

bAV-Prax Advertorial – Infrastrukturanlagen im Rahmen von Pensionsvermögen:

Ein Bericht aus der Praxis

von Jens Veit und Christoph Manser, Baden-Baden; Frankfurt am Main, 2. September 2020

Jens Veit, Portfoliomanager der Baden-Badener Pensionskasse VVaG (bbp), berichtet über den Aufbau einer neuen Anlageklasse und gibt Einblick in die Erfahrungen im durchgeführten Investmentprozess. Christoph Manser spricht mit ihm über Ziele und Erfahrungen bei der Etablierung von Infrastrukturinvestments als weiteren Portfoliobaustein.

Herr Veit, wer ist die Baden-Badener Pensionskasse VVaG und welcher Tätigkeit gehen Sie nach?



Jens Veit, Baden-Badener Pensionskasse VVaG.

Die Baden-Badener Pensionskasse VVaG (bbp) ist die Altersvorsorgeeinrichtung der ARD-Landesrundfunkanstalten, von Deutscher Welle, Deutschlandradio und einigen ARD-Beteiligungs-gesellschaften für die unbefristet angestellten Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Die bbp ist der Rückversicherer ihrer Mitglieder für deren Leistungen aus arbeitgeberfinanzierten Pensionszusagen (Versorgungstarifvertrag – VTV) sowie des aktuellen beitragsorientierten Tarifvertrages (BTVA). Zusätzlich bietet die bbp verschiedene Formen der Direktversicherung an. Seit dem Sommer 2019 ist auch das ZDF Mitglied der Kasse.

Wie ist die bbp zur aktuellen strategischen Investmentaufteilung des Pensionsvermögens und hier konkret zu der Anlageklasse Infrastruktur gekommen?

Die bbp führt als Teil ihres Investmentprozesses in regelmäßigen Abständen umfangreiche Untersuchungen ihrer Verpflichtungsstruktur im Abgleich mit dem Anlagevermögen durch. Die letzte Studie dazu wurde 2017 erarbeitet und befindet sich derzeit in der Aktualisierung. Die Anlageklasse Infrastruktur wurde damals von dem Vorstand Kapitalanlagen, Gerhard Monsberger, neu in den Anlagekatalog integriert, da unter anderem die lange Kapitalbindungs-dauer sehr gut zur jungen und stark wachsenden Pensionskasse passten.

„Von Infrastrukturbeteiligungen erwartete der Vorstand vor allem eine niedrige Korrelation zu den anderen Anlageklassen der Strategischen Asset Allokation sowie stabile Cashflows.“

Die Ergebnisse der Studie empfahlen letztlich einen Ausbau der Eigenanlagen in Zinsträger und eine Investition in Alternative Investments. Da Infrastrukturinvestments bislang in der Kasse nicht getätigt wurden, musste vor Erstinvestition ein umfänglicher Neue-Produkte-Prozess durchgeführt werden. Die ersten Zusagen für entsprechende Investment-strategien erfolgten dann im ersten Quartal 2018.

Welche Erwartungen hatte die bbp an die Anlageklasse?

Von Infrastrukturbeteiligungen erwartete der Vorstand vor allem eine niedrige Korrelation zu den anderen Anlageklassen der Strategischen Asset Allokation sowie stabile Cashflows. Die über dem risikolosen Zins erzielbaren Renditen und Illiquiditätsprämien nach Kosten begründen den Einsatz als weiteren wichtigen Portfoliobaustein. Darüber hinaus sollte durch Sachwertinvestitionen ein gewisser Inflationsschutz mit der Anlageklasse einhergehen. Auch die zukünftige transparente Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien steht hier im Fokus.

Korrelationsmatrix	Global Equities	Listed Global Infrastructure	Unlisted Global Infrastructure*
Global Equities	1,00		
Listed Global Infrastructure	0,81	1,00	
Unlisted Global Infrastructure*	0,57	0,51	1,00

Historical Data: Global Equities & Listed Global Infrastructure: 06/2008 – 03/2019, Unlisted Infrastructure: 12/2008 – 09/2019, note the shift of two quarters of NAVs of unlisted infrastructure investments relative to market prices of the other asset classes. Quelle: Swiss Life Asset Managers, eigene Berechnung und Darstellung.

Wie ist das Team bei der Managerauswahl vorgegangen, und welche Kriterien wurden berücksichtigt?

Das Team der Kapitalanlage beobachtet fortwährend den Markt sowie die Anbieter und deren Produkte. Die Sichtung von Managern erfolgt zunächst nach einer Vorprüfung in Bezug auf das festgelegte bbp-Strategieprofil. Zusätzlich stehen wir bei der Managerauswahl im engen Austausch mit unserer KVG. Auf folgende Punkte achten wir beim Auswahlprozess besonders:

- Managerqualität und Historie
- Fondskonstruktion (VAG-Konformität, Verbriefung, Kosten)
- Transparenz des Produkts
- Prüfung der Pipeline sowie Seed Assets
- Reportinganforderungen und gegebenenfalls Mitspracherecht
- Die beidseitig (KVG, bbp) gesichteten Offerten werden in regelmäßigen Abständen abgeglichen
- Aus dieser Diskussion ergeben sich dann Schnittstellen für unsere SAA-Quoten je Nutzungsart. Mit diesen Anbietern wird die Long List gefüllt. Darauf aufbauend beginnt eine tiefgreifende Due Diligence der KVG um administrative, regulatorische Aspekte sicherzustellen. Auch ein Vor-Ort-Besuch findet in der Regel statt.
- Aus der Long List wird anschließend die Short List ermittelt. Nach Zweitgesprächen mit den Anbietern wird eine Zeichnung erteilt.

Welches Fazit ziehen Sie aus heutiger Sicht, und war die Anpassung der SAA im Jahr 2017 richtig?

Die vorliegenden historischen Daten und die ersten eigenen Erfahrungen bestärken den Beschluss des Vorstandes, die Anlageklasse Infrastruktur nicht nur aufzunehmen, sondern auch weiter auszubauen. Drei Jahre nach der Umsetzung als neue Anlageklasse können wir sagen, dass Infrastruktur eine Bereicherung für unsere SAA darstellt. Der anfängliche J-Kurven-Effekt konnte durch gezielte Manager- und Produktkombination nahezu geglättet werden, und die ersten Renditezahlen liegen im Bereich unserer Planungen. Der neue Portfoliobaustein erwies sich zudem als Stabilisator, da in dem schlechten Kapitalmarktjahr 2018 sowie in der aktuellen Corona-Krise die gewünschten positiven Korrelationseffekte auch tatsächlich vorhanden waren. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und zunehmend auch der Einfluss von ESG-Kriterien bestätigen zusätzlich die ursprüngliche Entscheidung.

Welche Vor- und Nachteile sehen Sie bei der Anlageklasse?

Wie auch bei anderen Anlageklassen ist Infrastruktur mit Vor- und Nachteilen verbunden. Wir sehen vor allem die attraktiven Zielrenditen als klaren Vorteil an. Der Renditeaufschlag setzt sich zusammen aus Prämien für lange Durationen, Illiquidität

sowie der Komplexität. Im Kontext des Gesamtportfolios helfen uns die Diversifikations- und Korrelationseffekte. Auch ein Durationsmatching mit der eigenen Bilanz sehen wir als wichtigen Aspekt an. Infrastrukturanlagen sind im Normalfall von kurzfristigen Marktzyklen unabhängig und damit in der Bewertung weniger schwankungsanfällig. Des Weiteren bestehen bei Kerninfrastrukturanlagen in der Regel ein natürlicher Monopolcharakter und hohe Eintrittsbarrieren, was zu einem gewissen Schutz der Geschäftsmodelle und somit der Erträge führt. Wie auch bei anderen Anlageklassen muss eine gründliche Due Diligence durchgeführt werden, um etwaige Risiken zu kennen und zu minimieren. Dazu zählen nur schwer kalkulierbare technische Risiken während der Laufzeit, der Wiederverkaufswert der Assets, regulatorische Änderungen, politische Risiken, unter Umständen hohe Fremdfinanzierungsquoten innerhalb der Beteiligungskonstrukte, der J-Kurven-Effekt und die teilweise weiterhin vorhandene Intransparenz, was die Weitergabe von Daten in Bezug auf regulatorische Anforderungen der Anleger angeht.

Wie wird die bbp beim Ausbau des Portfolios weiter vorgehen?

Die Vorgehensweise war bislang erfolgreich. Wir planen deshalb keine wesentlichen Veränderungen in unserer Prozesskette. Die Ausrichtung der SAA bezüglich Infrastruktur ist aktuell größtenteils auf Core-Investments und Brownfield in Europa aufgebaut. Ein kleinerer Anteil liegt als Satellit in Value-Add-Beteiligungen mit höherer Greenfield-Quote. Das soll auch weiterhin so bleiben, da diese Verteilung die Anforderungen der Verpflichtungsstruktur der Kasse sehr gut erfüllt.

Herr Veit, welche Fragen haben Sie an mich?

Wir versuchen in unserer Due Diligence mögliche regulatorische beziehungsweise politische Risiken der eingegangenen Projekte zu bewerten. Wie schätzen Sie die diesen Punkt ein und wo sehen Sie Gefahren, Herr Manser?



Christoph Manser, Swiss Life Asset Managers.

Im Kerninfrastrukturbereich kommt den regulatorischen Risiken eine wesentliche Bedeutung zu. Daher setzen wir uns im Ankaufsprozess für ein Asset sehr ausführlich mit der Regulierung und dem Risiko von zukünftigen Änderungen in der Regulierung auseinander. Dazu ziehen wir immer auch externe Berater hinzu (zum Beispiel Regulierungsexperten sowie Rechtsanwälte), welche uns helfen, realistische regulatorischen Annahmen zu treffen und die entsprechenden Risiken einzuschätzen. Diese Risiken quantifizieren wir als Sensitivitäten und investieren nur dann, wenn wir auch bei sich deutlich verschlechternden regulatorischen Rahmenbedingungen noch auskömmliche Renditen generieren können. Im Portfoliokontext schauen wir zudem darauf, dass wir einen guten Mix aus regulierten und unregulierten, aber hier mit langfristig vertraglich gesicherten Einnahmen, Investitionen tätigen und diese geografisch gut diversifizieren.

Sehen Sie zukünftig strukturelle Veränderungen für die Asset Klasse, was die Regulation der Vehikel insbesondere mit Blick auf Transparenz und Durchschau angeht?

Kerninfrastruktur als Anlageklasse ist noch relativ jung, erfreut sich aber wegen der stabilen Cash Flows und dem realwirtschaftlichen Bezug hoher Beliebtheit bei Investoren. Mit dem zunehmenden Appetit der Investoren steigen auch die Anforderungen hinsichtlich Reporting, Transparenz und Struktur der Investitionsvehikel. Wir als Swiss Life Asset Managers, die neben den Geldern unserer Drittinvestoren auch das Geld unserer Konzerngesellschaften verwalten, beobachten diese Entwicklung sehr genau und gehen auf die Anforderungen unserer Anleger ein.

Wäre aus Ihrer Sicht eine eigene Quote in der Anlageverordnung für Infrastrukturinvestments sinnvoll?

Aus meiner Sicht wäre eine eigene Quote für die Anlagen in Infrastruktur, vergleichbar zu der bestehenden Immobilienquote, sinnvoll. Dies würde es Investoren erleichtern, sich der Anlageklasse zu nähern, da sich komplexe Strukturierungsthemen verringern würden. Zudem würde es aus meiner Sicht zu mehr Klarheit führen.

Wie verhalten sich andere Kunden?

Wir stellen bereits seit einigen Jahren ein wachsendes Interesse von Corporates sowie von deutschen Versorgungswerken, Pensionskassen und Versicherungen an der Anlageklasse Infrastruktur fest. In den letzten 18 Monaten hat sich dieses Interesse nochmals akzentuiert. In Bezug auf die Managerauswahl sehen wir von Investoren sehr ähnliche Herangehensweisen, wie Sie diese für die bbp beschrieben haben. Insbesondere gilt dies für das Schwergewicht auf Kerninfrastruktur und den Fokus auf etablierte, transparente Manager.

Welchen Einfluss wird die Berücksichtigung von ESG-Kriterien haben?

Swiss Life Asset Managers ist seit 2018 Mitglied von GRESB. Bereits seit einigen Jahren berücksichtigen wir ESG-Kriterien im DD-Prozess und fokussieren uns im laufenden Asset Management unter anderem darauf, die ESG-Performance unserer Portfoliogesellschaften laufend zu verbessern. Wir haben dieses Jahr auch unseren ersten ESG-Report publiziert und sehen ESG als wesentlichen Baustein unseres aktiven Asset Managements. Wir erwarten langfristig einen klar positiven Einfluss auf die Performance unserer Investitionen.

Jens Veit ist Portfolio Manager der Baden-Badener Pensionskasse VVaG.

Christoph Manser ist Head of Infrastructure Investments der Swiss Life Asset Managers.

Von Autorinnen und Autoren der Swiss Life Gruppe sind zwischenzeitlich bereits auf LEITERbA Verschieden:

Von BFH, GGF, bAV und vGA:

Die Entkräftung der Indizwirkung

14. Mai 2019, in der Volume I der *Tactical Advantage*

Auslagerung von Pensionszusagen auf Pensionsfonds:

Soweit so klar. Oder doch nicht?

7. August 2019

6a mal anders (II):

Steuerschädlichkeit von Abfindungsklauseln in Pensionszusagen

11. November 2019

PSV setzt BGH-Urteil um:

Weniger, genau oder mehr als 50%?

26. März 2020

Auslagerung von Pensionszusagen auf Pensionsfonds (II):

Kein Münchner Schub für das Outside Funding

22. April 2020

Eher Bilanzhelfer als Renditeturbo

von Hubertus Harenberg, 29. April 2020.

Aktienrisiken zwischen Minimum Volatility und Overlay:

Pensionsvermögen jetzt krisenfester positionieren

von Michael Haitz, 3. Juni 2020.

Infrastrukturanlagen im Rahmen von Pensionsvermögen:

Ein Bericht aus der Praxis

von Jens Veit und Christoph Manser, 2. September 2020

Kontakt:

Veith Riebow

Sales Director – Institutional Clients

Third-Party Asset Management Germany

Tel.: +49 69 240031-432

Email: veith.riebow@swisslife.de

Sascha Beisheim

Swiss Life Asset Managers

Sales Director – Institutional Clients and Pension Solutions

Third-Party Asset Management Germany

Hochstraße 53

60313 Frankfurt am Main

Tel.: +49 69 2400 31 4 31

Email: sascha.beisheim@swisslife.de

Internet: www.swisslife-am.com

Advertorial mit freundlicher Unterstützung von:



Alle Inhalte auf **LEITERbAV**, und damit auch der vorliegende, einschließlich der über Links gelieferten Inhalte, richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte und einschließlich der über Links gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu dar. **LEITERbAV** (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige IT-Schäden, Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn **LEITERbAV** (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. **LEITERbAV** und seine gesamten Inhalte und Werbeeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb von **LEITERbAV** in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart. © 2020 Pascal Bazzazi – **LEITERbAV**. Die hier veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.