

Vorschlag einer ökonomisch adäquaten Stress-Test Benchmark für Infrastruktur Eigen- kapital

- Derzeit wird im Rahmen von Stress-Tests als Benchmark auch für die Asset Klasse Infrastruktur Eigenkapital der EuroStoxx 50 Aktienindex herangezogen
- Aufgrund der inzwischen ausreichend langen Historie der Anlageklasse Infrastruktur und der methodischen Weiterentwicklungen gibt es jetzt besser geeignete Benchmarks
- Es wird vorgeschlagen die EDHEC Infra300 Benchmark als Alternative zu prüfen

1. Einleitung aus Sicht der IDI

Die IDI ist eine unabhängige Plattform, die sich für die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands durch Investitionen in essenzielle Infrastruktur engagiert. Mitglieder sind alle relevanten Interessengruppen, v.a. Vertreter deutscher Altersvorsorgeeinrichtungen, wie z.B. Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionskassen, die branchen- und Regionen übergreifend ein Kapitalanlagevermögen von zusammen rund 400 Mrd. EUR repräsentieren.

Vor dem Hintergrund, dass in den kommenden Jahren enorme Investitionen in die deutsche Infrastruktur zur Sicherstellung der internationalen Wettbewerbssituation erforderlich sind, unterstützt die IDI ein gemeinsames, partnerschaftliches Vorgehen von Politik, Öffentlichkeit und der Investorenseite. Infrastrukturinvestitionen haben sich zu einer etablierten und resilienten Anlageklasse entwickelt und sind seit mehr als 10 Jahren fester Bestandteil der Portfolios institutioneller Investoren. Die verstärkte Mobilisierung von privatem Kapital ist daher ein Schlüsselement zur Schließung der Finanzierungslücke.

Vor diesem Hintergrund ist es ein elementares Anliegen der IDI diese Mobilisierung von privatem Kapital durch eine Anpassung und Modernisierung der regulatorischen Rahmenbedingungen zu unterstützen. Aus einem denkbaren Maßnahmenbündel heraus wäre die Einführung einer passenden Benchmark für die Stresstests der institutionellen Portfolien von Pensionskassen ein wichtiger erster Schritt in die richtige Richtung.

2. Beschreibung des Benchmark-Problems (Derzeit Aktienindex statt spezifischer Benchmark für die Anlageklasse Infrastruktur Eigenkapital) und mögliche Lösung durch EDHEC

Benchmark

Investoren aus dem Bereich der deutschen Altersvorsorge investieren in Infrastruktur als eigenständige Anlageklasse. Die Anlageklasse Infrastruktur Eigenkapital lässt sich anhand verschiedener Merkmale von verwandten Anlageklassen wie Private Equity, börsennotierten Aktien oder Immobilien abgrenzen: Infrastruktureigenkapitalanlagen weisen bestimmte Eigenschaften aus, hierunter fallen etwa stabile und stetige Cashflows, hohe Kapitalintensität, Langfristigkeit, Inflationsschutz und einer geringen Abhängigkeit vom Wirtschaftszyklus. Infrastrukturanlagen werden typischerweise den Sektoren Versorgung, Kommunikation, Erneuerbare Energien, Transport und Verkehr, Soziale Infrastruktur, sowie Energie zugeordnet. In der Regel erfolgen Investments in nicht-börsennotierte Infrastruktureigenkapital entweder direkt (einzelne Infrastrukturanlagen / Infrastrukturprojekte) oder über Fondsvehikel (geschlossene Zielfonds).

Derzeit werden Stresstests für die Anlageklasse Infrastruktur Eigenkapital unter Zuhilfenahme des Aktienindex EuroStoxx50 durchgeführt (Zu den Grundlagen: BaFin „Sammelverfügung zum Stresstest für Pensionskassen“ und „Technische Spezifikationen zur Befüllung der Stresstest-Erfassungstabelle“). Bei diesem Ansatz werden die spezifischen Merkmale der Anlageklasse Infrastruktur Eigenkapital jedoch nicht berücksichtigt. Entscheidend hierbei ist die historisch geringe Korrelation der Anlageklasse zu börsennotierten Aktien, sowie die Resilienz in Extremszenarien. In der Vergangenheit waren die verfügbaren Optionen für das Benchmarking von Infrastruktur allesamt problematisch. Börsennotierte Aktienindizes erfassen nicht die Merkmale der Anlageklasse, und Versuche, die Renditeentwicklung von Infrastruktur-Fonds aus Datenbanken zu aggregieren, liefern aufgrund von Problemen mit der Renditeglättung und der Stichprobenauswahl unrealistisch niedrige Risikomesswerte.

Die Entwicklung der „Asset-Level“ Indizes von EDHEC Infrastructure bietet hierfür einen möglichen Lösungsansatz.

3. Warum genau diese Benchmark und Beschreibung des Inhalts der Benchmark

Für die Erstellung des EDHEC-Index (EDHEC Infra300) wird ein Universum an Infrastruktur-Assets zusammengestellt, die verschiedene Kriterien erfüllen müssen:

- Nicht-börsennotiert und nicht im Eigentum der öffentlichen Hand. Hiermit wird sichergestellt, dass das für Infrastruktur-Anleger relevante Investment-Universum erfasst wird.
- Transparent: historische finanzielle Daten müssen öffentlich zugänglich sein (z.B. über Handelsregistereinträge) oder von den Eigentümern der Anlagen zur Verfügung gestellt werden.

- Unter der TICCS-Methodologie¹ klassifizierbar sein. Hierbei wird sichergestellt, dass berücksichtigte Infrastrukturanlagen einer einheitlichen Definition von Infrastruktur unterliegen. Die Definition umfasst das Risikoprofil des Unternehmens (vor allem in Bezug auf Regulierung und Verträge), Sektoren (Erneuerbare Energien; Umweltdienste; Versorger; Dateninfrastruktur; soziale Infrastruktur; Verkehr & Transport; Stromerzeugung, Erneuerbare Energien; Energie- und Wasserressourcen), Geoökonomische Position und Corporate-Governance-Profil.

In der Bewertung der Anlagen werden die Finanzmodelle von Infrastrukturanlagen zu Grunde gelegt und jede Anlage wird anhand eines individuellen Discounted-Cashflow-Modells mit einem standardisierten Ansatz bewertet. Die Bewertungen werden monatlich neu durchgeführt. Auf diese Weise werden z.B. Zinsänderungen ohne Verzögerung in der Wertentwicklung berücksichtigt. Analysen des Anbieters zeugen von der Belastbarkeit dieser Bewertungen². Mit dieser Methode wird ein transparentes Portfolio aus nachvollziehbaren Bewertungen zusammengestellt und für die Index-Berechnung eingesetzt. Hieraus ergibt sich ein Index mit monatlichen Datenpunkten auf dessen Basis Risikostatistiken berechnet werden können.

Die Volatilität des Index von 10,25 %³ wirkt glaubwürdig, insbesondere im Vergleich zu Datenbank-basierten Zahlen von ca. 3%⁴. Der beobachtete Maximum Drawdown des Index im Beobachtungszeitraum 2000 – 2022 beträgt 14,66 %⁵. Der EDHEC-Index zeigt auch eine moderate Korrelation zum Aktienmarkt von ca. 0,3⁶.

	EDHEC-Index
Volatilität	10,25%
Maximum Drawdown (2000-2022)	14,66 %
Korrelation zum Aktienmarkt	0,3

Stellt man den EDHEC Infra 300 Index einem real investierten Referenz-Portfolio deutscher Altersvorsorgeinvestoren gegenüber, so zeigt dieser sich im Hinblick auf die regionale (Schwerpunkt Europa mit ca. 70%) und die sektorale Aufteilung vergleichbar.⁷ Ebenso gilt dies für die Risiko und Rendite-Kennzahlen des Index versus des tatsächlichen Referenz-Portfolios⁸.

4. Vorschlag für nächste Schritte

¹ [TICCS_2018_light.pdf \(infrastructure.institute\)](#)

² [EDHECinfra_2021_Valuation_Model.pdf \(infrastructure.institute\)](#)

³ Quelle: infraMetrics, 10-Jahre, annualisiert, stand September 2023

⁴ Quelle: Palladio Partners Berechnung auf Basis Preqin Daten, stand Juni 2023

⁵ EDHECinfra July 2022 „Is Infrastructure Shockproof“

⁶ Quelle: Palladio Partners Berechnung auf Basis EDHEC Infra300 Daten, stand Juni 2023

⁷ Europa inklusive UK, EDHEC Infra300, stand September 2023

⁸ Palladio Partners Paper; White Paper: „Auf der Suche nach einer adäquaten Benchmark in der Anlageklasse Infrastruktur - Welche Benchmarks eignen sich?“ Sektorale Schwerpunkte: Verkehr und Transport, Versorgung, Erneuerbare Energien

In dem Maße, in dem sich Infrastrukturinvestitionen als eigenständige Anlageklasse in der Asset Allokation institutioneller Anleger etablieren konnte, haben der Finanzaufsicht unterworfenen Anleger – insbesondere Versicherungsunternehmen sowie die Einrichtungen der berufsständischen und betrieblichen Altersvorsorge - Initiativen ergriffen, die Anlageklasse Infrastruktur einer angemessenen aufsichtsrechtlichen Behandlung zuzuführen.

Dies hat zu ersten, punktuellen Erfolgen geführt: Für Investoren, die dem Solvency II-Regime unterliegen, wurde 2016 eine verminderte Eigenkapitalanforderung für die sogenannte „qualifizierte Infrastruktur“ eingeführt. In benachbarten Jurisdiktionen, wie der Schweiz, wurde im Jahr 2020 Infrastruktur als eigenständige Anlageklasse mit einer Quote von 10 % für kapitalgedeckte Altersvorsorgeeinrichtungen etabliert (s. Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, BVV 2).

Die Finanzaufsicht des Bundeslands Nordrhein-Westfalen erlaubt seit 2021 unter gewissen Auflagen berufsständischen Versorgungswerken eine Infrastrukturquote von 5 %. In diesem Kontext wird auch seitens derjenigen Altersversorgungseinrichtungen, die der Regulierungskaskade EbAV II-Richtlinie, Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), Anlageverordnung samt nachgelagerter Rundschreiben und Stress-Test unterliegen, eine veränderte aufsichtliche Wahrnehmung von Infrastruktur sowohl als eigenständige Anlageklasse als auch unter Risiko- und Ertragsgesichtspunkten gefordert. Wie die Ergebnisse der vorliegenden Analyse zeigen, ist eine Gleichstellung von Infrastruktur- mit Aktienrisiken im Stress-Test nicht sachgerecht.