Skeptisch:** Thomas Heigl, Vorstand der Bayerischen, hat sich bereits darauf eingestellt, dass die Phase von Niedrig- und Negativzinsen noch zehn Jahre anhält

**TiAM: Ein gutes Stichwort, um nach Infrastrukturinvestments zu fragen. Was gehört für Sie alles zu dieser Anlageklasse?**

Robert Massing: Wir verstehen darunter die Dinge des täglichen Bedarfs. Konkret bedeutet das Energie und Versorgung, Transport und Verkehr, Telekommunikation und Public-Private-Partnership. Oftmals wird der Begriff der Infrastruktur auch weiter gefasst. Beispielsweise gab es zuletzt die Möglichkeit, in Bankautomaten zu investieren. So weit geht unsere Definition nicht. Ich denke, es ist wichtig, dass man damit Bereiche benennt, die für den täglichen Bedarf wirklich essenziell sind.

**TiAM: Wieso passen Infrastrukturinvestments eigentlich so gut zu Versicherungsunternehmen?**

Massing: Es gibt auf der Zeitebene eine gewisse Deckungsgleichheit. Im Bereich der Infrastruktur hat die Regulierung den großen Vorteil, dass Planungssicherheit herrscht. Natürlich unterliegen solche Investments immer auch einem gewissen politischen Risiko, doch grundsätzlich sind

diese Anlagen langfristig kalkulierbar. Das ist genau das, was Versicherungen oder auch Pensionskassen wünschen. Hinzu kommt eine Art Inflationsschutz. Wenn die Zinskurve ansteigt, sorgt die steigende Teuerung für einen indirekten Inflationsschutz.

**TiAM: Wie beurteilen Sie den Markt für Infrastrukturinvestments in Europa?**

Massing: In Kontinentaleuropa wird man kaum einen Dachfonds finden, der eine längere Erfahrung mit Infrastrukturinvestments hat, als fünf oder sechs Jahre. Aus diesem Grund arbeiten wir mit einem Partner zusammen, der diese Erfahrung seit 2004 – zunächst mit Investments für die eigene Unternehmensgruppe – gesammelt hat. Dieser Punkt ist aus unserer Sicht sehr wichtig. Viele Investoren drängen heute in den Bereich der Infrastruktur, ohne die nötige Expertise zu haben. Um eine qualifizierte Selektion durchzuführen, wird aber Erfahrung und Know-how benötigt. Hinzu kommt, dass die wirklich guten Fonds inzwischen zugangsbeschränkt sind.



**TiAM: Herr Kellermann, stimmen Sie mit der Definition von Infrastruktur überein?**

Robert Kellermann: Die Definition kann man so stehen lassen. Im Detail muss man aber genauer hinschauen. Wir engagieren uns nur im Bereich Core-Infrastruktur und damit sehr konservativ. Für uns gehört zu Core der Bereich Transport mit beispielsweise Flughäfen bestimmter Größe und Relevanz sowie Personenzügen, nicht dazu gehören Schiffsfähren, Busunternehmen oder Parkuhren. Energieversorgung ist für uns Core, wenn es sich typischerweise um staatlich regulierte Energiemärkte mit zu meist regulierten Einkommensströmen handelt.

**TiAM: Und ist das auch für Sie eine junge Anlageklasse?**

Kellermann: Ja und nein. Als Investitionsform ist Infrastruktur eine relativ junge Anlageklasse. Technisch gesehen gibt es aber eine sehr umfangreiche und langfristige Datenlage und somit in vielen Bereichen lange Erfahrungswerte, weshalb Investitionen ganz sicher keine Black Box sind.



**TiAM: Herr Heigl, auf welchem Weg investieren Sie in Infrastruktur?**

Heigl: Wir bevorzugen Dachfonds. Uns ist es besonders wichtig, Risiken zu streuen. Ebenfalls achten wir auf die Auswahl der Manager. Dabei sind Erfahrung und ein positiver Track Record für uns essenziell.

Sievert: Auch für uns ist die Diversifikation der Schlüssel – gerade im Bereich der erneuerbaren Energien. Wenn es um Infrastruktur im weiteren Sinn geht, bauen auch wir auf Dachfonds mit internationaler Ausrichtung. Die Aufgabe der Fondsselektion lagern wir indes bewusst aus.



**TiAM: Worauf kommt es Ihnen bei Dachfonds an?**

Sievert: Wir haben intern Kriterien entwickelt, nach denen wir unsere Partner aussuchen. Ich denke, das wird bei jedem institutionellen Anleger so sein. Konkret kommt es darauf an, dass eine große →

Konzentriert: Robert Massing (Bild oben), Robert Kellermann (Mitte), TiAM-Redakteur Ronny Kohl (unten)



**Robert Massing**

*Vorstand, Solutio*

*Robert Massing ist im Vorstand der Solutio AG dafür verantwortlich, alternative Assetklassen für institutionelle Investoren investierbar zu machen. Dabei wählt das Unternehmen für jede Anlageklasse die jeweils geeignetsten Asset-Manager aus.*



**Frank Sievert**

*Vorstand, uniVersa*

*Frank Sievert ist seit vier Jahren im Vorstand der uniVersa Versicherungsgruppe als CFO tätig und verantwortet die Ressorts Kapitalanlagen, Rechnungswesen und Recht. Die uniVersa hat 5,2 Milliarden Euro unter Verwaltung.*

**Alternatives sind für uns eine wichtige Säule – diesen Bereich könnten wir uns vorstellen, künftig weiter zu stärken.“**

*Frank Sievert*





**Optimistisch:** Frank Sievert (l.), Vorstand der uniVersa, sieht Diversifikation als Schlüssel zu Infrastrukturinvestments; Robert Kellermann (r.) betont die Wachstums- und Renditechancen gerade für kleinere Infrastrukturprojekte

Transparenz herrscht und wir als Investoren auf dem Laufenden bleiben.

Heigl: Regulatorische Unterstützung ist ein wichtiger Bereich, der inzwischen von vielen Anbietern abgedeckt wird. Eine weitere wichtige Säule ist wie erwähnt die Auswahl der Zielfondsmanager. Hier muss ein Fund-of-Funds seine Stärken ausspielen.

Kellermann: Bei deutschen Investoren fällt auf, dass das Interesse an Fund-of-Funds-Lösungen weiter hoch ist. Ihre Aussagen bestätigen das. Können Sie sich vorstellen, irgendwann stärker auf Einzelfonds zu setzen? Im Ausland geht der Trend klar zu dieser Produktgattung – gerade wegen der Kosten.

Heigl: Große Gesellschaften können sich die nötige Expertise und Manpower aufbauen und in Single Funds investieren. Wir als mittelständischer Versicherer gehen da andere Wege. Trotzdem können wir uns auch Single Funds vorstellen. Bisher fehlt es aber an guten Angeboten. Wir bleiben daher vorsichtig, planen aber, ein spezielles Mandat im Bereich der erneuerbaren Energien aufzulegen. In dieses Produkt können Kunden dann auch direkt über fondsgebundene Policen investieren.

Massing: Ich denke, dass hier die Größe der deutschen Kapitalsammelstellen eine Rolle spielt. Hier gibt es im internationalen Vergleich eher kleinere Versicherungen oder Versorgungswerke. Wer als Investor große Volumina auf sich vereint, kann im Bereich der Fondsselektion eigenes Perso-

”

*Wir sind auf kleine und mittlere Investoren spezialisiert. Ab fünf Millionen Euro lässt sich ein diversifiziertes Dachfondsinvestment gut abbilden.“*

Robert Massing

”

*Auch wenn Infrastruktur eine relativ junge Anlageklasse ist, gibt es doch langfristige und umfangreiche Erfahrungswerte.“*

Robert Kellermann

nal einfacher aufbauen. Ich plädiere daher dafür, den oft angeführten Kostenaspekt im zeitlichen Ablauf zu betrachten. Erst nach Jahren und unter Berücksichtigung der Rendite sollte man die Kosten beurteilen. Entscheidend ist, was unterm Strich steht. Wenn Dachfonds einen Mehrwert bieten, rechnen sich auch die Gebühren.

**TiAM: Sie haben schon Erfahrung mit Infrastruktur. Worauf sollten Investoren aus Ihrer Sicht insbesondere achten?**

Sievert: Ich würde vor allem kleineren Häusern regulierte Produkte empfehlen. Es gibt immer auch Angebote an auf den ersten Blick attraktiven Offshore-Standorten. Der regulative Aufwand ist aber zu groß.

Heigl: Wichtig sind natürlich auch die Gebühren. Diese können gern eine Performance-Fee beinhalten. Wenn ein Manager gute Arbeit macht, darf er daran verdienen. Fixe Kosten sollten aber niedrig sein. Weiterhin können Investoren auf Rahmendaten wie Fremdkapitalquoten etc. achten. Diese Präferenzen sind jedoch individuell.

**TiAM: Ab welchen Beträgen können Investoren auf Sie zukommen?**

Massing: Wir sind auf kleine und mittlere Investoren aus Deutschland und Österreich spezialisiert. Ab fünf Millionen Euro lässt sich aus unserer Sicht bereits ein diversifiziertes Dachfondsinvestment gut abbilden.

Heigl: Wir würden so kleinteilig nicht anfangen. Wir halten die Marke von zehn Millionen Euro für eine Untergrenze.



Massing: Selbstverständlich gibt es eine kritische Größe, da ja auch die Due Diligence gemacht werden muss und andere Kosten anfallen. Daher raten auch wir zu größeren Investitionsbeträgen. Wer aber aus welchen Gründen auch immer einstellige Beträge investieren will, kann das durchaus erfolgreich tun.

**TiAM: Welche Projektgrößen halten Sie für attraktiv, Herr Kellermann?**

Kellermann: Wir fühlen uns am unteren Ende des Marktes sehr wohl. Wir sehen vor allem bei Projekten unterhalb der Milliardengrenze einen attraktiven Markt und beteiligen uns dabei mit 30 bis 70 Millionen Euro. Vorteil dieser Projekte ist, dass sie unter dem Radar großer Fonds sind. Dies bietet Investoren auch heute noch gute Chancen. Um an diese Projekte zu kommen, ist allerdings nicht zuletzt ein gutes Netzwerk wichtig.

**TiAM: Wie muss ich mir die Due Diligence bei Ihnen vorstellen?**

Kellermann: Wenn sich ein Geschäft anbietet, analysieren wir die Rahmenbedingungen inhouse. Besonders wichtig ist dabei, dass wir regulative Veränderungen, die in den jeweiligen Ländern auf uns zukommen könnten, berücksichtigen. Anschließend verfassen wir ein Final-Investment-Proposal, das wir unserem Investmentkomitee vorlegen. Dieses entscheidet dann, ob ein Investment eingegangen wird.

**TiAM: Und wie gestaltet sich bei SL Capital Partners der Controlling-Prozess?**

Kellermann: Entweder sind wir nur Teilnehmer mit einer Minderheit. In dem Fall nutzen wir unseren detaillierten Einblick in sämtliche Daten. Da wir auch langjährig im Bereich Private Equity engagiert sind, sind uns diese Prozesse sehr vertraut. Bei Mehrheitsbeteiligungen sind wir Betreiber und haben ohnehin die Kontrolle.

**TiAM: Bundeswirtschaftsminister Gabriel hat private Investitionen in Infrastruktur angeregt. Wie beurteilen Sie das?**

Kellermann: Ich habe den Eindruck, in Deutschland ist man privaten Investments in öffentliche Infrastruktur gegenüber noch zu skeptisch eingestellt. Dies zu verändern ist ein schleppender Prozess.

Massing: Auf der anderen Seite sieht man einen klaren Finanzierungsbedarf, gerade bei Kommunen. Wie viele Gemeinden mussten schon Schwimmbäder und andere öffentliche Einrichtungen schließen? Langfristig wird kein Weg daran vorbei führen, bei privaten Investments in öffentliche Infrastruktur neue Wege zu gehen. Die Nachfrage der Investoren ist da, man muss sie nur nutzen.

**TiAM: Sind solche Projekte nicht zu klein?**

Kellermann: Ich glaube, das würde der Markt regeln. Die Anlageverordnung könnte auch hier Anreize setzen. Entscheidend ist, dass Angebot und Nachfrage zusammenkommen und Projekte entstehen, die für alle Seiten einen Nutzen bringen. Infrastrukturinvestments sind gefragt. Ich glaube daher, dass der Markt noch weiter wachsen kann. ■



**Thomas Heigl**  
Vorstand, Die Bayerische

*Thomas Heigl ist seit zwei Jahren Vorstand bei der Bayerischen. Zuvor war der Diplom-Kaufmann als Wirtschaftsprüfer tätig. Die Bayerische ist in Deutschland aktiv und fokussiert sich auf das Geschäft mit Lebens- und Sachversicherungen.*



**Robert Kellermann**  
Head of DACH Sales, SL Capital Partners

*Robert Kellermann arbeitet seit zwei Jahren für SL Capital Partners. Das Private-Markets-Haus des schottischen Versicherers Standard Life bietet Drittkunden seit 1999 Private-Equity-Dachfonds an und hat seine Produktpalette seitdem stetig erweitert.*

## INVESTIERBARE REAL-ASSET-FONDS

### APPIA GLOBAL INFRASTRUCTURE PORTFOLIO II

Die Solutio AG bietet derzeit das APPIA Global Infrastructure Portfolio II zur Zeichnung an. Joint-Venture-Partner ist UBS Alternative Funds Advisory. APPIA II bietet mit einer einzigen Beteiligung ein Kernportfolio der Assetklasse Infrastruktur mit Fokus auf Europa und Nordamerika. Die Investments erfolgen zu mindestens 85 Prozent in Brownfield zur Generierung laufender, stabiler Cashflows. Durch eine breite Diversifikation über Segmente, Regionen, Manager und Auflagejahre wird die Reduzierung des operationellen Risikos angestrebt. Die Investitionen erfolgen hauptsächlich in Primärprogramme mit opportunistischer Beimischung von Sekundärinvestments. Der Portfolioaufbau begann im Mai 2016 und hält bereits vier Primär- und ein Sekundärinvestment. Infos: [www.solutio.ag](http://www.solutio.ag)

### SL Capital Infrastructure I

Der SL Capital Infrastructure I ist der aktuelle Infrastrukturfonds der in Edinburgh beheimateten SL Capital Partners, einem Unternehmen der Standard Life Gruppe. Der Fonds investiert direkt in europäische Core-Infrastrukturprojekte, insbesondere in Brownfield-Projekte der Energieversorgung und des Transports, wobei etwa 50 Prozent im Vereinigten Königreich und 50 Prozent in Kontinental- und Nordeuropa investiert werden sollen. Dabei engagiert sich der Fonds im unteren Größensegment möglicher Projekte, da gerade hier geringerer Wettbewerb herrscht. Bis dato wurden drei Investments in den Segmenten Wasserkraft, Gasnetzwerk und Personenzüge getätigt. Das Zielvolumen beträgt 400 Millionen Pfund. Der Fonds sieht eine zwölfjährige Laufzeit mit Verlängerungsoption vor. Infos: [www.slcapital.com](http://www.slcapital.com)