



BAI Infrastruktur Report Deutschland 2026

**Wege für institutionelles Kapital in kommunale
Infrastruktur und aktueller Deep Dive in die Portfolios
deutscher Investoren**

Juni 2026

© Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Inhalt

| | |
|--|-----------|
| Executive Summary | 5 |
| 1. Institutionelles Kapital in kommunaler Infrastruktur in Deutschland | 7 |
| 1.1. Einleitung: Investitionsoffensive des Bundes und die mögliche Einbindung von Investoren und Asset Managern bei der Infrastruktur-Transformation | 7 |
| 1.2. Der Finanzierungsbedarf in kommunaler Infrastruktur | 8 |
| 1.3. Marktüberblick zu institutionellem Kapital in kommunaler Infrastruktur | 10 |
| 1.3.1. Aktivitäten von Asset Managern in kommunaler Infrastruktur nach Sektor | 11 |
| 1.3.2. Analyse des Risiko-Rendite-Verhältnisses kommunaler Infrastruktur mittels Kreditausfalldaten | 14 |
| 1.3.3. Zusammenfassung: Marktüberblick zu institutionellem Kapital in kommunaler Infrastruktur | 17 |
| 1.4. Hemmnisse für Asset Manager in kommunale Infrastruktur zu investieren | 17 |
| 1.4.1. Mangelnde Strategien der Asset Manager als Hemmnis..... | 18 |
| 1.4.2. Die Risiko-Rendite-Struktur kommunaler Infrastruktur als Hemmnis..... | 19 |
| 1.4.3. Weitere Hemmnisse – der strukturelle gordische Knoten | 21 |
| 1.4.4. Zusammenfassung: Hemmnisse für Asset Manager in kommunale Infrastruktur zu investieren..... | 22 |
| 1.5. Praktische Lösungsansätze für mehr Investitionen in kommunale Infrastruktur | 23 |
| 1.5.1. Politischer Konsens zur Rolle privaten Kapitals, Planungs- und Rechtssicherheit..... | 23 |
| 1.5.2. Plattformmodelle, Standardisierungen und Zusammenschlüsse | 24 |
| 1.5.3. Strukturierungsmodelle und Beteiligungsformen | 27 |
| 1.5.3.1. ÖPP: Theorie und deutsche Realität..... | 27 |
| 1.5.3.2. SPVs und Projektgesellschaften..... | 28 |
| 1.5.3.3. Hybridkapital und flexible Instrumente | 30 |
| 1.5.4. Staatliche Investitions- und Finanzierungsvehikel..... | 30 |
| 1.5.4.1. Förderinstitutionen als Katalysatoren | 31 |
| 1.5.4.2. Staatliche Risikoteilungsinstrumente..... | 32 |
| 1.5.5. Zusammenfassung: Lösungsansätze für mehr Investitionen in kommunale Infrastruktur..... | 34 |
| 2. Deep Dive in die Infrastruktur-Portfolios deutscher Investoren | 36 |
| 2.1. Status quo von Infrastruktur in deutschen Portfolios | 36 |
| 2.1.1. Infrastructure Debt als Wachstumssegment: Treiber, Strategien und Investorenlogik..... | 38 |
| 2.1.2. Infrastruktur-Allokation nach Investorentyp..... | 42 |
| 2.1.3. Der umgekehrte Home Bias: Bislang wenig deutsches Kapital in deutscher Infrastruktur..... | 43 |
| 2.1.4. Zusammenfassung: Status quo von Infrastruktur in deutschen Portfolios..... | 46 |
| 2.2. Dynamik der Infrastruktur-Allokation bei deutschen Investoren | 47 |
| 2.2.1. Trends und Treiber von Allokationsanpassungen | 48 |
| 2.2.2. Zusammenfassung: Dynamik der Infrastruktur-Allokation bei deutschen Investoren..... | 51 |
| 3. Rückblick und Lösungsansätze | 53 |
| Technischer Anhang | 55 |
| Wir bedanken uns bei: | 56 |

| | |
|--|----|
| Abbildung 1: Verteilung des geschätzten Investitionsbedarfs der Energieversorgungsunternehmen bis 2045 nach Sektor. PwC im Auftrag der KfW. | 9 |
| Abbildung 2: Investitionsbedarf deutscher Stadtwerke nach Finanzierungsart. Quelle: PwC im Auftrag der KfW. | 9 |
| Abbildung 3: Im Bereich Infrastruktur aktive Asset Manager: Investieren Sie in kommunale Infrastruktur in Deutschland? Absolute Zahlen. Quelle: BAI Member Survey 2025. | 11 |
| Abbildung 4: Investitionen in kommunale Infrastruktur in Deutschland nach Sektor, Assetmanager im BAI Member Survey 2025 | 12 |
| Abbildung 5: Investitionsbedarf deutscher Stadtwerke nach Sektor in Prozent. Quelle: PwC im Auftrag der KfW. | 13 |
| Abbildung 6: Kreditausfallraten auf Unternehmensebene in Prozent in Deutschland, für die Gesamtwirtschaft, Infrastruktur insgesamt, kommunale Infrastruktur und soziale Infrastruktur. Quelle: Creditreform Rating. | 16 |
| Abbildung 7: Aus welchen Gründen investieren (Infrastruktur-) Asset Manager noch nicht in kommunale Infrastruktur in Deutschland? Quelle: BAI Member Survey 2025. | 18 |
| Abbildung 8: Schematische Darstellung der Netto-IRR auf Zielfondsebene nach Investmentfokus bei Infrastrukturfonds. Quelle: Helaba Invest, Börsen-Zeitung 13. Januar 2026. | 21 |
| Abbildung 9: Der gordische Knoten struktureller Hemmnisse für privates Kapital in kommunaler Infrastruktur, Schematische Darstellung von zusammenhängenden Hemmnissen, jeweils Anteil der Asset Manager, der den Grund als Hemmnis im BAI Member Survey 2025 angab in Prozent in Klammern, Quelle: eigene Darstellung | 22 |
| Abbildung 10: Durchschnittlicher Anteil am Portfolio alternativer Assetklassen bei deutschen institutionellen Investoren. Quelle: BAI Investor Survey 2025. | 37 |
| Abbildung 11: Infrastruktur-Allokation nach Herkunft des institutionellen Investors, Quelle: Macquarie für internationale Daten, BAI Investor Survey 2025 für Deutschland | 38 |
| Abbildung 12: Warum investieren Sie in Infrastructure Debt? Quelle BAI Investor Survey 2025. | 39 |
| Abbildung 13: In welche Infrastructure Debt-Strategien investieren Sie bereits und/oder planen Sie Investitionen? Quelle: BAI Investor Survey 2025. | 40 |
| Abbildung 14: Rating: Investieren Sie in Investment Grade oder non-IG Infrastructure Debt? Quelle: BAI Investor Survey 2025. | 41 |
| Abbildung 15: Fixed Versus Floating Interest Rate: Wie investieren Sie in Infra Debt? Quelle: BAI Investor Survey 2025. | 42 |
| Abbildung 16: Alternatives-Allokation deutscher institutioneller Investoren und Infrastructure Equity und -Debt als Bestandteil hiervon. Quelle: BAI Investor Survey 2026. | 43 |
| Abbildung 17: Geplante Anpassung der Infrastructure Equity- und Debt-Allokation. Quelle: BAI Investor Survey 2025. | 47 |

Deep Dives

| | |
|---|----|
| Deep Dive 1: Soziale Infrastruktur im kommunalen Bereich - Tanja Volksheimer, NEXT Generation Invest | 14 |
| Deep Dive 2: Plattformmodell für kommunale Infrastruktur eines Asset Managers - LBBW Asset Management | 25 |
| Deep Dive 3: Gemeinschaftlicher Ansatz von öffentlich-rechtlichen Investoren für Investitionen in kommunale Infrastruktur | 26 |
| Deep Dive 4: Deep Dive: ÖPP, Joint-Ventures und Zweckgesellschaften - Dr. Bernd Kreuter, Palladio Partners | 28 |
| Deep Dive 5: Die Sicht eines Stadtwerks auf Beteiligungsmodelle - Morris May, Stadtwerke Neumünster | 29 |
| Deep Dive 6: Erfahrung mit Garantien als Risikoteilungsinstrumenten bei der EIB - Heike Freimuth, EIB | 33 |
| Deep Dive 7: Infrastruktur-Portfolio einer Pensionskasse - Peter Herrmannsberger, Vorstandsvorsitzender, Philips Pensionskasse | 37 |
| Deep Dive 8: Infrastruktur-Portfolio eines Versicherungsunternehmens - Alexandra Graf, ALH Gruppe | 39 |
| Deep Dive 9: Infrastruktur-Allokation eines Versorgungswerkes - Jens Hennes, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein | 43 |
| Deep Dive 10: Umgekehrter Home Bias bei einer Pensionskasse - Tobias Zahn, SOKA-BAU | 44 |
| Deep Dive 11: Investitionen in deutsche Infrastruktur aus der Perspektive eines Fund-of-Funds- Managers - Max Schönfelder, Transactions & Strategy - Real Assets, Helaba Invest | 45 |
| Deep Dive 12: Beispiele von Investoren mit höherer Deutschland Allokation in Infrastruktur - ALH Gruppe, Philips Pensionskasse | 46 |
| Deep Dive 13: Treiber für Ausbau der Infrastrukturquote - Tobias Zahn, SOKA-BAU | 48 |
| Deep Dive 14: Negative Strompreise aus Investorensicht - Alexandra Graf, ALH Gruppe | 50 |

Executive Summary

Der Infrastruktur-Investitionsbedarf in Deutschland, insbesondere im kommunalen Bereich, bleibt trotz staatlichen Sondervermögens dringlich. Privates Kapital ist für die Transformation der deutschen Wirtschaft hin zu Nachhaltigkeit und Zukunftsfähigkeit unverzichtbar. Basierend auf Umfragedaten und Experteninterviews liefert dieser Report ein umfassendes Update zur Rolle institutionellen Kapitals im Infrastrukturbereich in Deutschland.

Teil 1 untersucht, welche Rolle institutionelles Kapital aktuell in kommunaler Infrastruktur spielt – und kommt zu einem zentralen Befund: **Das Problem ist nicht mangelnde Investitionsbereitschaft, sondern ein gordischer Knoten struktureller Ineffizienzen.** Der Report bietet Lösungsansätze, wie sich dieser Knoten durchschlagen lässt.

Vor diesem Hintergrund richtet **Teil 2** den Blick auf die Portfolios deutscher institutioneller Investoren, und zeigt auf welche Rolle Infrastrukturinvestitionen derzeit spielen.

Teil 1

346 Milliarden Euro ist laut KfW allein die Finanzierungslücke deutscher Energieversorger bis 2045 – bei einem Gesamtinvestitionsbedarf von 535 Milliarden Euro für Strom-, Gasnetze und Wärmeversorgung. Und das ist nur Teil des Investitionsbedarfs in kommunaler Infrastruktur, mit dem zusätzlichen Investitionsstau in den Kernhaushalten der Kommunen. Klassische Kommunalfinanzierung stößt angesichts des enormen Kapitalbedarfs für die digitale und ökologische Transformation an ihre Grenzen und der **Staat wird den Gesamtinvestitionsbedarf nicht decken können. Privates Kapital institutioneller Investoren, wie Versicherungsunternehmen und Versorgungswerke, steht grundsätzlich bereit**, diese Lücke zu schließen, und eignet sich in der Theorie aufgrund des langen Anla-

gehorizonts perfekt. Asset Manager spielen dabei die Schlüsselrolle: Sie strukturieren Assets und gleichen die Interessen zwischen Investoren und Kommunen aus.

Die Ergebnisse der BAI Member Survey und der Experteninterviews liefern eine Bestandsaufnahme zum Einsatz institutionellen Kapitals in kommunaler Infrastruktur und identifizieren zentrale Hemmnisse sowie Lösungsansätze. Bislang ist nur eine kleine Zahl von Asset Managern aktiv – überwiegend projektbezogen, auf wenige Teilsektoren konzentriert.

Die Mehrheit der Infrastruktur-Asset-Manager adressiert kommunale Infrastruktur bislang nicht im Rahmen einer eigenständigen Investitionsstrategie. Gründe hierfür sind sektoral ausgerichtete, international diversifizierte Infrastrukturstrategien sowie die komplexen Strukturen kommunaler Unternehmen mit zahlreichen Stakeholdern und dem Querverbundprinzip der Stadtwerke. Entsprechend gelten **aus Investorensicht vor allem marktnähere Segmente wie Energieerzeugung oder Wärmenetze als attraktiv.** Das wachsende Interesse institutioneller Investoren am Heimatmarkt sorgt jedoch dafür, dass sich zunehmend mehr Asset Manager strategisch mit dem Themenfeld befassen.

Eine Analyse von Kreditausfallraten zeigt, dass Unternehmen im Bereich kommunaler Infrastruktur niedrigere Werte als die Gesamtwirtschaft aufweisen und sogar noch unterhalb der ohnehin defensiven Infrastruktur-Benchmark liegen. **Dies unterstreicht die große Resilienz kommunaler Assets, die den Sektor potenziell sehr attraktiv für Investoren macht.** Gleichzeitig erklären die Zahlen geringe Kreditrisikoprämien und lenken den **Fokus auf Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien.**

Darüber hinaus wird ein im Vergleich zu anderen Infrastruktursektoren oder ausländischen Assets als

unattraktiv wahrgenommenes Risiko-Rendite-Verhältnis als wesentliches Investitionshemmnis angesehen. Die Herausforderung liegt insbesondere in einem Mismatch zwischen den Renditeerwartungen institutioneller Investoren und den Ertragsmöglichkeiten kommunaler Infrastrukturprojekte sowie in der bislang geringen Markteffizienz. Kleinteilige Projektstrukturen führen zu hoher Komplexität und erschweren die Einhaltung von Investitionsstandards, was sowohl den Zugang zu investierbaren Projekten als auch die Attraktivität des Risiko-Rendite-Profiles mindert. **Die Überwindung dieses „gordischen Knotens“ erfordert geeignete Strategien der Asset Manager sowie eine stärkere Standardisierung und Bündelung kommunaler Infrastrukturprojekte.** Anhand von Expertenaussagen und Praxisbeispielen werden drei Lösungsansätze diskutiert. Grundvoraussetzung ist **ein politischer Konsens zur Bedeutung privaten Kapitals sowie verlässliche Planungs- und Rechtssicherheit** über die gesamte Investitionsdauer hinweg, unabhängig von politischen Machtverhältnissen.

Plattformmodelle und Zusammenschlüsse von Asset Managern und institutionellen Investoren zeigen, wie Standardisierung Komplexität reduziert und Interessen ausgleicht. Für die Beteiligung an Stadtwerken existiert dabei kein Königsweg, sondern ein Set sich ergänzender Strukturen – von Joint Ventures über SPVs bis Hybridkapital, je nach Asset-Typ und kommunalen Anforderungen – flankiert von frühzeitiger, transparenter Kommunikation gegenüber Bürgern.

Staatliche Förderinstrumente können ergänzend dort wirken, wo der Markt allein keine ausreichenden Anreize schafft: durch effiziente Nutzung der bestehenden Förderlandschaft, Bündelung von Kräften wie EIB und KfW und international erprobten **Risikoteilungsinstrumenten wie First-Loss-Strukturen – kalibriert so, dass der Renditeaufschlag gegenüber liquiden Anleihen erhalten bleibt.**

Teil 2

Angesichts der grundsätzlichen Investitionsbereitschaft der deutschen Investoren wirft **Teil 2** einen Blick in den Status quo ihrer Infrastruktur-Portfolios:

Wie Daten aus dem BAI Investor Survey und Experteninterviews zeigen, genießt die Assetklasse Infrastruktur anhaltend große Beliebtheit. Mit einem durchschnittlichen Allokationsanteil von **5,6 % (Equity und Debt) liegt Deutschland jedoch fast 50 % unter dem Niveau des Infrastruktur-Vorreiters Kanada.** Hier beträgt die Allokation aktuell im Schnitt 10,1 % – getrieben insbesondere durch Pensionsfonds.

Das Umfeld für erneuerbare Energien gilt aktuell als herausfordernd, während Repowering, Batteriespeicher und digitale Infrastruktur an Bedeutung gewinnen.

Am stärksten ausgeprägt ist die Infrastruktur-Allokation bei Versicherungsunternehmen, getrieben durch ihre bereits hohe Gewichtung von Infrastruktur-Debt.

Infrastructure Debt profitiert besonders von Diversifikationsvorteilen und einem attraktiven Risiko-Rendite-Niveau, wobei konservative Core/Senior-Strategien und breite Diversifikation über Ratings, Strukturen und Zinsprofile dominieren.

1. Institutionelles Kapital in kommunaler Infrastruktur in Deutschland



- Welche Entwicklungen gibt es im Bereich kommunaler Infrastruktur hinsichtlich institutionellen Kapitals?
- Welche Hemmnisse gibt es für Investitionen in kommunale Infrastruktur?
- Welche Lösungsansätze gäbe es für mehr Investitionen in kommunale Infrastruktur unter Beteiligung institutioneller Investoren?

1.1. Einleitung: Investitionsoffensive des Bundes und die mögliche Einbindung von Investoren und Asset Managern bei der Infrastruktur-Transformation

Die Problematik des enormen Investitionsbedarfs bei Infrastruktur in Deutschland ist mittlerweile allgemein bekannt und breit diskutiert. Gründe hierfür sind einerseits die Notwendigkeit der ökologischen und digitalen Transformation, um die deutsche Wirtschaft fit für die Zukunft zu machen, andererseits der Investitionsstau der vergangenen Jahre. Für die ökologische Transformation und das

gesetzlich bindende Ziel der Klimaneutralität in Deutschland bis 2045 werden bis zu 5 Billionen Euro veranschlagt.¹ Außerdem wurde in den letzten zwei Dekaden die Bestandsinfrastruktur massiv vernachlässigt, was Aufholinvestitionen erfordert.² Angesichts des Investitionsbedarfs, der das aktuelle deutsche BIP übersteigt, ist eine rein staatliche Deckung nicht realistisch.

Die Bedeutung privaten Kapitals zur Infrastruktur-Transformation wurde von der Bundesregierung grundsätzlich erkannt. Der Koalitionsvertrag („Verantwortung für Deutschland“) betont stark die Bedeutung privaten Kapitals für Zukunftsinvestitionen. Der Bund kündigte dabei in großem Stil Investitionsoffensiven, u. a. in den Bereichen Start-ups und Mittelstand, Infrastruktur und Transformation und Innovation an. Bisherige regulatorische bzw. steuerrechtliche Hindernisse für Investitionen von institutionellen Investoren über Fonds wurden mit Standortfördergesetz und Fondsriskobegrenzungs-gesetz weitgehend behoben³.

¹ Vgl. KfW 07.10.2021.

² Wirtschaftsdienst 2022.

³ AIFs als Erfolgsfaktor für den Deutschlandfonds Schlüsselrolle bei der Einbindung privaten Kapitals, Frank Dornseifer, Börsen-Zeitung Verlagsbeilage 24. April 2026

Das noch vom alten Bundestag verabschiedete, schuldenfinanzierte staatliche Sondervermögen sieht sich jedoch verschiedener Kritik ausgesetzt. Es wird bemängelt es würde zweckentfremdet, diene lediglich als Verschiebebahnhof im Haushalt und ermögliche kaum zusätzliche Infrastruktur-Investitionen.⁴ Außerdem sieht es, trotz großer Hoffnungen im Vorfeld, bislang so gut wie keine Einbeziehung privaten Kapitals vor. Lediglich im Rahmen des Länder- und Kommunal-Infrastrukturfinanzierungsgesetz LuKIFG, der 100 Mrd. Euro die für die Länder vorgesehen sind, wären Öffentlich-Private-Partnerschaften (ÖPP) ausdrücklich förderfähig⁵, was die Kombination staatlichen und privaten Kapitals ermöglichen würde. Bislang setzen Marktteilnehmer jedoch wenig Hoffnung in dieses Element.

Außerdem ist der Deutschlandfonds die Dachstruktur verschiedener Bundes-Finanzierungsthemen, mit dem Ziel der Hebelung privaten Kapitals für Energieinfrastruktur, Mittelstand und Gründungen, etc. Etwa 30 Mrd. Euro an staatlichen Bürgschaften, Garantien, Beteiligungen werden dabei bereitgestellt, um Investitionen von bis zu 130 Mrd. Euro anzuregen⁶, wobei die mangelnde Einbindung institutioneller Investoren über Asset Manager und alternative Investmentfonds (AIFs) auf Kritik stößt.

Gleichzeitig diskutieren Marktteilnehmer wie Verbände, institutionelle Investoren, Asset Manager sowie kommunale Vertreter, unabhängig vom Staat, verschiedene mögliche Lösungsansätze für mehr institutionelles Kapital in kommunaler Infrastruktur. Die Stimmen deutscher institutioneller Investoren zeigen, dass Deutschland grundsätzlich kein Kapitalproblem bzgl. der Infrastruktur-Transition hat, sondern vielmehr ein Effizienzproblem bei der Mobi-

lisierung. Der Report möchte einen Überblick geben, der jedoch notwendigerweise nur als Ausschnitt der aktuellen Debatte zu verstehen ist.

1.2. Der Finanzierungsbedarf in kommunaler Infrastruktur

Der Finanzierungsbedarf an Infrastruktur in Deutschland und die Herausforderung, privates Kapital miteinzubeziehen, sind im kommunalen Bereich besonders hoch. Laut Daten des statistischen Bundesamtes ist im Vergleich zu Bundes-, und Länderinfrastruktur auf kommunaler Ebene die Alterung des Kapitalstocks verstärkt zu beobachten.⁷ Das KfW-Kommunalpanel 2025 sieht einen strukturellen Investitionsstau in kommunaler Infrastruktur von aggregierten 215,7 Mrd. Euro (zu aktuellen Preisen).⁸ Zusätzlich zum kommunalen Investitionsstau stellen steigende Sozialausgaben eine Belastung dar und Städte warnen vor einem finanziellen Kollaps.⁹ Das staatliche Sondervermögen für Infrastruktur wird von Seiten des Deutschen Städtetages lediglich als positives Signal angesehen, welches die Umsetzung einzelner Projekte ermöglicht und kurzfristige Engpässe lindert, ohne parallele strukturelle Veränderungen die Probleme jedoch nicht dauerhaft wird beheben können.¹⁰

Hierbei ist anzumerken, dass sich die Zahl aus dem KfW-Kommunalpanel von 215,7 Mrd. Euro auf den aufgestauten Investitionsrückstand und primär auf die Kernhaushalte der Kommunen bezieht. Wärmenetze und Energieversorgung werden in Deutschland hingegen überwiegend durch rechtlich selbstständige Stadtwerke betrieben. Entsprechend muss der Finanzierungsbedarf deutscher Stadtwerke separat betrachtet werden. Durch die Energiewende, mit dem Ausbau von Netzen, Fernwärme und dem Ausbau erneuerbarer Energien, sowie Digitalisierung,

⁴ *Sondervermögen: Jeder zweite Euro wird zweckentfremdet, IW Köln 10. November 2025.*

⁵ *Kommunal-Infrastrukturfinanzierungsgesetz: Milliardenpotenzial bei Infrastrukturprojekten bleibt ungenutzt, GDV 09.10.2025.*

⁶ *Bundesfinanzministerium 2025.*

⁷ *Markus Demary, Thomas Puls, Thilo Schaefer: Infrastruktur stärken – effizienter, schneller und günstiger mit ÖPP, Potenziale für die Öffentliche Beschaffung per ÖPP, IW im Auftrag des GDV 2026, S.10.*

⁸ *KfW-Kommunalpanel 2025.*

⁹ *Verhängnisvoller Trend: Die kommunalen Sozialausgaben steigen immer schneller. Städtetag aktuell 1|2026 05.02.2026.*

¹⁰ *Die Städte stehen vor dem finanziellen Kollaps. Städtetag aktuell 1|2026 05.02.2026.*

entsteht, neben aufgestaumtem Investitionsrückstand, hier zusätzlicher hoher Investitionsbedarf. Laut einer aktuellen, von PwC im Auftrag der KfW durchgeführten Studie, beläuft sich der Investitionsbedarf der deutschen Stadtwerke und Energieversorgungsunternehmen bis 2045 auf insgesamt 535 Mrd. Euro. Wärmeerzeugung ist dabei für 41% der anfallenden Investitionen verantwortlich (Abbildung 1). Der übrige Anteil wird für den Ausbau der Netze benötigt, wobei Stromverteilnetze der Studie folgend deutlich mehr Investitionen der Stadtwerke erfordern als Wärmenetze.

Verteilung des geschätzten Investitionsbedarfs der Energieversorgungsunternehmen bis 2045

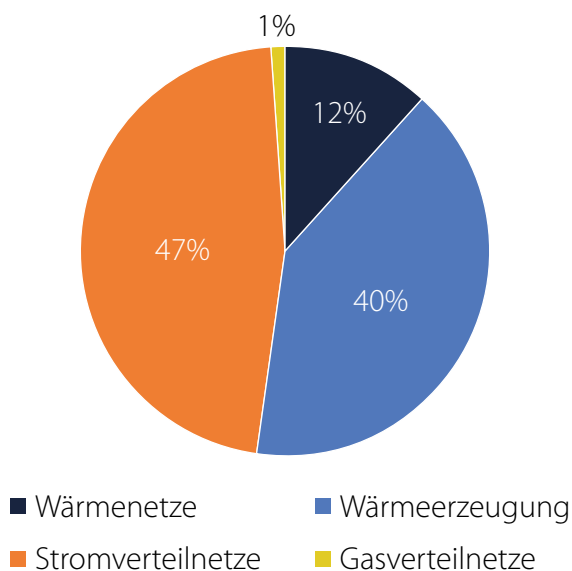


Abbildung 1: Verteilung des geschätzten Investitionsbedarfs der Energieversorgungsunternehmen bis 2045 nach Sektor. PwC im Auftrag der KfW.

Dabei besteht eine Finanzierungslücke in Höhe von 346 Mrd. Euro¹¹, die sich nicht über Innenfinanzierung oder neu eingenommene Zuschüsse in Form von Fördermitteln oder Baukostenzuschüssen decken lässt. Diese teilt sich in 299 Mrd. Euro Bedarf an Fremdkapital, sowie 47 Mrd. Euro an Eigenkapital auf (Abbildung 2).

Investitionsbedarf deutscher Energieversorger und Stadtwerke bis 2045 in Mrd. Euro

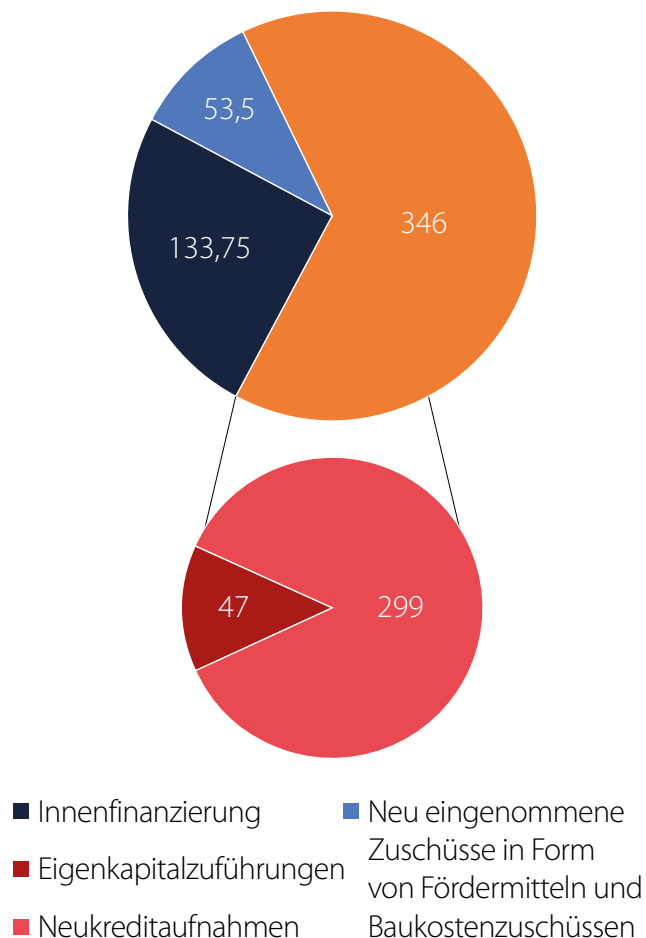


Abbildung 2: Investitionsbedarf deutscher Stadtwerke nach Finanzierungsart. Quelle: PwC im Auftrag der KfW.

Die Daten verdeutlichen den hohen Finanzierungsbedarf der Stadtwerke sowohl auf der Eigenkapital-, auch auf der Fremdkapitalseite. In der jüngsten BDEW Stadtwerkstudie gaben 92% der befragten Stadtwerke an zu erwarten, notwendige Investitionen müssten zusätzlich durch externe Finanzierungsinstrumente unterstützt werden.¹²

Klassische Finanzierungen über den Haushalt und Förderkredite reichen dabei zunehmend nicht aus. Auch ist der Investitionsbedarf nicht alleine über den Bankensektor zu decken.

¹¹ Dr. Stefanie Brilon, Anke Brüggemann: KfW Research Fokus Volkswirtschaft Finanzierungsbedarf für die regionale Energie- und Wärmewende aus Sicht der Energieversorgungsunternehmen Nr. 519, 10. November 2025.

¹² BDEW Stadtwerkstudie 2026 zur Finanzierung der Infrastruktur der Energiewende, 09.06.2026.



Morris May, Geschäftsführer der Stadtwerke Neumünster (SWN).

Morris May, Geschäftsführer der Stadtwerke Neumünster (SWN),

macht deutlich, dass der hohe Eigenkapitalbedarf langfristiger Infrastrukturinvestitionen, beispielhaft im Glasfaserbereich, für Stadtwerke zu einer zentralen finanzwirtschaftlichen Herausforderung wird.

Die Finanzierung über klassische Bankdarlehen stößt dabei an Grenzen, da Banken primär Fremdkapital mit vergleichsweise kurzen Laufzeiten bereitstellen und langfristige Infrastrukturinvestitionen die Bilanzkennzahlen von Stadtwerken belasten und Kreditkonditionen tendenziell verschlechtern. Vor diesem Hintergrund sei die Einbindung von Eigenkapital von Investoren entscheidend, um bessere Finanzierungsbedingungen zu erzielen.

Daten und Interviews zeigen, dass ein erheblicher Teil der deutschen Stadtwerke strukturell nicht ausreichend kapitalisiert ist. Daraus folgt der Bedarf nach standardisierten, nachvollziehbaren Eigenkapitalinstrumenten, die als integraler Bestandteil von Gesamtfinanzierungen akzeptiert und bewertet werden können.

Dabei geht es nicht unbedingt um die grundsätzliche Verfügbarkeit von Fremdkapital, sondern um die Konditionen, zu denen es für Stadtwerke verfügbar ist. Der quasi automatische Zugang zu sehr langfristigen, günstigen Finanzierungen, wie in den vergangenen Jahrzehnten, ist aktuell so nicht mehr gegeben und im Zuge der Transformation wird sich die Problematik nach Aussagen der Stakeholder wahrscheinlich weiter verschärfen.

Zusammenfassung: Der Finanzierungsbedarf in kommunaler Infrastruktur

- Investitionsstau der deutschen Kommunen mit Investitionsbedarf von aktuell geschätzten 215 Mrd. Euro.
- zusätzlicher Investitionsbedarf der Stadtwerke im Zuge der Energiewende von geschätzten 535 Mrd. Euro mit 346 Mrd. Euro als Finanzierungslücke im Eigenkapital und Fremdkapital
- Finanzierung über klassische Bankdarlehen stößt an Grenzen, was zunehmend FK-Investitionen unter Einbindung institutioneller Investoren und EK-Investitionen für bessere Eigenkapitalausstattungen erfordert

1.3. Marktüberblick zu institutionellem Kapital in kommunaler Infrastruktur

- *Welche Entwicklungen gibt es im Bereich kommunaler Infrastruktur hinsichtlich institutionellen Kapitals?*

Der hohe Finanzierungsbedarf im Bereich kommunaler Infrastruktur, sowohl bzgl. Eigen-, als auch Fremdkapital, geht bislang trotz grundsätzlichem Interesse jedoch nicht mit signifikanter Einbindung institutioneller Investoren einher.¹³ In Daten des KfW-Kommunalpanels zum Finanzierungsmix kommunaler Investitionen werden Investitionen durch privates Kapital nicht gesondert aufgeführt und fallen unter „Sonstige“ mit 3%¹⁴

¹³ BAI Infrastruktur Report Deutschland 2025, S.19-22.

¹⁴ KfW-Kommunalpanel 2024 S. 15.

Um einen Überblick zum aktuellen Marktgeschehen zu erhalten, befragten wir im BAI Member Survey 2025 die Asset Manager unter den BAI-Mitgliedern, wer bereits im Bereich kommunaler Infrastruktur in Deutschland investiert ist, oder dies plant. Von den 81 Asset Managern, die die Frage beantworteten, gaben immerhin 21 an bereits in dem Bereich aktiv zu sein und weitere 8 planen demnach den Einstieg (Abbildung 3).

Anzahl der Assetmanager, die in kommunale Infrastruktur in Deutschland investieren

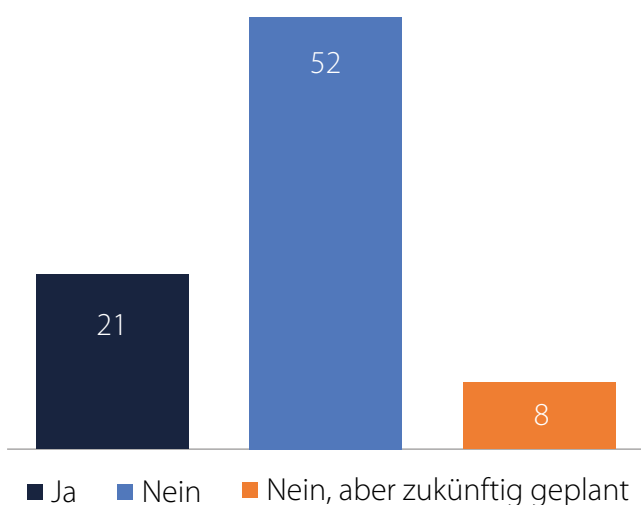


Abbildung 3: Im Bereich Infrastruktur aktive Asset Manager: Investieren Sie in kommunale Infrastruktur in Deutschland? Absolute Zahlen. Quelle: BAI Member Survey 2025.

Die Zahlen zeigen, dass bereits eine relevante Anzahl an Akteuren im Bereich der kommunalen Infrastruktur in Deutschland vorhanden ist. Investitionen erfolgen jedoch bislang überwiegend projektweise, nicht portfoliobasiert. Weiter bestätigen befragte Asset Manager die grundsätzliche Offenheit von kommunalen Akteuren für Investitionen institutioneller Investoren. Gleichzeitig werden konkrete regulatorische und strukturelle Hemmnisse angeführt.

Dem BAI Investor Survey folgend investieren die deutschen institutionellen Investoren mehrheitlich über Fonds in Infrastructure Equity und -Debt und Direktinvestitionen spielen nur eine sehr geringe

Rolle.¹⁵ Aus Sicht der befragten Investoren müssen Assets im Bereich kommunaler Infrastruktur entsprechend über professionelle Fonds besser investierbar gemacht werden. Asset Manager nehmen im Prozess der stärkeren Einbindung institutionellen Kapitals im Bereich kommunaler Infrastruktur die Rolle einer entscheidenden Schnittstelle zwischen Investoren und staatlichen Akteuren ein und sind zugleich für die Strukturierung und das Monitoring von Assets verantwortlich.



Markus Schmidt, Leiter Geschäftsfeldentwicklung Infrastruktur, INTREAL

Markus Schmidt, Leiter Geschäftsfeldentwicklung Infrastruktur, INTREAL

bestätigt, dass seiner Erfahrung nach auf Investorensseite grundsätzlich eine breite Offenheit gegenüber kommunalen Infrastrukturinvestitionen besteht, diese aber an praktische Umsetzungsbedingungen geknüpft ist. Viele Investoren signalisierten Bereitschaft, auch bei moderaten Renditen im Bereich von etwa 5 % bis 9 % zu investieren, insbesondere wenn zusätzliche Faktoren wie ein regionaler Bezug oder positive Wirkungen im ESG-Kontext eine Rolle spielen. Gleichzeitig sieht er die zentrale Herausforderung weniger auf der Nachfrageseite, sondern vielmehr in der Strukturierung geeigneter Investmentvehikel. Insbesondere die Komplexität der Zusammenarbeit mit Kommunen und politischen Akteuren, erschwere die Auflage entsprechender Fonds und den Zugang zu geeigneten Assets.

1.3.1. Aktivitäten von Asset Managern in kommunaler Infrastruktur nach Sektor

Im Bereich kommunale Infrastruktur aktive Asset Manager weisen häufig einen hohen Grad an Spezialisierung auf und agieren selektiv in einzelnen Sektoren. Im BAI Member Survey 2025 gaben 85%

¹⁵ Vgl. BAI Investor Survey 2024, S.16.

der in kommunaler Infrastruktur in Deutschland aktiven Asset Manager an, in den Bereich Wärme- und Energieinfrastruktur (lokale Netze, Nah-/ Fernwärme etc.) zu investieren (Abbildung 4). Digitale Infrastruktur, z.B. der Bereich Glasfaser, folgt was die Bedeutung angeht.

Andere Bereiche wie kommunaler Verkehr, soziale Infrastruktur oder Wasser/Abwasser werden bislang in Deutschland nur von sehr wenigen Asset Managern bespielt. Bildung und Sport/Kultur stellen noch absolute Nischen dar.

Investitionen in kommunale Infrastruktur in Deutschland nach Sektor, Assetmanager im BAI Member Survey 2026

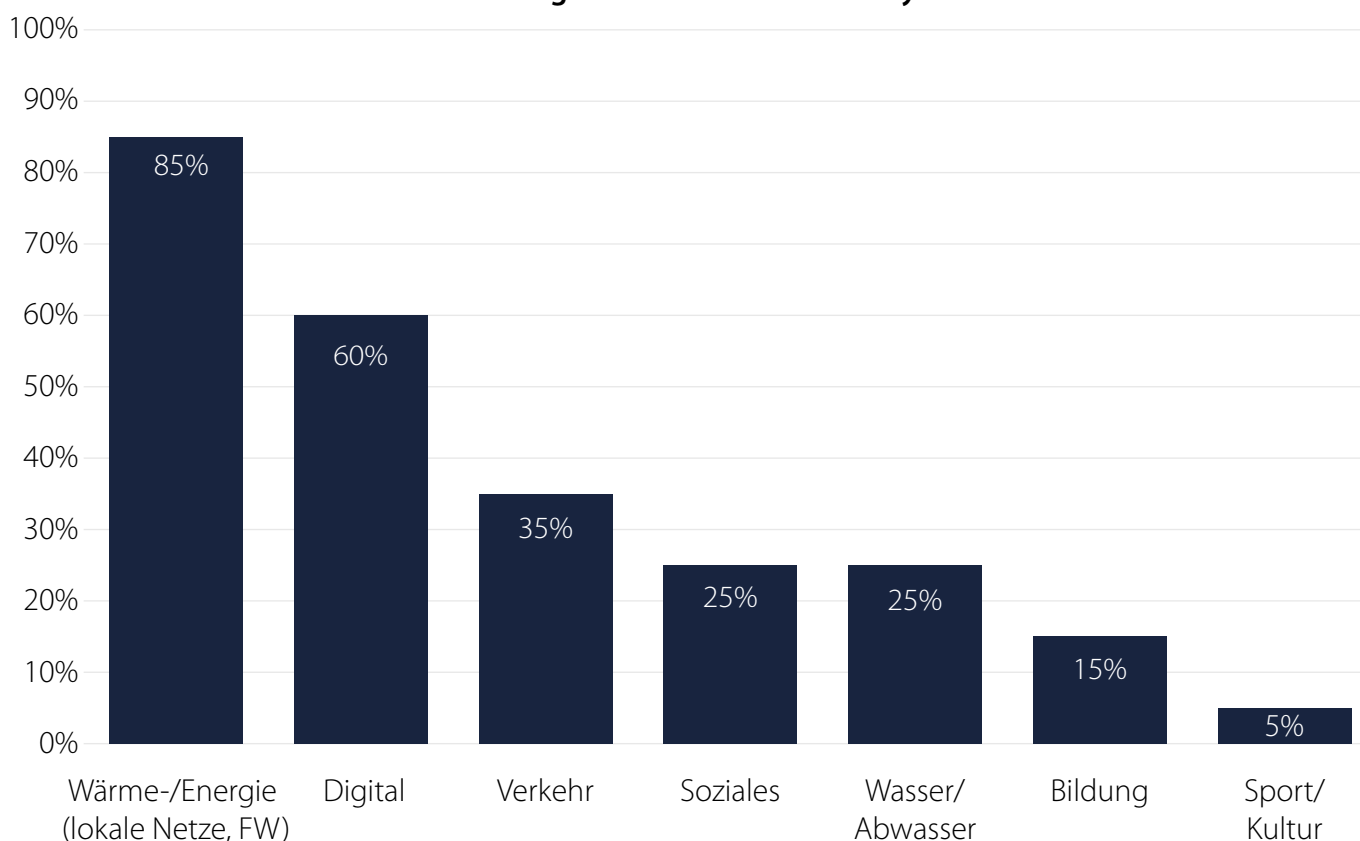


Abbildung 4: Im Bereich kommunaler Infrastruktur in Deutschland aktive Asset Manager, nach Sektor. Quelle: BAI Member Survey 2025.



Dr. Bernd Kreuter,
Managing Partner,
Palladio Partners

Was mögliche Sektoren angeht, argumentiert **Dr. Bernd Kreuter, Palladio Partners**, dass Investitionen in kommunale Infrastruktur nur in denjenigen Sektoren sinnvoll möglich sind, die ein tragfähiges Risiko-Rendite-Profil aufweisen.

Geeignet seien insbesondere Bereiche wie Glasfaser, Rechenzentren und Batteriespeicher, die in Kooperation mit Stadtwerken umgesetzt werden können und aufgrund des hohen Kapitalbedarfs passende Investitionsmöglichkeiten bieten. Dagegen seien viele kleinere Verteilnetze für externe Investoren

wenig attraktiv, da sie stark operativ geprägt, eng in die Stadtwerke eingebunden und durch geringe Investitionsvolumina gekennzeichnet seien. Perspektivisch sieht er zudem Potenzial im Wärmesektor, insbesondere bei Netzen und Großwärmepumpen, weist jedoch auf lange Umsetzungszeiträume und hohe bauliche Komplexität hin.

Bei der sektoralen Zusammensetzung der Investitionen der deutschen Asset Manager in kommunale Infrastruktur in Deutschland zeigt sich ein Mismatch mit dem Kapitalbedarf nach Sektor. Die 346 Mrd. Euro Finanzierungslücke der Stadtwerke für Wärmeenerzeugung, Strom, und Wärmenetze (vgl. [Abbildung 1](#))

verdeutlichen zwar den enormen, bislang noch wenig von institutionellen Investoren adressierten Investitionsbedarf im Bereich Wärme und Energie. Insbesondere bezüglich des aufgestauten Investitionsrückstandes der Kommunen im Kernhaushalt zeigt sich jedoch Investitionsbedarf in zahlreichen weiteren Feldern, in denen bislang kaum befragte Asset Manager aktiv sind. Das KfW-Kommunalpanel 2025 gliedert den Investitionsrückstand der deutschen Kommunen nach Sektoren (Abbildung 5)¹⁶. Die aufgeführten insgesamt 217 Mrd. Euro stellen mit ca. 40% des Investitionsbedarf der Stadtwerke eine signifikante Größenordnung dar. Der größte Einzelposten hinsichtlich Investitionsrückstand der Kommunen sind dabei Schulen, mit einem Anteil von 31,5%. Der Bereich soziale Infrastruktur, wozu neben Schulen auch Kitas, Sport, Kultur und Gesundheit zählen, macht fast die Hälfte des wahrgenommenen Investitionsrückstandes der deutschen Kommunen aus und kann auf ca. 103 Mrd. Euro geschätzt werden.

Wahrgenommener Investitionsrückstand der deutschen Kommunen nach Sektor

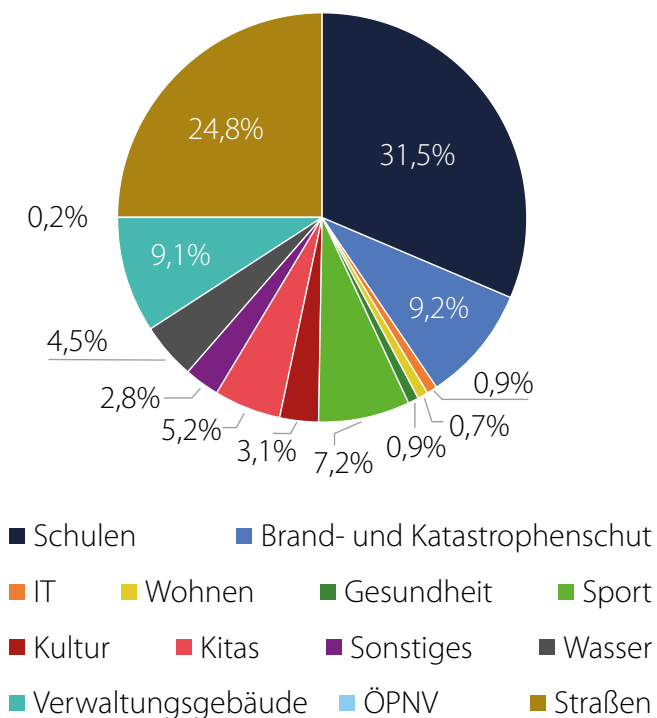


Abbildung 5: Investitionsbedarf deutscher Stadtwerke nach Sektor in Prozent. Quelle: PwC im Auftrag der KfW.

Ein signifikanter Anteil von gut 50% der deutschen Investoren, die in Infrastruktur investieren, gab im BAI Investor Survey 2024 an auch in den Bereich soziale Infrastruktur zu investieren. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass die Investitionen zumeist über globale Fonds erfolgen,¹⁷ und soziale Infrastruktur in Deutschland noch wenig etabliert als Anlageklasse ist, wie die Daten bezüglich Aktivität in Deutschland der Asset Manager verdeutlichen (vgl. Abbildung 4). Hierfür sind nicht zuletzt auch Vorbehalte bezüglich privater Investitionen im sozialen Bereich mitverantwortlich.



¹⁶ KfW-Kommunalpanel 2025 S.18.

¹⁷ BAI Infrastruktur Report Deutschland 2025, S.10.

Deep Dive 1: Soziale Infrastruktur im kommunalen Bereich - Tanja Volksheimer, NEXT Generation Invest



Tanja Volksheimer,
Managing Director,
NEXT Generation Invest

Tanja Volksheimer, NEXT Generation Invest, hebt hervor, dass es besonders wichtig sei, positive Beispiele für Investitionen in soziale Infrastruktur sichtbar zu machen, um bestehende Vorbehalte abzubauen. Ihrer Wahrnehmung nach seien diese nach wie vor ausgeprägt, sowohl in der Bevölkerung als auch auf politischer Ebene, insbesondere gegenüber der Einbindung privaten Kapitals. Kommunen könnten jedoch durch gezielte Beratung, etwa bei der Vertragsgestaltung, ihre gute Bonität gezielt einsetzen und so Rahmenbedingungen schaffen, die Investitionen für beide Seiten attraktiv und sicher gestaltet werden. Private Investoren seien grundsätzlich bereit, entsprechende Projekte zu finanzieren, und damit zur Schließung staatlicher Finanzierungslücken beizutragen. Erfolgreiche Leuchtturmprojekte und deren aktive Kommunikation könnten zudem helfen, Vorurteile weiter abzubauen und die Akzeptanz für Investitionen in soziale Infrastruktur zu stärken.

1.3.2. Analyse des Risiko-Rendite-Verhältnisses kommunaler Infrastruktur mittels Kreditausfalldaten

Kommunale Assets weisen typischerweise eine langfristige Nutzungsdauer, eine stabile Nachfrage und ausschüttungsorientierte Cashflows auf. Die Charakteristika kommunaler Assets, wie das Risiko-Rendite-Verhältnis und Kreditausfallraten, sind entscheidend für die systematische Analyse des Sektors. Daten der Creditreform Rating zu Kredit-Ausfallraten von Unternehmen in kommunaler Infrastruktur dienen als Proxy, um sich dem Risiko-Rendite-Verhältnis kommunaler Infrastruktur als Assetklasse anzunähern. Bezüglich der Risiken bei Infrastructure Debt stellen die Ausfallraten direkte Indikatoren dar. Gleichzeitig sind sie jedoch auch als Proxy für den Equity-Bereich relevant, da sie die Stabilität des jeweiligen Geschäftsmodells beschreiben. Mittels WZ-Codes wurden Unternehmen den Sektoren der kommunalen Daseinsvorsorge bzw. kommunalen Infrastruktur zugeordnet und auf dieser Basis eine Ausfallraten-Benchmark gebildet¹⁸. In die Benchmark

flossen dabei nur Unternehmen ein, deren Bereich sich eindeutig kommunaler Infrastruktur zuordnen lässt. Unternehmen der Elektrizitäts- und Gaserzeugung können teilweise, abhängig vom Eigentümer, zwar kommunaler Infrastruktur zugeordnet werden. Nur etwa ein Drittel der Verbraucher bezieht Strom jedoch aktuell über kommunale Erzeuger wie Stadtwerke.¹⁹ Bei Gas zeigt sich ein ähnliches Bild. Aufgrund der fehlenden möglichen Abgrenzung und der möglichen Vermischung mit großen Energiekonzernen, werden die beiden Bereiche nicht in der Benchmark für kommunale Infrastruktur berücksichtigt. Der Bereich Wärme und Wasser ist dagegen zu etwa 90% in kommunaler Hand.²⁰

Die Daten zeigen, dass die Kreditausfallraten im Bereich kommunaler Infrastruktur seit 2017 im Korridor zwischen ca. 0,7 und 1 und damit konstant deutlich unter jener für die Gesamtwirtschaft liegen (Abbildung 6). Etwa seit 2022 ist gesamtwirtschaftlich ein deutlicher Anstieg, bzw. im historischen Kontext eine Normalisierung der Ausfallraten zu verzeichnen.²¹ Der Anstieg bei kommunaler Infrastruktur war dabei

¹⁸ Vgl. Technischer Anhang.

¹⁹ Simon Kucher 2026.

²⁰ Statista.

²¹ Vgl. Creditreform Default Study – Ausfallraten in der deutschen Wirtschaft, 12.03.2026, S.11.

jedoch prozentual um mehr als die Hälfte niedriger als in der Gesamtwirtschaft. Die fundamental niedrigere Ausfallrate kommunaler Infrastrukturunternehmen in Deutschland lässt sich auf strukturelle Faktoren zurückführen. Bereiche der kommunalen Daseinsvorsorge, wie Entsorgung, Elektrizitäts-, oder Gasverteilung, sind sehr kapitalintensiv, haben eine sehr unelastische Nachfrage und sind ein quasi monopolistischer Markt. Weiter existiert eine quasi staatliche Absicherung über (teil-)staatliche Unternehmen und Querverbund-Strukturen.

Als Vergleich dient außerdem die sektorenübergreifende Benchmark für Kreditausfälle im Bereich Infrastruktur in Deutschland insgesamt aus dem Creditreform Infrastructure Monitor²². Diese setzt sich aus den fünf Teilbereichen „Digital“, „Energy“, „Health & Social“, „Transport“ und „Utilities“ zusammen. Auch diese Benchmark weist über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg niedrigere Ausfallraten auf als die Gesamtwirtschaft. Trotz des aktuellen Stressumfeld bzgl. Kreditausfällen liegt die Ausfallrate im Infrastruktursektor bei 1,17 %, deutlich unter dem Wert der Gesamtwirtschaft von 1,88 %, jedoch leicht höher als kommunale Infrastruktur mit 1,00%. Die defensiven Charakteristika, die die vergleichsweise höhere Resilienz von Infrastruktur im Vergleich zur Gesamtwirtschaft begründen, sind entsprechend bei kommunaler Infrastruktur besonders ausgeprägt. Weiter zeigen die Zahlen des Creditreform Infrastructure Monitors stark divergierende Resilienzprofile, je nach Sektor. „Energy“ und „Utilities“ – die beiden Sektoren mit der größten Schnittmenge zu Unternehmen der kommunalen Daseinsvorsorge – zeigen stabile Ausfallraten und prägen den defensiven Charakter der Assetklasse maßgeblich.

Elektrizitätsversorgung weist dabei ein sehr stabiles Risikoprofil mit begrenzten zyklischen Ausschlägen auf. Die Volatilität bei Kreditausfällen im Bereich Gasversorgung lag laut Creditreform Rating etwas höher, wenn auch deutlich unter der Gesamtbenchmark. Die Stabilität bei Utilities wird durch hohe Markteintrittsbarrieren und regionale Marktstrukturen bei Abfallwirtschaft, Wasser und Abwasserwirtschaft geprägt. Im Vergleich zum Sektor Energy ist der Transformationsdruck hier weniger hoch.



Kommunale Infrastruktur bietet möglichen Investoren entsprechend ein besonders hohes Maß an Stabilität, in der bereits resilienten Assetklasse Infrastruktur. Insbesondere in schwierigen Marktphasen hat der Sektor als möglicher Hedge attraktive Charakteristika.

Als Kehrseite der vergleichsweise niedrigeren Risiken im Bereich kommunaler Infrastruktur leiten sich hieraus jedoch auch vergleichsweise geringe Kreditrisikoprämien für mögliche Investoren ab. Illiquiditätsprämien, sowie Komplexitätsprämien, insbesondere wenn nicht ausschließlich in Bestandsinfrastruktur, sondern Transformationsaufgaben finanziert werden, stellen aus Investorenperspektive die größeren Renditehebel dar, die Renditeaufschläge kommunaler Assets im Vergleich zu liquiden Bonds begründen.

²² Creditreform Infrastructure Monitor, 22.05.2026.

Kredit-Ausfallraten nach Sektor

Kreditausfallraten auf Unternehmensebene
in Prozent in Deutschland

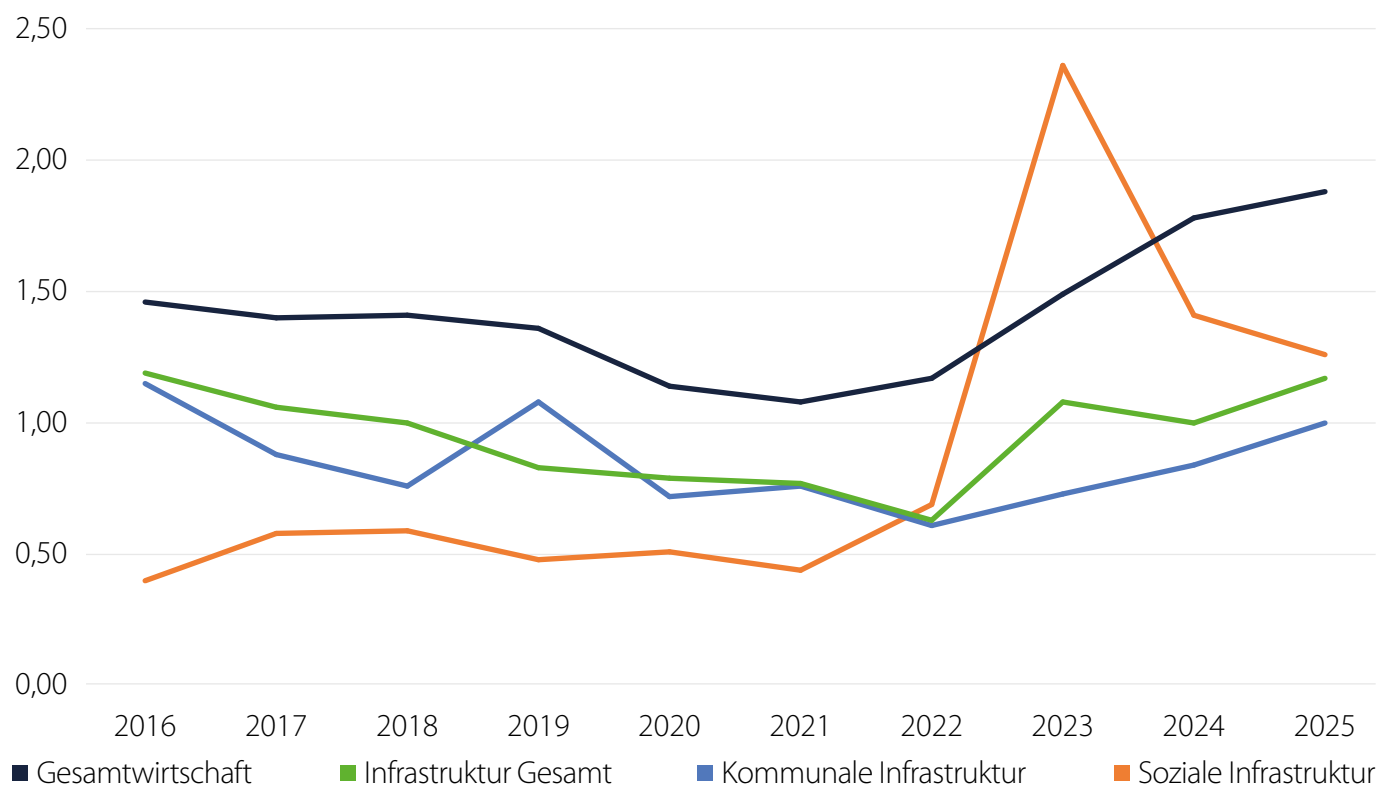


Abbildung 6: Kreditausfallraten auf Unternehmensebene in Prozent in Deutschland, für die Gesamtwirtschaft, Infrastruktur insgesamt, kommunale Infrastruktur und soziale Infrastruktur. Quelle: Creditreform Rating.

Exkurs Soziale Infrastruktur, vgl. auch Deep Dive 1:

Der Sektor soziale Infrastruktur²³ nimmt eine Sonderrolle ein. Die zugrundeliegenden Unternehmen sind teils in kommunaler Hand, jedoch teils auch bereits privatisiert. Die Ausfallraten in sozialer Infrastruktur lagen dabei bis 2021 noch deutlich unter jenen bei kommunaler Infrastruktur (Abbildung 6). Die Inflation im Zuge des russischen Angriffskrieges in der Ukraine, ließ Unternehmen aus dem Bereich soziale Infrastruktur, wie Krankenhäuser jedoch häufig in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten.²⁴

In den Daten zeigt sich ein sprunghafter Anstieg der Ausfallraten, mit der Spitze in 2023, besonders bei Pflegeheimen, seither jedoch wieder eine langsame Normalisierung. Insbesondere die operative Kostendynamik sind hier ein wesentlicher Treiber. Höhere Personal-, Energie- und Finanzierungskosten führten zu Belastungen, während Vergütungs- und Refinanzierungsstrukturen nur eingeschränkt bzw. zeitverzögert angepasst werden konnten. Daraus folgt, dass soziale Infrastruktur auch erheblichen Betreiberrisiken ausgesetzt ist und kein reines Core-Asset darstellt. Die die zugrunde liegende Nachfrage nach den Leistungen im Bereich sozialer Infrastruktur bleibt jedoch weiterhin sehr stabil. Ein effizienter Markt mit angemessenen Kreditrisiko-Prämien ist daher entscheidend für mehr privates Kapital im Bereich sozialer Infrastruktur.

²³ Vgl. Technischer Anhang.

²⁴ FPS Guide - Kliniken in der Krise, 2023.

1.3.3. Zusammenfassung: Marktüberblick zu institutionellem Kapital in kommunaler Infrastruktur

- Der erhebliche Finanzierungsbedarf bei kommunaler Infrastruktur in Deutschland wird bislang kaum durch institutionelle Investoren gedeckt.
- Asset Manager nehmen als Schnittstelle eine Schlüsselrolle ein und es existiert eine kleine Anzahl, die in dem Bereich aktiv ist.

Aktivitäten von Asset Managern in kommunaler Infrastruktur nach Sektor

- Investitionen sind bislang überwiegend projektweise und auf wenige, besonders geeignete Segmente konzentriert.
- Mismatch bezüglich der Kapitalnachfrage nach Sektor: bereits aktive Asset Manager konzentrieren sich überwiegend auf den Bereich Wärme und Energie, während andere Sektoren trotz hohem Investitionsrückstand noch kaum adressiert werden.

Analyse des Risiko-Rendite-Verhältnisses kommunaler Infrastruktur mittels Kreditausfallraten

- Strukturell bedingte vergleichsweise niedrigere Ausfallraten kommunaler Infrastrukturunternehmen
- besonders hohes Maß an Stabilität, in der bereits resilienten Assetklasse Infrastruktur - insbesondere in schwierigen Marktphasen attraktive Charakteristika als möglicher Hedge
- Kehrseite: geringe Kreditrisikoprämien für mögliche Investoren
- Illiquiditätsprämien, sowie Komplexitätsprämien, insbesondere bei Transformationsvorhaben der Kommunen und Stadtwerke, sind entsprechend die entscheidenden Stellschrauben bzgl. der Renditeaufschläge kommunaler Assets im Vergleich zu liquiden Bonds.

1.4. Hemmnisse für Asset Manager in kommunale Infrastruktur zu investieren

- *Welche Hemmnisse gibt es für Investitionen in kommunale Infrastruktur?*

Angesichts des enormen Investitionsbedarfs in der kommunalen Infrastruktur in Deutschland, der bislang geringen Marktdurchdringung institutionellen Kapitals und der geringen Anzahl aktiver Asset Manager in diesem Bereich (Abbildung 3) stellt sich die Frage nach Einstiegsbarrieren und Hemmnissen. Aus diesem Grund befragten wir im BAI Member Survey 2025 die Asset Manager, warum sie bislang (noch) nicht in kommunale Infrastruktur investieren (Abbildung 7). Hauptfaktor ist dabei, dass noch keine Strategie für den Bereich entwickelt wurde (45%). Auch zu geringe Renditeerwartungen, bzw. ein unattraktives Risiko-Rendite-Verhältnis im Bereich kommunaler Infrastruktur (29%) und mangelnder Zugang, bzw. ein Mangel an investierbaren Projekten (27%) wurden häufiger genannt.



Warum Asset Manager (noch) nicht in kommunale Infrastruktur investieren

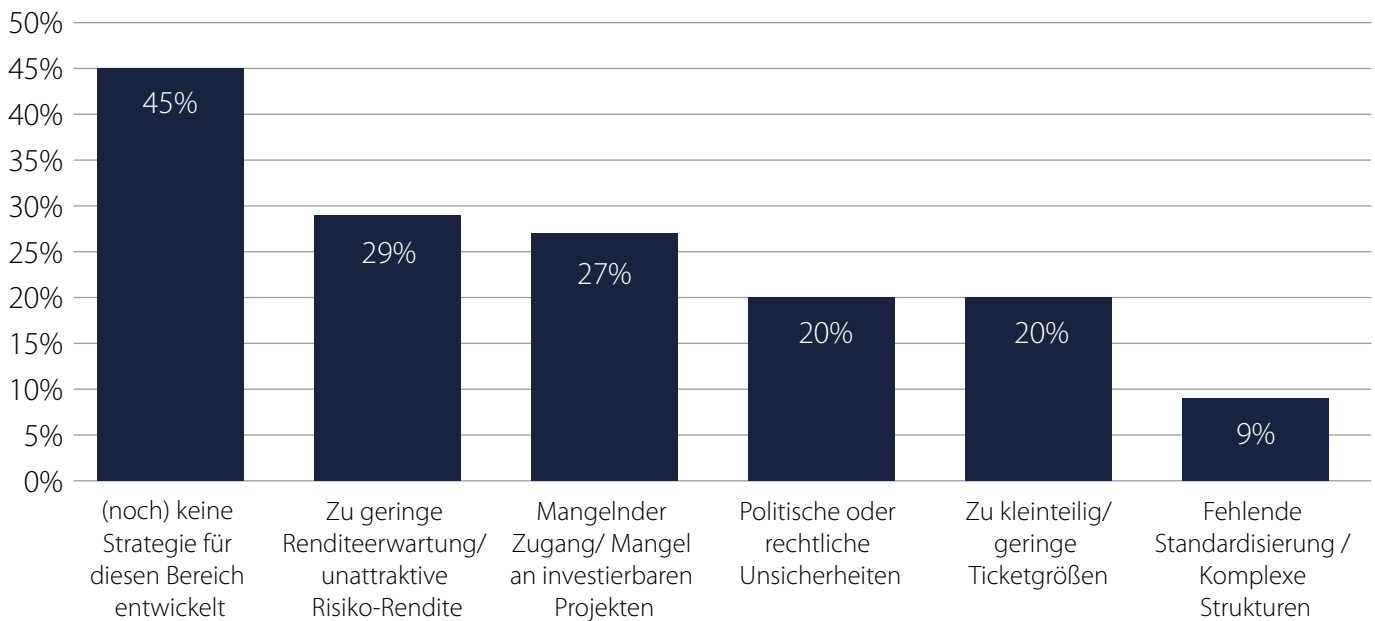


Abbildung 7: Aus welchen Gründen investieren (Infrastruktur-) Asset Manager noch nicht in kommunale Infrastruktur in Deutschland?
Quelle: BAI Member Survey 2025.

Im Folgenden beleuchten wir die Hemmnisse im Einzelnen anhand von Expertenaussagen.

1.4.1. Mangelnde Strategien der Asset Manager als Hemmnis

45 % der im Bereich der Infrastruktur in Deutschland aktiven Asset Manager gaben an, (noch) keine explizite Strategie für kommunale Infrastruktur zu verfolgen.

Die Assetklasse Infrastruktur lässt sich nach Kapitalart, Projektphase (z.B. Greenfield/Brownfield), Strategie, bzw. Risiko-Rendite-Struktur (z.B. Core, Core-Plus, ...) und Sektoren (z.B. erneuerbare Energien, Transport oder Digitales) klassifizieren. Basierend auf unterschiedlichen Risiko-Rendite-Strukturen, Zugangsmöglichkeiten und Korrelationen mit anderen Assets sind Infrastrukturstrategien bei Asset Managern üblicherweise entlang dieser Kategorien strukturiert.²⁵ Daher weisen sie häufig globale Diversifikation auf. Die deutsche Infrastruktur und kommunale Infrastruktur im Beson-

deren, ist hingegen sektoral, und bzgl. möglichen Zugängen und Strategien sehr heterogen, jedoch regional spezifisch und wird entsprechend zumeist noch nicht eigenständig von Asset Managern adressiert.

Stadtwerke stehen einerseits vor enormen Investitionsbedarf, der ihren konventionellen Kreditrahmen deutlich übersteigt. Andererseits ist die Struktur als Querverbund angelegt, der dazu dient, dass gewinnbringende Bereiche defizitäre Sektoren wie Schwimmbäder oder den Nahverkehr quersubventionieren. Potenzielle Investoren möchten nicht mit Verlusten aus defizitären Bereichen belastet werden, was die Attraktivität von Investitionen deutlich mindert. Der Kapitalbedarf kann entsprechend größere Umstrukturierungen bei den Stadtwerken erforderlich machen.²⁶

²⁵ Vgl. BAI Informationsbroschüre Infrastruktur 2022.

²⁶ Kapitalbedarf zwingt Stadtwerke zur Umstrukturierung, Energate 06.01.2026, Infrastrukturfinanzierung Der Querverbund als Bremsklotz der Investorensuche, Energate 06.01.2026.

Aus Fund of Fund Perspektive wird die Situation folgendermaßen beschrieben:



Max Schönfelder, Head of Transactions Alternative Investments, Helaba Invest

Max Schönfelder, Head of Transactions Alternative Investments, Helaba Invest,

betont, dass kommunale Infrastruktur aus Investorensicht stets ein heterogenes Konglomerat sehr unterschiedlicher Assets darstellt.

Innerhalb kommunaler Portfolios existierten sowohl Einrichtungen ohne Renditeerfordernis, etwa Schwimmbäder oder andere Einrichtungen der Daseinsvorsorge, als auch klar ertragsorientierte Vermögenswerte wie Solar- und Windparks, Wärmenetze oder andere Energieinfrastrukturen. Für Kommunen stehe dabei weniger die Rendite einzelner Assets im Vordergrund, sondern vielmehr ein insgesamt ausgeglichener Haushalt. Aus Investorensicht entstehe genau hier ein strukturelles Spannungsfeld.

Für private Kapitalgeber sei es notwendig, gezielt diejenigen Vermögenswerte zu identifizieren, die eigenständig wirtschaftlich tragfähig seien. Diese ließen sich jedoch nur schwer isolieren, da Kommunen ein legitimes Interesse daran hätten, profitable und defizitäre Bereiche gemeinsam zu steuern. Besonders attraktiv seien aus Sicht institutioneller Investoren solche Assets, die weitgehend marktwirtschaftlich organisiert seien oder keiner bzw. nur geringer Regulierung unterlägen. Als Beispiel nennt Schönfelder insbesondere Stromerzeugungsanlagen aus erneuerbaren Energien, bei denen sich zunehmend privatwirtschaftliche Stromabnahmeverträge (Power Purchase Agreements, PPAs) durchsetzen. Diese ermöglichten eine hohe Planbarkeit der Cashflows und reduzierten die Abhängigkeit von staatlichen Einspeisevergütungen. Die Herausforderung bestehe darin, diese Interessen so auszutarieren, dass sowohl

kommunale Haushaltsziele als auch die Anforderungen institutioneller Investoren erfüllt werden.

Die beschriebene Struktur erfordert entsprechend großes Know-How auf Seiten der Asset Manager und macht die Entwicklung von Strategien in dem Bereich herausfordernd. Wie beschrieben (vgl. 1.3) herrscht bei den bereits im Bereich kommunaler Infrastruktur in Deutschland aktiven Asset Managern zumeist eine Spezialisierung und starke Konzentration auf marktnähere, cashflow-stabile Sektoren vor. Skalierung, als auch Strategien für weitere kommunale Sektoren bieten noch großes Potenzial.

1.4.2. Die Risiko-Rendite-Struktur kommunaler Infrastruktur als Hemmnis

An zweiter Stelle der Hemmnisse aus Sicht der Asset Manager folgt mit 29% der Antworten eine vergleichsweise zu geringe Renditeerwartung, bzw. ein unattraktives Risiko-Rendite-Verhältnis bei Investitionen in kommunale Infrastruktur in Deutschland. Das Thema Risiko-Rendite deutscher Infrastruktur im internationalen Vergleich wird auch von Investoren sehr häufig als Grund für den sogenannten umgekehrten Home-Bias – den Fakt dass überwiegend in ausländische Infrastruktur investiert wird - genannt.²⁷ Aufgrund der schwierigen Datenlage ist es bislang jedoch nicht möglich die von Seiten zahlreicher Stakeholder aufgestellte These der vergleichsweise schlechteren Rendite mittels Benchmark-Indikatoren für deutsche Infrastruktur im internationalen Vergleich zu verifizieren.

Wie die Gespräche mit den Stakeholdern zeigen, ist das Mismatch zwischen der Renditeerwartung der Investoren, bzw. Asset Manager, und der Kommunen die zentrale Herausforderung. Kommunen legen häufig die günstigen Konditionen von Kommunaldarlehen als Maßstab für die Renditeerwartungen an, was sich

²⁷ BAI Infrastruktur Report Deutschland 2025.

nicht mit den Erfordernissen der Asset Manager, angesichts des Strukturierungsaufwandes, deckt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der potenzielle Renditeaufschlag privater Investitionen im Vergleich zu klassischer Kommunalfinanzierung letztlich von Gebührenzahlern bzw. Steuerzahlern getragen wird. Der Renditeaufschlag muss entsprechend als Preis für zusätzliche Risikoübernahmen, Komplexität und die Mobilisierung zusätzlichen Kapitals gegenüber kommunalen Stakeholdern und Bevölkerung gerechtfertigt werden. Hierbei gilt es transparent zu sein. Gleichzeitig fehlt auf kommunaler Eigentümerebene noch teilweise das Bewusstsein dafür, dass Transformationsinvestitionen andere Risiko- und Ertragsprofile aufweisen als Finanzierungen historisch gewachsener Bestandsinfrastruktur und entsprechend andere Risiken und Komplexität aufweisen. Der Dialog zwischen Stadtwerken und Kommunen kann als klassischer Aushandlungsprozess verstanden werden: Unternehmen in Sektoren der kommunalen Daseinsvorsorge bzw. kommunalen Infrastruktur streben naturgemäß möglichst niedrige Finanzierungskosten an, während Investoren eine angemessene Vergütung für eingegangene Risiken erwarten. Der

Markt ist aktuell auch aufgrund mangelnder Informationen noch nicht effizient. Neben Faktoren wie der Strukturierung kommunaler Infrastrukturprojekte für institutionelle Investments kommt entsprechend aus Sicht der Asset Manager der Überzeugungs- und Erklärungsarbeit hinsichtlich der Vorteile privater Investitionen eine entscheidende Rolle zu. Insbesondere gilt es realistische Erwartungen an das Risiko-Rendite-Profil zu vermitteln und für einen Interessenausgleich mit der Bevölkerung zu sorgen.

Zieht man die schematische Darstellung eines Fund-of-Funds-Managers bzgl. Netto-IRR auf Zielfondsebene nach Investmentfokus von Infrastrukturfonds heran ([Abbildung 8](#)), so befindet sich kommunale Infrastruktur mit ihren verfügungsbasierten und teilweise regulierten Entgelten überwiegend im Core-Bereich. Wird nicht in Bestandsinfrastruktur investiert, sondern z.B. neue Projekte zur Energietransformation bei Stadtwerken und Kommunen finanziert, so treten Projektentwicklungsrisiken und aktive Wertschöpfung auf, und man befindet sich in der schematischen Darstellung im Bereich Core-Plus.



Schematische Darstellung der Netto-IRR auf Zielfondsebene nach Investmentfokus von Infrastruktur

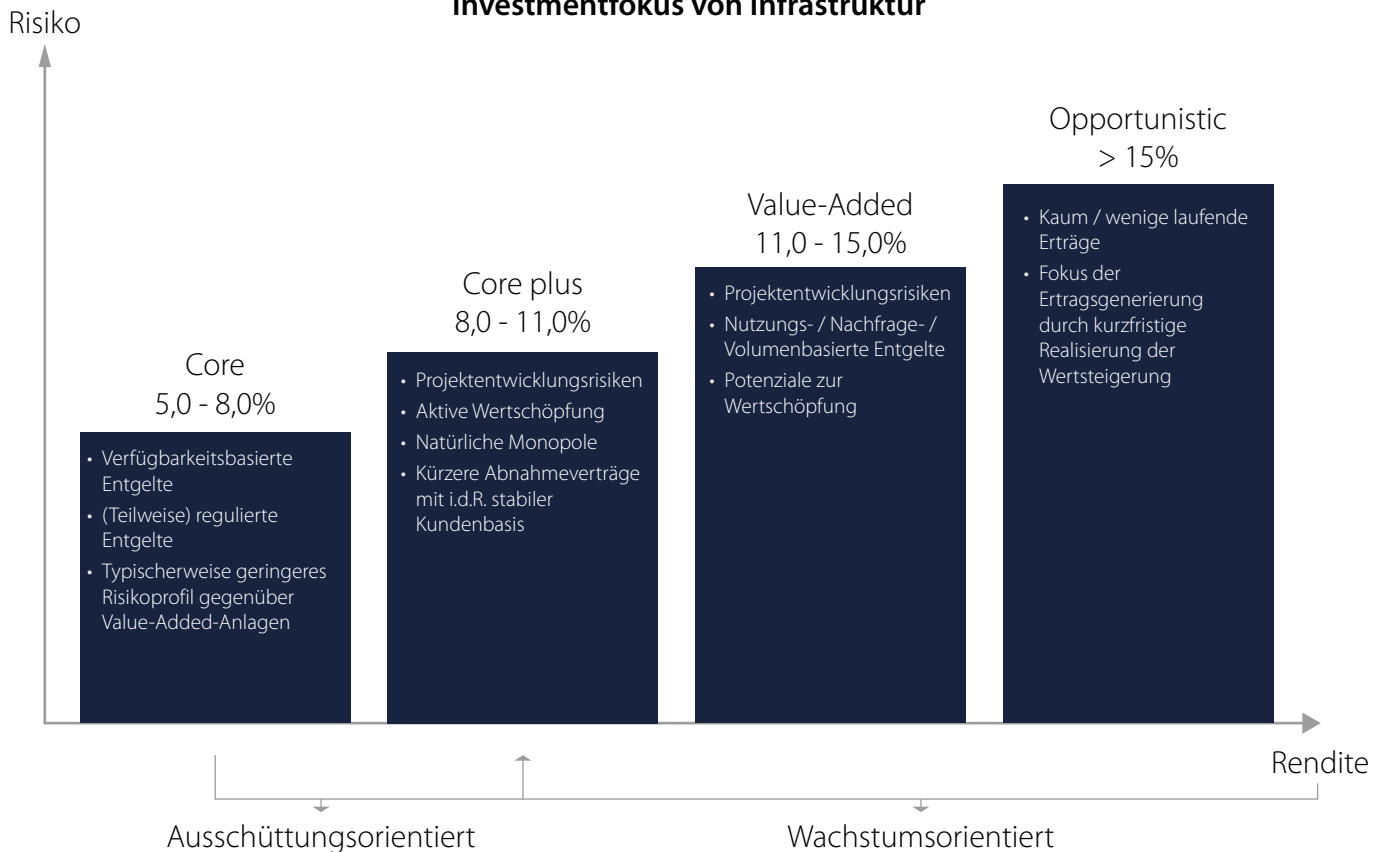


Abbildung 8: Schematische Darstellung der Netto-IRR auf Zielfondsebene nach Investmentfokus bei Infrastrukturfonds. Quelle: Helaba Invest, Börsen-Zeitung 13. Januar 2026.

Unklare Governance-Fragen und heterogene Vertrags- und Projektstrukturen erhöhen jedoch teilweise die Komplexität des Fondsportfolios, die Transaktionskosten und den Governance-Aufwand, was zu einer Verschiebung in Richtung Value-Added führen und das wahrgenommene Risiko-Rendite-Mismatch vereinfacht erklären kann. Wenn Risikoaufschläge nicht oder nur begrenzt vergütet werden, kommt es zu strukturellen Verzerrungen auf Zielfondsebene und Investoren weichen aufgrund von Opportunitätskosten auf andere Infrastruktursegmente oder Auslandsmärkte aus.

1.4.3. Weitere Hemmnisse – der strukturelle gordische Knoten

Bei den Hemmnissen für Investitionen in kommunale Infrastruktur aus Sicht der deutschen Asset Manager folgt eine ganze Reihe miteinander verbundener Faktoren (Abbildung 7).

- **27% sehen fehlenden Zugang, bzw. einen Mangel an investierbaren Projekten als Hemmnis an.**

Hierbei spielt das oben diskutierte, als nicht attraktiv wahrgenommene Risiko-Rendite-Verhältnis bzw. das bislang schlechte Matching zwischen den Interessen der Asset Manager und der Stadtwerke und Kommunen eine Rolle.

- **Zu kleinteilige Strukturen (20%)** erschweren den Zugang für institutionelles Kapital ebenso wie politische oder rechtliche Unsicherheiten
- **Hohe Komplexität und fehlende Standards (9%)** können als Folge der zuvor genannten Faktoren verstanden werden.

Die Umfrageergebnisse und Interviews zeigen, dass der Mangel an institutionellem Kapital für kommunale Infrastruktur in Deutschland auf einen

komplexen Problemzusammenhang mit vielfältigen Wechselwirkungen zurückzuführen ist. **Kleinteilige Projektstrukturen** führen zu **hoher Komplexität und erschweren die Bildung von Standards**. Dadurch entstehen sowohl ein **eingeschränkter Zugang zu investierbaren Projekten** als auch eine aus Sicht der Asset Manager **unattraktive Risiko-Rendite-Struktur**. Diese wiederum trägt dazu bei,

dass nur wenige **Projekte so strukturiert werden, dass sie für institutionelle Investoren investierbar** sind. Dieser gordische Knoten lässt sich nur mittels geeigneter **Strategien auf Seiten der Asset Manager** durchschlagen und erfordert Maßnahmen zur Standardisierung und Bündelung kommunaler Infrastrukturprojekte.

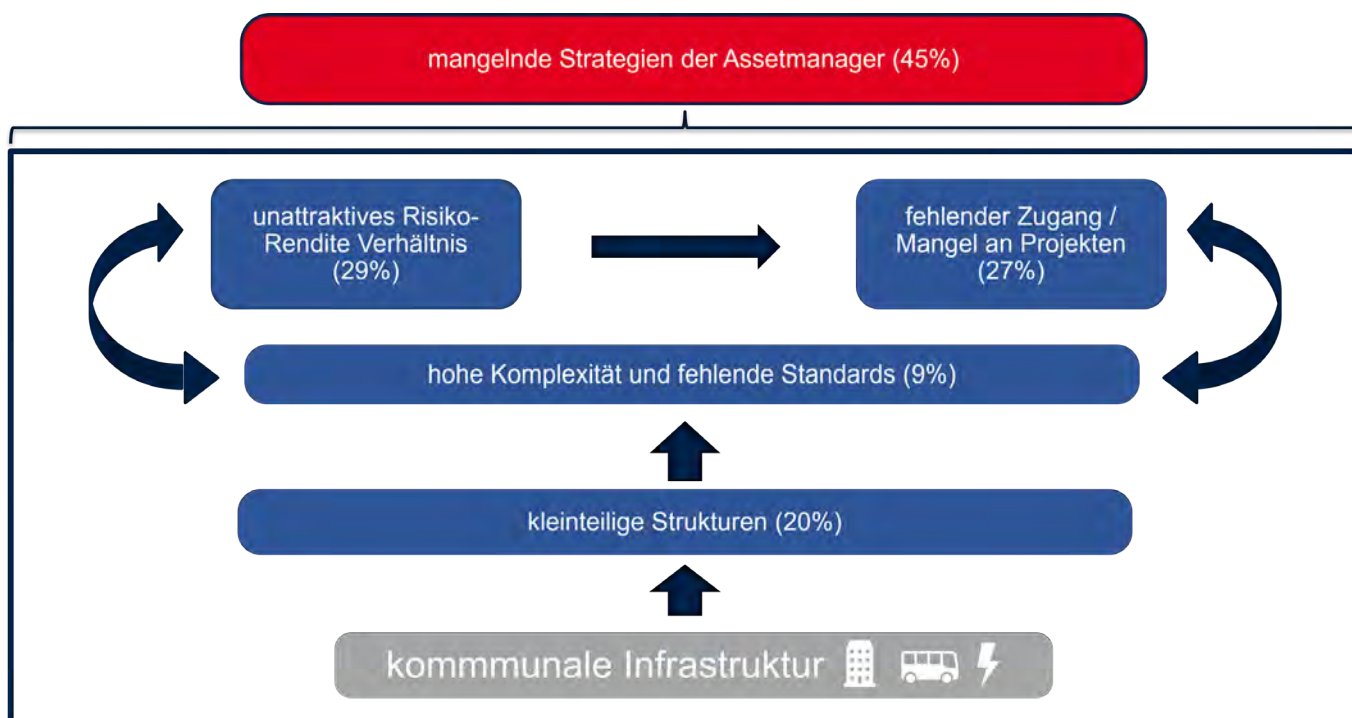


Abbildung 9: Der gordische Knoten struktureller Hemmnisse für privates Kapital in kommunaler Infrastruktur, Schematische Darstellung von zusammenhängenden Hemmnissen, jeweils Anteil der Asset Manager, der den Grund als Hemmnis im BAI Member Survey 2025 angab in Prozent in Klammern, Quelle: eigene Darstellung.

1.4.4. Zusammenfassung: Hemmnisse für Asset Manager in kommunale Infrastruktur zu investieren

1. Mangelnde Strategien der Asset Manager für Investitionen in kommunale Infrastruktur in Deutschland als übergeordnetes Hemmnis

- klassische Infrastrukturstrategien sind häufig international, bzw. global diversifiziert und sektoral strukturiert und kommunale Infrastruktur in Deutschland ist heterogen und regional.

- Das Querverbund-Prinzip der Stadtwerke als Hemmnis für die Entwicklung von Strategien: Profitable Bereiche wie Energie subventionieren defizitäre Bereiche. Aus Investorensicht sind hauptsächlich marktnäher organisierte profitable Assets attraktiv während Kommunen profitable und defizitäre Bereiche gemeinsam steuern wollen

2. Die Risiko-Rendite-Struktur kommunaler Infrastruktur als Hemmnis

- wahrgenommenes unattraktives Risiko-Rendite-Verhältnis bei Investitionen in kom-

munale Infrastruktur in Deutschland, im Vergleich zu anderen Infrastruktur-Sektoren oder ausländischen Assets als zentrales Hemmnis

- ineffizienter Markt aufgrund mangelnder Informationen - Mismatch zwischen der Renditeerwartung der Investoren, bzw. Asset Manager und den kommunalen Stakeholdern
- unklare Governance-Fragen, sowie heterogene Vertrags- und Projektstrukturen erhöhen die Komplexität, Transaktionskosten und den Governance-Aufwand aus Perspektive der Asset Manager, was zum wahrgenommenen Risiko-Rendite-Mismatch beiträgt.

3. Weitere Hemmnisse – der strukturelle gordische Knoten

- komplexe Problemzusammenhang mit vielfältigen Wechselwirkungen: kommunale Infrastruktur hat kleinteilige Projektstrukturen, was zu hoher Komplexität und fehlenden Standards führt und Zugang zu investierbaren Projekten aus Sicht der Asset Manager erschwert.
- Beides zusammen führt zu einer als unattraktiv wahrgenommenen Risiko-Rendite-Struktur, was bislang den Anreiz senkt, Projekte so zu strukturieren, dass sie für institutionelle Investoren investierbar werden.
- Geeignete Strategien auf Seiten der Asset Manager sind erforderlich.

1.5. Praktische Lösungsansätze für mehr Investitionen in kommunale Infrastruktur

- *Welche Lösungsansätze gäbe es für mehr Investitionen in kommunale Infrastruktur unter Beteiligung institutioneller Investoren?*

Das Ziel, mehr privates Kapital zur Finanzierung kommunaler Infrastruktur einzusetzen, erfordert eine systematische Analyse der Rahmenbedingungen und Hemmnisse, die aktuell bestehen. Auf Basis der Analyse leiten wir konkrete praktische Lösungsansätze her. Neben O-Tönen von Marktteilnehmern zeigen wir anhand von Deep Dives aktuelle Beispiele für praktische Lösungsansätze, die diskutiert werden oder bereits implementiert wurden.

1.5.1. Politischer Konsens zur Rolle privaten Kapitals, Planungs- und Rechtssicherheit

Daten aus dem BAI Investor Survey 2023²⁸ zeigen, dass strukturelle Rahmenbedingungen und stabile Regulatorik die Grundvoraussetzungen für private Investitionen in Infrastruktur sind. In Deutschland gibt es, auch aufgrund negativer Erfahrungen in der Vergangenheit, z.B. in den Nullerjahren im Wassergeschäft, im internationalen Vergleich noch häufiger Skepsis gegenüber privater Infrastrukturinvestitionen. Die Vorbehalte führen teilweise zu sehr polarisierten politischen Positionen zum Thema. Besonders im kommunalen Bereich ist die Nutzung privaten Kapitals gesellschaftlich umstritten und stößt häufig auf Widerstände. Bürgerpartizipation ist entsprechend von fundamentaler Bedeutung für den Erfolg von Projekten.²⁹ Eventuelle kurzfristige Belastungen, z.B. durch Baulärm, Umwelteingriffe oder höhere Finanzie-

²⁸ BAI Infrastruktur Report Deutschland 2024, S.27.

²⁹ BAI Infrastruktur Report Deutschland 2025, S.31-33.

rungskosten im Vergleich zu rein staatlichen Investitionen müssen dabei transparent Vorteilen gegenübergestellt werden:

- a) Langfristig bessere und nachhaltigere Infrastruktur durch zusätzliches Kapital, welches zur Finanzierung von Infrastruktur genutzt werden kann.
- b) Möglicherweise effizientere Nutzung von Kapital im Vergleich zu rein staatlichen Projekten

Aus den Gesprächen folgt entsprechend, dass ein lagerübergreifender politischer Konsens zur Nutzung privaten Kapitals eine Grundvoraussetzung für gezielte Maßnahmen darstellt.

Max Schönfelder, Helaba Invest, argumentiert konkret, ein wesentlicher Verbesserungsansatz bestehe darin, klar und verbindlich festzulegen, in welchem Umfang Eigenkapitalinvestoren zu Nachschüssen verpflichtet werden können. Solange diese Frage offenbleibe oder politisch nachträglich veränderbar sei, lasse sich das Risiko für langfristige Eigenkapitalinvestments nicht angemessen bewerten. Dies wirke insbesondere bei kommunalen Beteiligungen und regulierten Netzinvestitionen abschreckend.

Für Investoren sei entscheidend, bereits beim Einstieg eine verlässliche Sicht darauf zu haben, wie sich Renditen und regulatorische Rahmenbedingungen über den gesamten Investitionshorizont entwickeln. Die Möglichkeit politischer Eingriffe bei jeder neuen Regulierungsperiode erhöhe die Unsicherheit erheblich.

Im internationalen Vergleich verweist Schönfelder auf Länder wie das Vereinigte Königreich oder Irland, in denen Regulierungsrahmen für die gesamte Investitionsdauer festgelegt würden. Diese langfristige Stabilität – häufig über mehrere Legislaturperioden hinweg – ermögliche es Investoren, Risiken realistisch

zu kalkulieren und Kapital zu mobilisieren. In Deutschland hingegen fehle ein vergleichbarer, politisch lagerübergreifender Konsens zur Rolle privaten Kapitals in der Infrastruktur. Aus politischer Sicht leitet Schönfelder daraus die Empfehlung ab, Regulatorik stärker zu entpolitisieren und langfristig zu binden, um Vertrauen bei privaten Kapitalgebern aufzubauen.

1.5.2. Plattformmodelle, Standardisierungen und Zusammenschlüsse

In 1.4.3 schilderten wir den strukturellen gordischen Knoten im Bereich kommunaler Infrastruktur aus kleinteiligen Projektstrukturen, hoher Komplexität und fehlenden Standards, die zum eingeschränkten Projektzugang für institutionelle Investoren und zur als unattraktiv wahrgenommenen Risiko-Rendite-Struktur führen. Um diesen gordischen Knoten zu durchschlagen, bedarf es geeigneter Strategien seitens der Asset Manager. Ein wirkungsvolles Instrument, um die hohe Komplexität aufgrund kleinteiliger Strukturen zu reduzieren, ist die Bündelung und Standardisierung kommunaler Infrastrukturprojekte.

Wir sehen aktuell, dass Marktakteure wie Asset Manager, kommunale Stakeholder und institutionelle Investoren an Zusammenschlüssen, Kooperationsmodellen bzw. Plattformlösungen arbeiten, um die Komplexität kommunaler Assets zu reduzieren. Kommunale Infrastruktur besteht aus einer Vielzahl verschiedener Sektoren (vgl. 1.3.1), wobei die Querverbund-Struktur der Stadtwerke (vgl. 1.4.1) den Zugang erschwert und maßgeschneiderte Lösungen erfordert. Asset Manager sind gefragt, hier im Dialog mit kommunalen Entscheidungsträgern und dem klassischen Finanzierungsmarkt Lösungen zu entwickeln.

Deep Dive 2: Plattformmodell für kommunale Infrastruktur eines Asset Managers - LBBW Asset Management



Andre Pfleger, Head of Transformationsfinanzierung, LBBW Asset Management

Andre Pfleger, Head of Transformationsfinanzierung, LBBW Asset Management, erläutert, dass kleinteilige Projektstrukturen und heterogene Anforderungen vereinfachte und skalierbare Strukturen erfordern, etwa durch den Einsatz standardisierter Prozesse und kapitalmarktähnlicher Instrumente wie Hybridkapital. Ziel sei es, Transaktionskosten zu reduzieren und den relativ geringen Renditespielraum nicht durch komplexe und kostenintensive Strukturen aufzuzehren. Unter der sogenannten „Plattform“ sei im Kern eine Umbrella-Struktur zu verstehen, die es ermöglicht, verschiedene Teilstrategien und Teilfonds im Bereich der kommunalen Infrastruktur zu bündeln und deren unterschiedliche Finanzierungsbedarfe flexibel und modular abbilden zu können.

Innerhalb des begrenzten Verhandlungsspielraums zwischen Investoren und kommunalen Akteuren gilt es, einen Interessenausgleich zu ermöglichen: Während Investoren planbare Cashflows und klare Exit-Strukturen benötigen, bleibt für kommunale Akteure entscheidend, die Kontrolle über kritische Infrastrukturen zu behalten. In diesem Spannungsfeld gilt die Strukturierung der Finanzierungsinstrumente als zentraler Erfolgsfaktor.

Unterschiedliche Investorentypen haben jeweils eigene Anforderungen und Herausforderungen. Die Komplexität kommunaler Infrastruktur macht Plattformen und Kooperationsmodelle, mit standardisierten Investitionen auch auf Seiten institutioneller Investoren zu einem sinnvollen Ansatz zur Bündelung gleichgerichteter Interessen.



Christian Chrobok, Leiter SAA, WPV

Auch **Christian Chrobok, Leiter SAA, WPV,** sieht Potenzial in gemeinschaftlichen Infrastrukturtransaktionen, um u.a. auch das Thema öffentlicher Infrastruktur in Deutschland zu forcieren.

„Beispielsweise könnten gleichartige Investoren mit ähnlichen Anforderungsprofilen, wie z.B. Versorgungswerke, Pensionskassen oder Versicherungen, mit Hilfe eines institutionalisierten Plattformansatzes Kapital bündeln, um einen Projektzugang zu erreichen. Solche Ansätze können auch in Form strukturierter Club-Deal-Formate umgesetzt werden, beispielsweise über gemeinsame Spezialfonds oder vergleichbare

institutionelle Strukturen, bei denen mehrere Investoren koordiniert in einzelne Infrastrukturprojekte investieren. Gerade kleinere institutionelle Investoren stehen vor der Herausforderung des personellen Kapazitätsengpasses oder der relativ hohen Kosten, die mittels Skalierungseffekten reduziert werden können. Gleichzeitig lassen sich Investitionen in unterschiedliche Infrastruktursegmente von digitaler Infrastruktur über Energie bis hin zu sozialer Infrastruktur effizienter umsetzen und mit institutionellem Kapital unterlegen. Zusätzlich bieten solche Plattformen die Möglichkeit, gezielt auf unterschiedliche Investorenbedürfnisse einzugehen – etwa hinsichtlich der bevorzugten Beteiligungsformen (Eigen- oder Fremdkapital), eines standardisierten Berichtsformats sowie des Umgangs mit Engagement im Kontext interner und externer ESG-Anforderungen.“

Eine Entwicklung am Markt, die die zunehmende Bedeutung von Investitionen in kommunale Infrastruktur aus Sicht institutioneller Investoren in Deutschland verdeutlicht, ist, dass diese teilweise bereits selbst die Initiative ergreifen, um das Thema proaktiv bei Asset-Managern anzuschieben.

Deep Dive 3: Gemeinschaftlicher Ansatz von öffentlich-rechtlichen Investoren für Investitionen in kommunale Infrastruktur



Dr. Johannes Scheier,
Abteilungsleiter Asset
Management, - Planung
und Steuerung, VGH
Versicherungen

Dr. Johannes Scheier, Abteilungsleiter Asset Management, - Planung und Steuerung, VGH Versicherungen: Die „VGH verfolgt gemeinsam mit Partnern einen neuen Ansatz, um gezielt in kommunale Infrastruktur zu investieren. Hintergrund ist der erhebliche Kapitalbedarf der Stadtwerke in den kommenden Jahren, der von klassischen Banken nicht vollständig gedeckt werden kann, sowie die Skepsis der Stadtwerke gegenüber internationalem institutionellem Kapital, insbesondere Hedgefonds oder ausländischen Investoren. Die VGH kann hier als öffentlich-rechtlicher Versicherer mit regionaler Nähe Vertrauen schaffen.

Aber von vorne: Die Versicherungsgruppe Hannover plant in den nächsten Jahren zunächst rund ein Prozent der Kapitalanlagen – bezogen auf etwas über 20 Milliarden Euro – in erneuerbare Energien zu investieren. Damit will man nicht nur Kapital anlegen, sondern auch die wirtschaftliche Transformation und die Energiewende in Europa unterstützen. Aus Risiko- und regulatorischen Gründen erfolgen die Investitionen nicht direkt über die Bilanz, sondern über ein Bündelungsvehikel, das in Zusammenarbeit mit der Universal Investment als KVG aufgelegt worden ist.

Da die Anlageklasse für die VGH neu ist, hat sie sich für die ersten Investitionen Partner gesucht. So hat sie als Seed-Investor gemeinsam mit der im Bereich Infrastruktur sehr erfahrenen Versicherungskammer Tecta Invest und dem Münchener Asset Manager LHI an der Auflage des Fonds „LHI Regionergy“ gearbeitet. Diese Partner bringen Know-How, operative Erfahrung und bestehende Netzwerke mit. Die VGH steuert neben dem Kapital ihr Sparkassen-Netzwerk aus ihrem Geschäftsgebiet im norddeutschen Raum hinzu. Letzteres erleichtert den Zugang zu Stadtwerken, die häufig über Sparkassen ihre Finanzierungen abwickeln, und erlaubt eine Bündelung gleichgerichteter Interessen.

Zudem ist die strategische Dimension zu betonen: Die Investitionen sollen nicht nur Rendite und stabile langfristige Cashflows bringen, sondern auch das Profil der VGH als öffentlich-rechtlicher Investor stärken. Die Anlageklasse wird als nachhaltig und strategisch sinnvoll betrachtet, wobei marktübliche Renditen angestrebt werden. Aus Investorensicht erscheint der Zeitpunkt für den Einstieg günstig, da es ein wachsendes Angebot an Assets gibt, die zudem das gestiegene Zinsniveau bei ihrer Bewertung verarbeitet haben. Durch den Fokus auf Projekte vor der Haustür, bekannte Partner und ein funktionierendes Rechtssystem kann man zusätzliche Vorteile im Rendite-Risiko-Profil erzielen. Gleichzeitig trägt dieser Ansatz dazu bei, die bislang unterentwickelte Infrastrukturförderung in Deutschland zu stärken und einen positiven „Home Bias“ im deutschen Infrastrukturmarkt zu fördern.“

1.5.3. Strukturierungsmodelle und Beteiligungsformen

Wie in 1.4.3 beschrieben, ist fehlender Projektzugang, bzw. ein Mangel an investierbaren Projekten, ein zentrales Hemmnis für Asset Manager, in kommunale Infrastruktur zu investieren (27% der befragten Asset Manager). Bündelung und Standardisierung kommunaler Infrastrukturprojekte mittels Plattformen, Zusammenschlüssen oder Kooperationen verschiedener Stakeholder sind wirkungsvolle Modelle, um Komplexität zu reduzieren und die Investierbarkeit der Projekte zu erhöhen. Weiter bedarf es jedoch konkrete Modelle für die Investition in kommunale Assets.

Während die Interviews zeigen, dass Fremdkapital grundsätzlich für Stadtwerke verfügbar bleibt, wenn auch nicht zu gewohnten Konditionen, ist Eigenkapital der entscheidende Engpass, welcher sich üblicherweise nicht über Banken decken lässt. Hier rücken alternative Modelle ins Blickfeld. Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen sind dabei aus Sicht der Stadtwerke der Pflichtenwandel vor jeder Entscheidung. Die zentrale Herausforderung ist die Mobilisierung privaten Kapitals im Eigenkapital, ohne dabei die kommunale Steuerungsfähigkeit zu verlieren.

Im Folgenden zeigen wir auf, welche Strukturierungsmodelle und Beteiligungsformen in der Praxis schon existieren.



1.5.3.1. ÖPP: Theorie und deutsche Realität

Ein Konzept, welches häufig im Kontext privater Investitionen in Infrastruktur als Schlagwort genannt wird, sind Öffentlich-Private-Partnerschaften. Der theoretischen Definition nach sind klassische ÖPP schlicht eine Beschaffungsform für Infrastrukturprojekte, bei der staatliche Auftraggeber mit privaten Unternehmen kooperieren. Während die öffentliche Hand die Eigentümerin bleibt, werden die operative Umsetzung neuer Infrastruktur-Projekte, inklusive Finanzierung, Planung, Bau und anschließend der Betrieb für einen festgelegten längeren Zeitraum, von privaten Akteuren umgesetzt. Im Gegensatz zu klassischer Beschaffung, wo der Bau von Infrastrukturassets nicht unbedingt von den selben Akteuren organisiert wird wie der Betrieb, erstrecken sich ÖPP typischerweise über den gesamten Lebenszyklus. Insbesondere komplexere, langfristige Projekte profitieren entsprechend vom Know-How und den Anreizstrukturen bei privaten Akteuren, über alle Phasen des Lebenszyklus ökonomisch nachhaltig zu wirtschaften. Die langen Zyklen passen dabei in der Theorie sehr gut zu langfristigen Verpflichtungen institutioneller Investoren, insbesondere Lebens-, oder Rentenversicherungen.³⁰

Der Begriff ÖPP hat in Deutschland tendenziell einen schlechten Ruf, wofür neben Kritik des Bundesrechnungshofes an ÖPP im Fernstraßenbau insbesondere bürokratische Hürden verantwortlich sind. Zahlen aus der PPP-Projekt Datenbank zeigen, dass die Verbreitung klassischer ÖPP in den letzten Jahren in Deutschland auf niedrigem Niveau stagnierte und dem BAI Investor Survey folgend sind bislang nur eine kleine Minderheit der deutschen institutionellen Investoren in ÖPP investiert.³¹

³⁰ Regulierung - Infrastruktur schneller und effizienter modernisieren – mit ÖPP, GDV, 10.03.2026.

³¹ Vgl. BAI Infrastruktur Report 2025, S. 25-27.

Dr. Bernd Kreuter, Palladio Partners, erläutert, dass bei Investitionen in kommunale Infrastruktur grundsätzlich verschiedene Strukturierungsmodelle möglich sind, ÖPP jedoch bislang nur eine sehr untergeordnete Rolle spielen. In der Praxis setze man daher überwiegend auf Joint-Venture-Strukturen, häufig über spezielle Zweckgesellschaften (SPVs). Dabei handele es sich in der Regel um Eigenkapitalbeteiligungen, bei denen der Asset Manager oft den größeren Teil des Kapitals bereitstellt, während die operative Verantwortung typischerweise bei den Stadtwerken liegt. Die Governance würde unabhängig von der Beteiligungshöhe ausgestaltet und ermöglicht eine ausgewogene Steuerung auf Augenhöhe. Zugleich betont er die Komplexität einer solchen Abstimmung. Die Ausgestaltung von Governance, Rollenverteilung und Entscheidungsrechten erfordere intensive Abstimmungen und könne zeitaufwendig sein. Eine zentrale Voraussetzung für funktionierende Modelle sei daher, dass kommunale Partner gut beraten seien und über ausreichende Erfahrung verfügten.

ÖPP sind jedoch nicht einheitlich definiert, was mitunter zu Unschärfen und Missverständnissen führen kann. Die Europäische Kommission etwa unterscheidet zwischen ÖPP auf Vertragsbasis und institutionalisierten ÖPP.³² Die im allgemeinen Sprachgebrauch klassischerweise als ÖPP bezeichneten Strukturen sind demnach sogenannte vertragliche ÖPP. Hier besteht ein rein vertraglich geregeltes Verhältnis zwischen öffentlicher Hand und privaten Akteuren, wobei es eine Vielzahl möglicher Ausgestaltungen geben kann.

Unter institutionalisierte ÖPP versteht die Kommission hingegen Unternehmensneugründungen, die aus der Zusammenarbeit zwischen privaten und staatlichen Akteuren entstehen und gemischt finanziert werden.³³ Die angesprochenen Joint-Ventures wären dieser Definition nach entsprechend auch Formen von ÖPP, wenn sie auch in der Praxis anders bezeichnet werden.

1.5.3.2. SPVs und Projektgesellschaften

Grundsätzlich kommen zwei Strukturierungsansätze für externe Eigenkapitalbeteiligungen in Betracht: die direkte Bilanzierung beim Investor oder die Ausgliederung des Investitionsvorhabens in eine Projektgesellschaft. Direkte Beteiligungen sind gegenüber Kommunen und der Öffentlichkeit häufig schwer zu kommunizieren, da sie unmittelbar in der Bilanz des Investors bzw. Asset Managers sichtbar

werden. Für die außerbilanzielle Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen haben sich dagegen Projekt- bzw. Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles, SPVs) als gängiges Strukturierungsinstrument etabliert.

Neben der genauen vertraglichen Ausgestaltung der Zusammenarbeit aus staatlichen und privaten Akteuren sind jedoch die Vehikel entscheidend, über die institutionelle Investoren Zugang zu kommunalen Infrastrukturprojekten erhalten.

Vor diesem Hintergrund hebt **Markus Schmidt, INTREAL** hervor, ein zentrales Instrument sei die Bündelung von Infrastrukturprojekten in Zweckgesellschaften, an denen sowohl kommunale Akteure (z. B. Stadtwerke) als auch Fonds beteiligt sind. Während der Fonds Kapital bereitstellt, verbleiben Betrieb und Kontrolle typischerweise bei den

³² ÖPP, IBau Infodienst für Ausschreibungen, Glossar.

³³ Europäische Kommission MEMO/08/95, 2008.

kommunalen Akteuren, da diese ihre Assets nicht aus der Hand geben wollen. Zugleich betont Schmidt, dass solche Strukturen auch bilanzielle Vorteile für Kommunen bieten können, etwa durch Entlastung der Eigenkapitalquote und die Möglichkeit, zusätzliche Fremdfinanzierung auf SPV-Ebene zu erschließen. Außerdem erleichtert sie die Skalierbarkeit solcher Modelle, da sie standardisierbarer und für mehrere Projekte reproduzierbar sind.

Die Ausgestaltung von Projektgesellschaften ist dabei individuell sehr unterschiedlich und von den individuellen Bedürfnissen der Stadtwerke und Investoren abhängig. Sie erfordern häufig komplexe Verhandlungen. Das folgende Modell ist als Beispiel zu betrachten:

Deep Dive 5: Die Sicht eines Stadtwerks auf Beteiligungsmodelle - Morris May, Stadtwerke Neumünster

Morris May, Stadtwerke Neumünster, betont, dass die Zusammenarbeit mit Investoren im Rahmen einer Projektgesellschaft bewusst als partnerschaftliche Struktur ausgestaltet wurde. Die Stadtwerke behalten keine einseitige operative Dominanz, sondern agieren gleichberechtigt mit dem Investor auf Grundlage eines Gesellschaftsvertrags. Zentrale kommunalrechtliche Anforderungen – insbesondere aus der Gemeindeordnung – seien dabei explizit vertraglich verankert worden. Dies habe zwar einen erhöhten Abstimmungs- und Erklärungsbedarf gegenüber dem privaten Investor erfordert, sei jedoch von diesem akzeptiert und mitgetragen worden.

Gleichzeitig hebt er hervor, dass die gewählte Struktur politischen Vorbehalten gegenüber institutionellem Kapital entgegengewirkt habe. Anstatt externe Eigenkapitalgeber direkt in das Stadtwerk einzubinden, sei eine eigenständige Projektgesellschaft außerhalb der klassischen kommunalen Versorgungsbereiche gegründet worden. Dadurch habe sich die politische Akzeptanz deutlich erhöht. Zwar sei der Prozess der Gremienbeteiligung zeitintensiv gewesen, insbesondere aufgrund des notwendigen Erklärens von Risiken, Governance und Funktionsweise der Projektgesellschaft, letztlich sei die Entscheidung jedoch positiv begleitet worden. Ausschlaggebend dafür sei vor allem der langfristige Ansatz des Partners gewesen, der sowohl den kommunalen Interessen als auch den Anforderungen der Kapitalgeber des Partners Rechnung trage und stabile, risikoarme Cashflows über langfristige Pachtstrukturen ermögliche.

Aufgrund der Dimension des Finanzierungsbedarfs der Stadtwerke stellt sich die Frage inwiefern ein Modell wie jenes aus Neumünster übertragbar auf andere Infrastruktursegmente und Stadtwerke und somit theoretisch skalierbar ist.

Die Errichtung von Projektgesellschaften unter Einbindung von Kapitalgebern erfolgte hier mit dem Glasfaserausbau für ein neues Infrastrukturprojekt welches entsprechend noch nicht Teil der bestehenden Struktur des Stadtwerkes war. Dies habe die Akzeptanz für die Einbindung institutionellen Kapitals definitiv erleichtert, so Morris May. Gleichzeitig argumentiert er, basierend auf den getätigten Erfahrungen seien projektbasierte Gesellschaftsstrukturen keineswegs nur für neue Infrastrukturprojekte geeignet. Zwar sei die Übertragung auf bestehende Infrastruktur deutlich herausfordernder und zeitlich aufwendiger, insbesondere weil Investitionen in die kommunale Grundversorgung politisch sensibel sind und die Einbindung

externer Kapitalgeber gegenüber Bürgern und Gremien erklärungsbedürftig bleibt. Gleichwohl hält er es perspektivisch für kaum vermeidbar, auch bei der Erneuerung von Bestandsinfrastruktur neue Finanzierungswege zu prüfen, da der laufende Transformationsprozess mit eigenen Mitteln und begrenzten staatlichen Förderquellen nur schwer zu bewältigen sei. Entscheidend sei dabei der frühzeitige, transparente Umgang und Einbindung aller Beteiligten sowie die sorgfältige Analyse alternativer Kapitalformen. Neben klassischen Eigenkapitalpartnerschaften kämen auch hybride Instrumente wie Genussrechtskapital in Betracht. Für Stadtwerke bedeute dies, langfristige Investitionsentscheidungen frühzeitig vorzubereiten, verschiedene Strukturmodelle zu prüfen und politische Entscheidungsträger frühzeitig einzubeziehen, um Akzeptanz für neue Finanzierungsformen – auch im Bestand – überhaupt erst zu schaffen.

1.5.3.3. Hybridkapital und flexible Instrumente

Die angesprochenen hybriden Instrumente befinden sich auch im Baukasten an möglichen Finanzierungsformen eines Asset Managers, der die Zielsetzung verfolgt verschiedene Teilstrategien und Teilfonds im Bereich der kommunalen Infrastruktur zu bündeln. Die komplexen Finanzierungsbedürfnisse können entsprechend erfordern, dass nicht streng zwischen Eigen- und Fremdkapitallösungen unterschieden werden kann.



So macht **Andre Pflieger, LBBW Asset Management**, deutlich, dass Zweckgesellschaften (SPVs) bzw. Projektgesellschaften zwar eine Rolle spielen können, jedoch nicht als alleinige oder dominierende Struktur verstanden werden sollten. Vielmehr wird betont, dass es kein einheitliches Finanzierungsmodell („one fits all“) gebe und die Wahl der Struktur stark vom jeweiligen Asset-Typ abhängen.

Für bestehende Infrastrukturen der Daseinsvorsorge, insbesondere solche mit hohem Finanzierungsbedarf, sieht er den Einsatz von eigenkapitalähnlichen Instrumenten wie Hybridkapital als vorrangig an, da sie ermöglichen, Kapital bereitzustellen, ohne Eigentums- und Kontrollstrukturen grundlegend zu verändern. Dagegen seien Projektgesellschaften insbesondere bei neuen Assets, etwa im Bereich erneuerbarer Energien oder Wärmenetze, eine gängige und grundsätzlich geeignete Struktur, für die die Plattform ebenfalls offen ist. Entscheidend sei jedoch, dass die Finanzierungsstruktur nicht vorgegeben wird, sondern sich an den strategischen Präferenzen der Asset-Eigentümer orientiert.

1.5.4. Staatliche Investitions- und Finanzierungsvehikel

Ein grober politischer Konsens zur Bedeutung institutionellen Kapitals in kommunaler Infrastruktur und langfristig stabile Regulatorik sind Grundvoraussetzungen für eine strukturell umfangreichere Nutzung

institutionellen Kapitals im Bereich der kommunalen Infrastruktur. Auf dieser Grundlage können sinnvolle Strukturierungsmodelle und skalierbare Plattformlösungen auf Seiten der Asset Manager, als auch auf Seiten der kommunalen Akteure, entwickelt werden und sich verbreiten.

Grundsätzlich spielen staatliche Förderinstrumente als Standortfaktoren für Infrastrukturinvestitionen deutscher LPs gegenüber strukturellen Rahmenbedingungen eine untergeordnete Rolle³⁴. Im Falle von Marktineffizienzen, wo Marktmechanismen allein keine ausreichenden Investitionsanreize schaffen, können jedoch staatliche Akteure und Förderinstrumente gezielt wirken und positive Pfadabhängigkeiten initiieren. Zwei Hebel stehen dabei im Vordergrund: erstens die Rolle staatlicher Förderinstitutionen und übergeordneter Investitionsrahmen als Katalysatoren für privates Kapital, und zweitens Instrumente der staatlichen Risikoteilung, insbesondere First-Loss-Strukturen und Garantiefinstrumente, die das Risiko-Rendite-Profil kommunaler Assets gezielt verbessern.

1.5.4.1. Förderinstitutionen als Katalysatoren

Die konkrete Umsetzung aktueller staatlicher Förderinstrumente wie des Sondervermögens Infrastruktur und des Deutschlandfonds sieht sich u.a. der Kritik mangelnder Einbindung institutioneller Investoren ausgesetzt (vgl. 1.1.). Auch wird mit dem Bereich der Energieversorgungsunternehmen bislang nur ein Sektor der kommunalen Infrastruktur mit Investitionsbedarf im Deutschlandfonds adressiert. Zinsverbilligte KfW-Kredite sowie die teilweise Übernahme von Kreditrisiken bei Bankkrediten sind hier Teil des Instrumentenkastens³⁵. Wie diskutiert wird, angesichts der Summen an Investitionsbedarf in Deutschland, der Bankensektor das Gesamtvolumen nicht stemmen können und eine Einbindung insti-

tutioneller Investoren an der Infrastruktur-Transition ist erforderlich.

Den potenziellen Einfluss der staatlichen Investitions- und Finanzierungsvehikel bewertet **Jens Hennes, Hauptgeschäftsführer und Vorstandsmitglied, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein**, grundsätzlich sehr positiv: „Aus unserer Sicht braucht es dafür Kooperationen mit erfahrenen Asset Managern (GPs), die deutschen Limited Partners (LPs) eine geeignete Fondslösung anbieten können. Unser Fokus liegt dabei auf einem möglichen Co-Investment zum Infrastrukturpaket der Bundesregierung. Wir sprechen hierzu aktiv mit GPs, um auszuloten, wie der aktuelle Stand ist und auf welchem Weg ein Zugang möglich sein könnte. Bei auskömmlicher Rendite ist das in mehrfacher Hinsicht im Interesse unserer Mitglieder. Denn neben einer guten Altersversorgung zählen auch ein funktionierendes Straßen- und Schienennetz in Deutschland zum täglichen Grundbedarf unserer Versicherten. Wie hoch hier der Investitionsbedarf ist, zeigt sich jeden Tag.“

Max Schönfelder, Helaba Invest, betont, dass Standardisierung ein zentraler Hebel zur Mobilisierung privaten Kapitals für kommunale Infrastruktur darstellt. Vor diesem Hintergrund könne ein übergeordnetes Investitionsframework grundsätzlich hilfreich sein, sofern es rechtlich klar strukturiert und praktikabel ausgestaltet sei. Ein solcher Fonds könne dazu beitragen, Risiko-Rendite-Profile gezielt zu verbessern und private Investitionen zu hebeln, etwa durch nachrangige Strukturen oder First-Loss-Elemente. Ob dieser Ansatz in der Praxis wirksam sei, hänge jedoch maßgeblich von der konkreten Ausgestaltung ab. Schönfelder äußert Skepsis gegenüber Konstruktionen, bei denen eine Vielzahl staatlicher Akteure involviert ist, da dies häufig zu komplexen und investorenfernen Lösungen führt.

³⁴ Vgl. *BAI Infrastruktur Report Deutschland 2024*, S.27.

³⁵ *Faktenblatt: Der Deutschlandfonds 2025*.

Bündelung und Standardisierung von Projekten und Prozessen sowie geeignete Strukturen für die gebündelte Durchführung der Projekte, die eine effektive Risikoübertragung ermöglichen, werden im Deutschlandfonds jedoch bislang ebenso wenig adressiert wie die Einbindung institutioneller Investoren über Asset Manager und alternative Investmentfonds (AIFs).

Zentral ist entsprechend, dass existierende Förderinstrumente ganzheitlich gedacht werden. Eine effiziente Nutzung der bestehenden Förderlandschaft erfordert dabei die Bündelung von Kräften, wie z.B. EIB und KfW. Internationale Erfahrungen von Akteuren wie der EIB können hier wertvoll sein.



Heike Freimuth,
Senior-Beraterin für
Deutschland, EIB

Heike Freimuth, Senior-Beraterin für Deutschland, EIB

betont, dass die EIB auf politischer Ebene konsequent für eine stärkere Bündelung von Kräften und den systematischen Einsatz von Finanzierungsinstrumenten wirbt. Mit

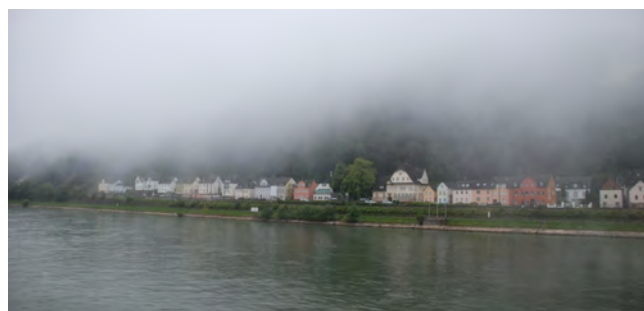
Blick auf das Sondervermögen warnt sie davor, dass trotz rechtlicher Möglichkeiten Hebel- und Strukturierungsinstrumente zu wenig genutzt werden, da ihr Einsatz nicht ausdrücklich eingefordert werde. Dadurch drohe wertvolles Mobilisierungspotenzial verloren zu gehen.

Den Deutschlandfonds sieht Freimuth als eine relevante Ergänzung zu der bestehenden Aktivität von Förderbanken wie EIB und KfW. Angesichts des hohen Investitionsbedarfs sei Raum für mehr Finanzierungsinstrumente, zumal es bereits Berührungspunkte gebe, etwa über den Zukunftsfonds und die Rolle des EIF. Der Deutschlandfonds biete zugleich die Chance, die Zusammenarbeit mit der KfW zu vertiefen, größere Pakete zu bündeln und stärkere

Marktimpulse zu setzen. Gerade Förderbanken könnten dabei als „First Mover“ wirken und durch ihre Beteiligung ein Signal senden, das weitere Banken und institutionelle Investoren anzieht. Ergänzend hebt Freimuth die beratende Rolle der EIB hervor. Über die reine Finanzierung hinaus bringe die Bank ihre technische und strukturelle Expertise frühzeitig ein, etwa bei der Entwicklung komplexer ÖPP-Strukturen. Als Beispiel verweist sie auf Litauen, wo die EIB die Regierung beim Aufbau und der Strukturierung eines großvolumigen ÖPP-Projekts für militärische Infrastruktur unterstützt hat und anschließend auch in die Finanzierung der Umsetzung einsteigt. Solche integrierten Ansätze aus Beratung, Strukturierung und Finanzierung seien aus ihrer Sicht auch für Deutschland zentral, um Investitionen zu beschleunigen und privates Kapital wirksam zu mobilisieren.

1.5.4.2. Staatliche Risikoteilungsinstrumente

Die angesprochenen First-Loss-Elemente sind Teil des Instrumentenkastens möglicher staatlicher Risikoteilungsinstrumente und ein viel diskutiertes Tool, um die Risiko-Rendite-Kurve so zu verschieben, dass heimische Infrastruktur-Assets an Attraktivität gewinnen. Öffentliche oder konzessionäre Mittel decken dabei mögliche erste Verluste eines Infrastruktur-Projektes und deckeln Risiken. Weitere Modelle sind Garantien, geförderte Kredite oder Versicherungen³⁶. International haben sich z.B. Garantien bewährt, insbesondere um Bankenfinanzierungen anzuregen.



³⁶ [Unesco: Blended Finance](#).

Deep Dive 6: Erfahrung mit Garantien als Risikoteilungsinstrumenten bei der EIB - Heike Freimuth, EIB

Aus europäischen Erfahrungen leitet **Heike Freimuth, EIB**, ab, dass Risikoteilungsinstrumente entscheidend sind, um private und kommerzielle Banken einzubinden. Gerade bei großen Transformationsprojekten – etwa im Bereich Windenergie – habe die EIB durch die Übernahme von Teilen des Risikos geholfen, Klumpenrisiken für Banken zu reduzieren und so zusätzliche Finanzierungsspielräume zu eröffnen.

Für Deutschland lasse sich daraus ableiten, dass Förderinstrumente strukturell an das EIB-Modell anknüpfen könnten: als langfristig orientierter, risikoentlastender Finanzierungsanker mit starker fachlicher Expertise. Besonders wichtig seien dabei lange Laufzeiten, flexible Auszahlungsbedingungen und günstige Konditionen, die Planungssicherheit für Kommunen schaffen und gleichzeitig privates Kapital wirksam mobilisieren.

Die EIB setzt die Risikoteilung in der Praxis häufig über Garantieinstrumente um, etwa in Kooperation mit der Commerzbank. Dabei verbleiben die gesamte Kundenbeziehung sowie die operative Betreuung bei der Geschäftsbank, während die EIB für ein zuvor definiertes Kreditportfolio bis zu 50 % des Risikos übernimmt. Diese Risikoentlastung ermögliche den Banken, ihr Kreditvolumen deutlich auszuweiten – im konkreten Fall von rund 500 Mio. Euro auf bis zu 1,2 Mrd. Euro – und somit erheblich mehr Finanzierungsmittel für Stadtwerke und kommunale Versorgungsunternehmen bereitzustellen. Das Instrument verschiebt gezielt die Risiko-Rendite-Struktur zugunsten der Banken und macht Transformationsinvestitionen dadurch erst bankfähig. Gleichzeitig zeigt das Modell, dass die Bewältigung der Transformationsaufgaben nicht allein über direkte öffentliche Finanzierung erfolgen muss, sondern über eine intelligente Einbindung des Bankensektors, bei der öffentliche Förderbanken Risiken abfedern und privates Kapital mobilisieren.

First-Loss Strukturen können dabei als Spezialform einer staatlichen Garantie betrachtet werden, wo der Staat die erste Schicht des Risikos trägt. Die Nutzung von Strukturen nach diesem Vorbild wird

auch häufiger für die Einbindung institutioneller Investoren angeregt. Die jeweilige Wirkungsweise hängt jedoch stark von der genauen Marktstruktur ab und erfordert ein durchdachtes Design.



*Dr. Peter Brodehser,
Managing Director &
Partner Infrastructure
Investments, DWS Group*

**Dr. Peter Brodehser,
Managing Director &
Partner Infrastructure
Investments, DWS Group,**

gibt zu bedenken, dass der Renditeaufschlag von Assets in regulierter Infrastruktur gegenüber liquiden Anleihen angesichts des anhaltend höheren Zinsniveaus bereits heute gering ist. First-Loss-Strukturen müssten entsprechend so zielgenau kalibriert werden, dass sie das Risikoprofil spürbar verbessern, ohne den verbleibenden Renditeaufschlag gegenüber liquiden Anleihen weiter zu erodieren.

Während First-Loss-Strukturen als potenzielles Instrument für Investitionen in kommunale Infrastruktur im Markt grundsätzlich sehr positiv gesehen werden, zeigen internationale Erfahrungen und Leitfäden, dass ihr Erfolg maßgeblich von der genauen Ausge-

staltung und Kalibrierung abhängt. Relevant ist hierbei der Leitfaden der OECD zu Blended-Finance³⁷. Laut Principle 2 soll dabei „Entwicklungsfinanzierung im Rahmen von Blended Finance [...] die Mobilisierung kommerzieller Finanzmittel erleichtern, um die Gesamtfinanzierung für Entwicklungsziele zu optimieren.“ Prinzip 2.C fordert, konzessionäre Instrumente gezielt zur Behebung von Marktversagen einzusetzen und ihren Umfang transparent auszuweisen. First-Loss-Strukturen sollten daher nur so weit eingesetzt werden, wie es zur Mobilisierung privater Investitionen erforderlich ist. Ein zu großzügiger Einsatz kann zwar Risiken reduzieren, zugleich aber Renditeaufschläge verringern. Eng damit verbunden ist das Prinzip der Additionalität (2.A): Öffentliches First-Loss-Kapital sollte private Investoren gerade ausreichend anreizen, ohne Marktverzerrungen zu erzeugen oder Investitionen zu fördern, die auch ohne Förderung erfolgt wären.

Generell gilt es, von politischer Seite vorhandene Expertise besser zu nutzen, um zeitnah zielgerichtete Maßnahmen zu ergreifen und die vom Bund zur Verfügung gestellten Fördertöpfe besser einsetzen zu können.

1.5.5. Zusammenfassung: Lösungsansätze für mehr Investitionen in kommunale Infrastruktur

Das Ziel einer stärkeren Einbindung institutionellen Kapitals im Bereich kommunaler Infrastruktur erfordert, dass politischer Entscheidungsträger in den Dialog mit Marktteilnehmern und Stakeholdern gehen, um zielgerichtete Lösungen zu initiieren. Aus den Gesprächen lassen sich eine Reihe von konkreten Lösungsansätzen ableiten:

1. Politischer Konsens zur Rolle privaten Kapitals, Planungs- und Rechtssicherheit

- verlässliche Regulatorik für Planungs- und Rechtssicherheit über die gesamte Investitionsdauer, unabhängig von Verschiebungen der politischen Machtverhältnisse auf lokaler, landes- oder Bundesebene
- Orientierung an internationalen Vorbildern, wo Regulierungsrahmen über mehrere Legislaturperioden hinweg Stabilität bieten

2. Plattformmodelle, Standardisierungen und Zusammenschlüsse

- Entwicklung zielgerichteter Strategien bei Asset Manager mit verschiedenen Teilstrategien individuell nach Finanzierungsbedarf, zur systematischen Erschließung kommunaler Infrastruktur und Skalierung
- Standardisierung von Investitionen und Prozessen zur Reduktion von Komplexität, Transaktionskosten und Marktineffizienzen
- Zusammenschlüsse und Kooperationen auf Seiten institutioneller Investoren zur Bündelung gleichgerichteter Interessen
- Interessenausgleich zwischen Investoren (planbare Cashflows, klare Exit-Strukturen) und kommunalen Akteuren (Erhalt der Kontrolle über kritische Infrastrukturen) als zentraler Erfolgsfaktor

³⁷ *Best Practices in Development Co-operation - OECD DAC Blended Finance Guidance 2025, S.39-40.*

3. Strukturierungsmodelle und Beteiligungsformen

- Nutzung geeigneter Beteiligungsstrukturen – von Joint Venture-Modellen über SPVs bis hin zu Hybridkapital – je nach Asset-Typ und kommunalen Anforderungen
- Kein „one fits all“: Bei Bestandsinfrastruktur bietet sich Hybridkapital an, um Kontrollstrukturen zu erhalten; bei neuen Assets wie erneuerbaren Energien oder Wärmenetzen sind Projektgesellschaften geeigneter
- Frühzeitige Einbindung politischer Entscheidungsträger und transparente Kommunikation gegenüber Bürgern und Gremien als Voraussetzung für Akzeptanz

4. Staatliche Investitions- und Finanzierungsvehikel

- Staatliche Förderinstrumente spielen gegenüber strukturellen Rahmenbedingungen eine ergänzende Rolle – sie wirken dort am effektivsten, wo Marktmechanismen allein keine ausreichenden Investitionsanreize schaffen.
- Eine effiziente Nutzung der bestehenden Förderlandschaft, die Bündelung von Kräften (z.B. EIB, KfW) und Einbindung institutionellen Kapitals ist erforderlich
- Förderbanken wie EIB und KfW können als „First Mover“ wirken und durch ihre Beteiligung weitere private Kapitalgeber anziehen
- First-Loss-Strukturen und Garantieinstrumente können sinnvoll sein:

- müssen so hoch dosiert, dass private Investoren angereizt werden, ohne Marktverzerrungen zu erzeugen
- so ausgestaltet sein, dass ein ausreichender Renditeaufschlag gegenüber liquiden Anleihen erhalten bleibt und das Risikoprofil kommunaler Assets spürbar verbessert wird

Es zeigt sich entsprechend, dass ein Effizienzproblem bei der Mobilisierung von privatem Kapital für Infrastruktur besteht und die Bereitschaft der Investoren grundsätzlich vorhanden wäre. In Teil 2 werfen wir daher einen Blick in die Portfolios der deutschen Investoren.



2. Deep Dive in die Infrastruktur-Portfolios deutscher Investoren



In **Teil 1** zeigten wir, dass die Mobilisierung privaten Kapitals für kommunale Infrastruktur in Deutschland aktuell an strukturellen Effizienzproblemen scheitert. Vor diesem Hintergrund richtet **Teil 2** den Blick auf die Portfolios deutscher institutioneller Investoren und beantwortet folgende Fragen:

- *Welche Rolle spielt Infrastruktur für deutsche institutionelle Investoren im internationalen Vergleich?*
- *Welche Entwicklungen gibt es bzgl. Infrastructure Debt?*
- *Welche Unterschiede gibt es zwischen verschiedenen Investorentypen?*
- *Welche Rolle spielt heimische Infrastruktur?*
- *Welche Trends gibt es aktuell?*

Diese Fragen beantworten wir im Folgenden anhand Daten des BAI Investor Survey 2025³⁸ und zahlreicher institutioneller Investoren, die in O-Tönen Einblicke in ihre Portfolios geben.

2.1. Status quo von Infrastruktur in deutschen Portfolios

- *Welche Rolle spielt Infrastruktur für deutsche institutionelle Investoren im internationalen Vergleich?*

Die Daten zeigen, dass sich Infrastruktur weiter in den Portfolios der deutschen Investoren etabliert. Die Bedeutung von Eigenkapital-Investments ist sowohl bei Infrastruktur als auch Immobilien aktuell noch deutlich höher als von Investitionen im Fremdkapital.

38 BAI Investor Survey 2025, repräsentative Daten von 107 institutionellen Investoren mit ca. 2,2 Billionen Assets unter Management.

Durchschnittliche Allokationen deutscher LPs in alternative Assetklassen

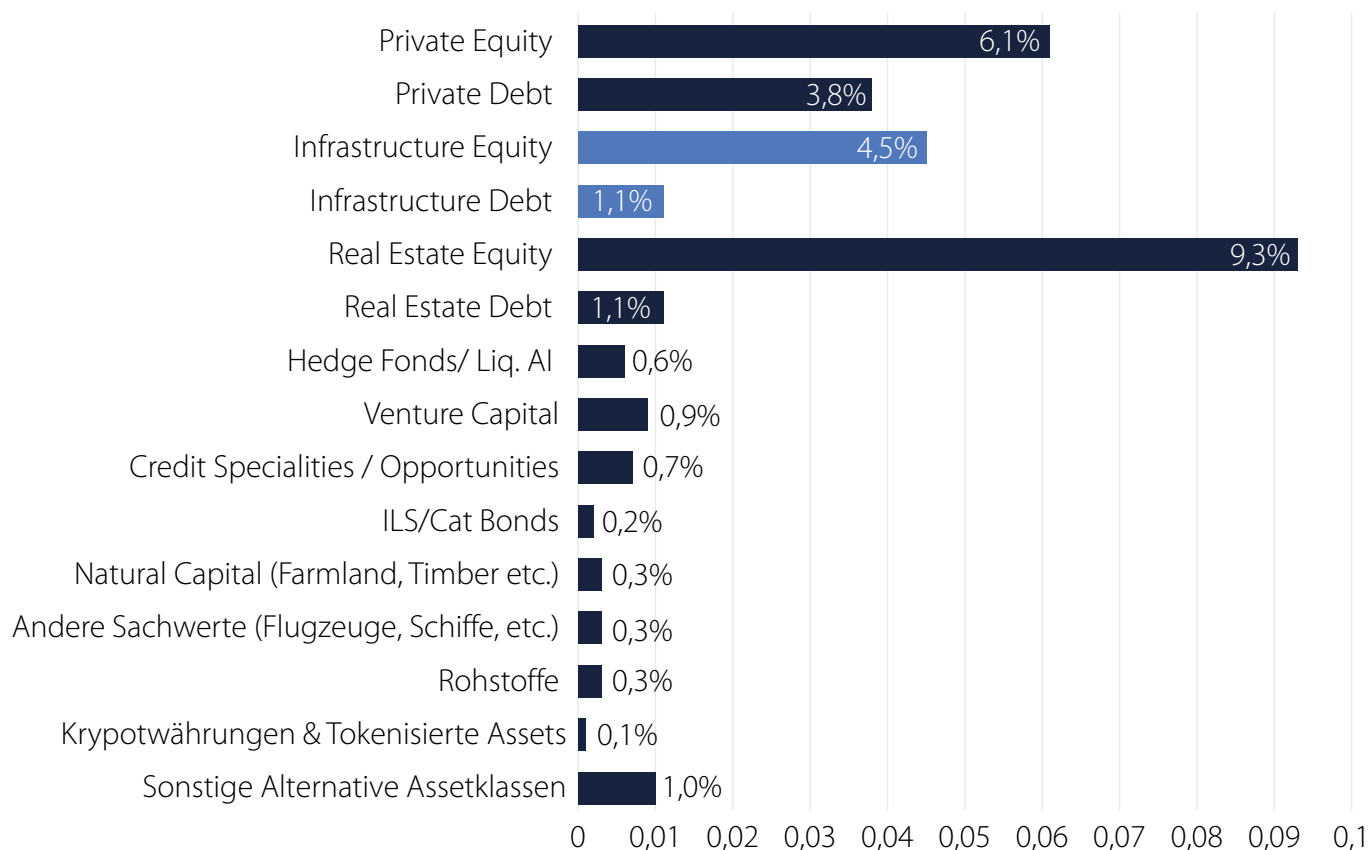


Abbildung 10: Durchschnittlicher Anteil am Portfolio alternativer Assetklassen bei deutschen institutionellen Investoren. Quelle: BAI Investor Survey 2025.

Die in den Experteninterviews befragten Investoren bestätigen überwiegend die aktuell deutlich größere Bedeutung von Infrastructure Equity gegenüber Debt. Der Aufbau der Allokation erfolgte häufig im

Nachgang der Weltfinanzkrise und die dadurch bedingte Niedrigzinsphase und typischerweise über Eigenkapital-Investments im Bereich erneuerbarer Energien.

Deep Dive 7: Infrastruktur-Portfolio einer Pensionskasse - Peter Herrmannsberger, Vorstandsvorsitzender, Philips Pensionskasse



Peter Herrmannsberger, Vorstandsvorsitzender, Philips Pensionskasse

Peter Herrmannsberger, Vorstandsvorsitzender, Philips Pensionskasse, beschreibt, dass die Infrastrukturinvestments bislang maßgeblich über erneuerbare Energien und als EK-Investition erfolgten.

Der Beginn des Aufbaus des Infrastruktur-Portfolios erfolgte im Jahr 2009, nach der globalen Finanzkrise und wurde vor allem durch das Ziel langfristig stabiler Cashflows motiviert. Der frühe Einstieg in erneuerbare Energien bot zudem attraktive Renditen in einem Umfeld stetig sinkender Kapitalmarktzinsen, die zunehmend als Treiber für den weiteren Ausbau eines diversifizierten Infrastruktur-Portfolios an Bedeutung gewannen.

Der internationale Vergleich zeigt, dass Deutschland insbesondere im Vergleich mit den Vorreitern Kanada und Australien noch Aufholpotenzial bzgl. der Infra-

struktur-Allokation hat. Diese wird hier insbesondere über Pensionsfonds getrieben (vgl. [Abbildung 11](#)).

Infrastruktur-Allokation nach Land

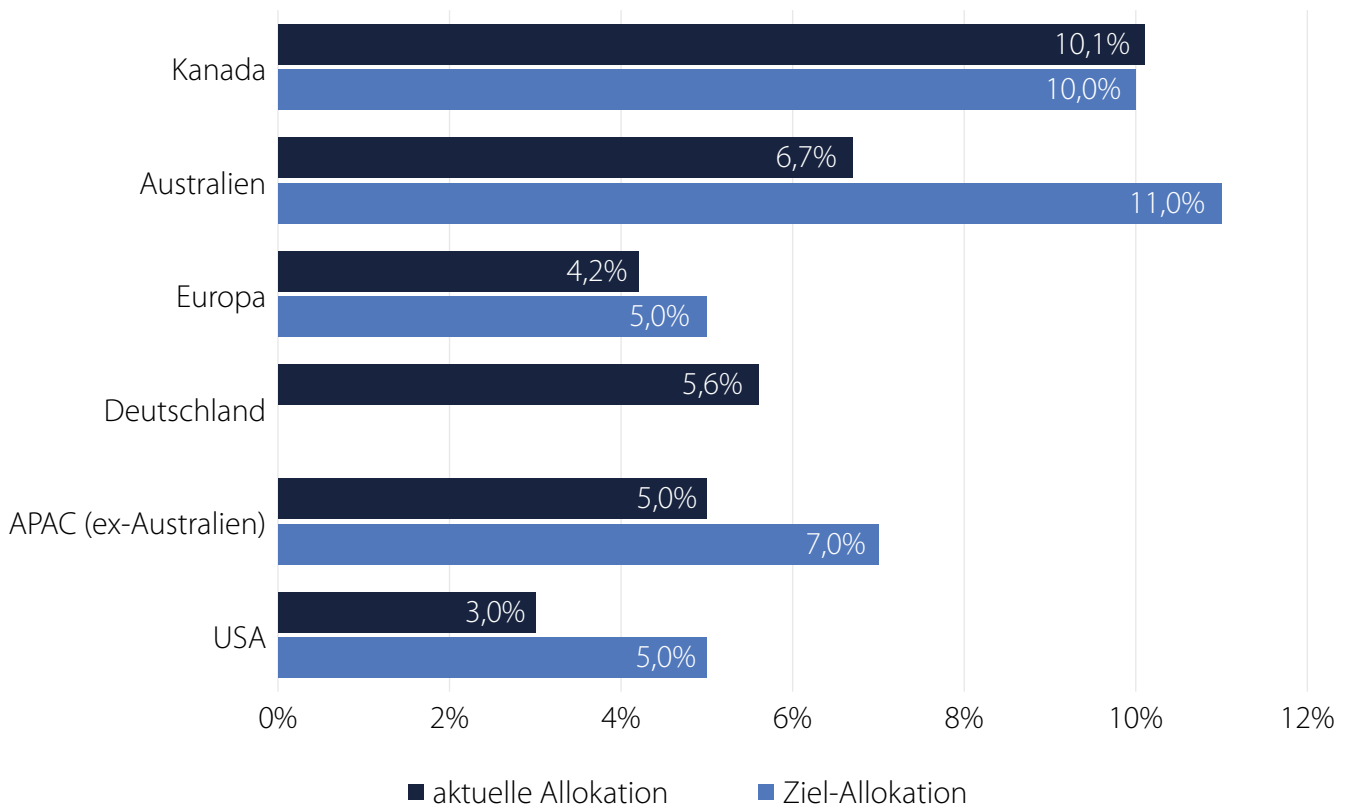


Abbildung 11: Infrastruktur-Allokation nach Herkunft des institutionellen Investors, Quelle: Macquarie für internationale Daten³⁹, BAI Investor Survey 2025 für Deutschland

2.1.1. Infrastructure Debt als Wachstumssegment: Treiber, Strategien und Investorenlogik

- Welche Entwicklungen gibt es bzgl. Infrastructure Debt?

Ein häufiges Muster bezüglich der Infrastruktur-Allokation deutscher Investoren ist, dass zunächst der Einstieg im Equity-Bereich erfolgte und aktuell Infrastructure Debt in den Vordergrund rückt. Wie im BAI Investor Report ausgeführt, ist Infrastructure Debt aktuell bei deutschen Versicherungsunternehmen, der zahlenmäßig und bzgl. AuM größten Investorengruppe, jene alternative Assetklasse mit der größten positiven Dynamik. Der länger als ursprünglich erwartet anhaltende Zinsanstieg, gemeinsam mit Charakteristika der Assetklasse, wie Inflationsschutz, regelmäßige Returns und Diversifikation sind hierbei

Treiber. Die Entwicklung ist im Einklang mit dem globalen Trend, wo die Assetklasse aktuell am attraktivsten unter allen Strategien und Subassetklassen im Private-Debt-Bereich wahrgenommen wird.⁴⁰

Dem BAI Investor Survey 2025 folgend, ist Diversifikation der Hauptgrund für Infrastructure Debt-Investitionen deutscher institutioneller Investoren (Abbildung 12). Es folgen bzgl. Bedeutung die möglichen Risikoprämien gegenüber liquiden Bonds und Durations-Matching durch langfristige, stabile Cashflows.

³⁹ Macquarie, Perspectives Infrastructure portfolio allocation: What could optimal look like? Private Infrastructure Equity, April 2025, S.5, basierend auf Prequin database (January 2025). "Regional allocations are based on median allocations reported by Prequin".

⁴⁰ BAI Investor Report Versicherungsunternehmen 2026, S.14-16.

Gründe für Infrastruktur Debt Investitionen

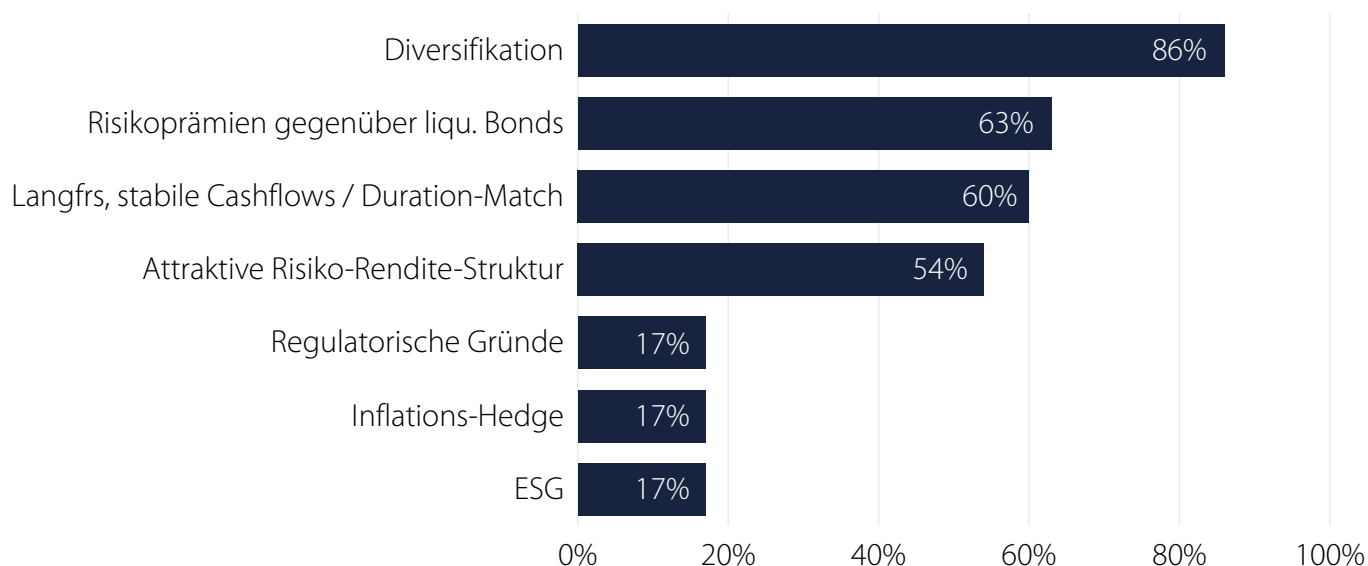


Abbildung 12: Warum investieren Sie in Infrastructure Debt? Quelle BAI Investor Survey 2025.

Deep Dive 8: Infrastruktur-Portfolio eines Versicherungsunternehmens - Alexandra Graf, ALH Gruppe

Das Infrastruktur-Portfolio der ALH-Gruppe sei heute sowohl über Eigen- als auch über Fremdkapitalinvestitionen diversifiziert und umfasse rund zehn Prozent der gesamten Kapitalanlage der Lebens- und Kranken-



Alexandra Graf, Bereichsleiterin Zentralbereich Immobilienmanagement / Infrastruktur, ALH Gruppe

versicherer, so **Alexandra Graf, Bereichsleiterin Zentralbereich Immobilienmanagement / Infrastruktur, ALH Gruppe**. Während der Start klar im deutschen Renewables-Equity-Bereich lag, sei ab 2020 ein Infrastructure Debt-Portfolio aufgebaut worden – insbesondere zur weiteren Diversifizierung, auch im Hinblick auf regulatorische Rahmenbedingungen wie Solvency II. Im aktuellen Marktumfeld bewertet sie Infrastructure Debt aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus und immer noch recht stabiler Margen als attraktiver im Vergleich zu Infrastructure Equity, dessen Rendite-Risiko-Profil sich noch nicht vollständig an das neue Marktumfeld angepasst habe.

Die Attraktivität von Infrastructure Debt beruht vor allem auf der Stabilität der Assets und den planbaren laufenden Cashflows in Form von Zinserträgen. Im Gegensatz dazu benötigten Infrastructure Equity-Investitionen häufig längere Anlaufzeiten, bevor stabile Ausschüttungen generiert würden. Da man verstärkt auf laufende Ausschüttungsrenditen abstelle, erscheine Debt im aktuellen Marktumfeld im Rendite-Risiko-Vergleich überlegen. Die Einstiegspreise im Equity-Bereich spiegelten das gestiegene Zinsniveau ihrer Einschätzung nach noch nicht ausreichend wider. Ein weiterer zentraler Treiber sei die Illiquiditäts- bzw. Komplexitätsprämie gegenüber liquiden Anleihen. Diese bewege sich marktübergreifend relativ konstant im Bereich von etwa 70 bis 100 Basispunkten. Jedes Projekt werde vor Aufnahme ins Portfolio daraufhin überprüft, ob diese Prämie angemessen ausgeprägt sei; Transaktionen, bei denen dies nicht gegeben sei, würden konsequent nicht umgesetzt. Hinsichtlich des Zinsrisikos bei Festzinsstrukturen betont sie, dass die Perspektive eines Personenversicherers entscheidend sei: Auf der Passivseite bestünden langfristig gebundene Verpflichtungen mit festen Zinsanforderungen. Die Fixed-Rate-Ausrichtung sei daher weniger eine taktische Zinsmeinung als vielmehr Ausdruck einer strategischen Asset-Liability-Matching-Logik.

Im BAI Investor Survey 2025 wurden repräsentative Daten zu den genutzten Strategien bei Infrastructure Debt-Investitionen erhoben (Abbildung 13). Hierbei ist anzumerken, dass die Kategorien nicht strikt zwischen Risiko, Struktur und Rang abgrenzbar sind. Vielmehr handelt es sich um eine Annäherung an reale Investitionsansätze und Strategielogiken von Investoren, die faktisch eine Risikoskala abbilden:

- Core / Senior - niedriges Risiko, stabile Cashflows
- Whole Loan / Junior Debt, mittleres Risiko, höhere Rendite
- Mezzanine - nachrangig / hybrid, renditeorientiert
- Opportunistic / High-Yield - hohes Risiko, hohe Rendite.

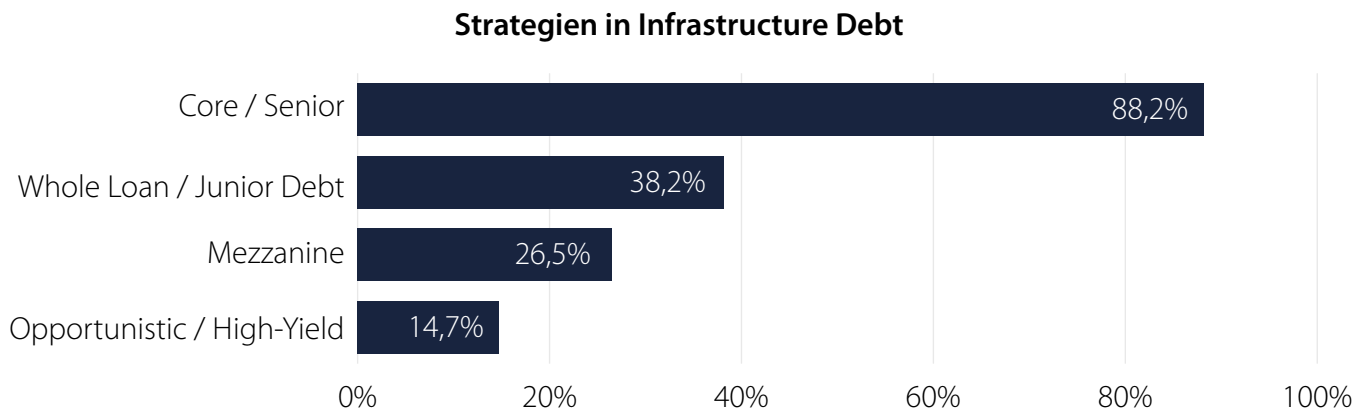


Abbildung 13: In welche Infrastructure Debt-Strategien investieren Sie bereits und/oder planen Sie Investitionen? Quelle: BAI Investor Survey 2025.

Der sehr hohe Anteil von Core/Senior (88,2%) zeigt die deutliche Dominanz konservativer, risikoarmer Strategien. Die beiden Kategorien für das Risikoprofil (Core) und die Kapitalstruktur (Senior) werden in der Praxis häufig gemeinsam adressiert und sind durch stabile Assets mit Investment-Grade-Rating gekennzeichnet. Der Fokus liegt hier auf stabilen Cashflows und planbaren Erträgen.

Ein relevanter Anteil der befragten LPs gab an, in Whole Loan / Junior Debt zu investieren (38,2%), was zeigt, dass Investoren im Infrastructure Debt-Bereich zur Materialisierung höherer Rendite über klassische Senior-Debt-Strategien hinausgehen.⁴¹ Es ist, wie Marktteilnehmer angaben, anzumerken, dass Finanzierungen im Bereich Infrastructure Debt typischerweise klar in Senior- und Junior-Tranchen strukturiert sind. Eine Ausgestaltung als „Whole Loan“ ist

in diesem Kontext hingegen strukturell weniger verbreitet als in anderen Private-Debt-Segmenten. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die entsprechenden Angaben im Rahmen der Befragung weniger im engeren strukturellen Sinne zu verstehen sind, sondern eher Junior Debt-Strategien, bzw. vielmehr renditestärkere Kreditstrategien jenseits des klassischen Senior Debt widerspiegeln. Ökonomisch lassen sich diese Engagements daher als strukturell nachrangige Finanzierungen zuordnen.

Der bedeutende Anteil von deutschen LPs, der angab in Mezzanine (26,5%) zu investieren, zeigt, dass der Begriff vermutlich breiter interpretiert wird (nicht nur klassische Mezzanine) und die Bereitschaft an, nachrangige bzw. hybride Risikoformen einzugehen. Opportunistic / High-Yield-Strategien (14,7%) mit höheren Renditeerwartungen und Risiken werden

⁴¹ Whole Loans beschreiben die Struktur, dass ein Kreditgeber die gesamte Finanzierung stellt. Junior Debt hingegen charakterisiert den Rang eines Infrastruktur-Schuld-titels, in diesem Fall nachrangig.

hingegen bislang im Infrastruktur-Kontext eher selektiv als Beimischung genutzt.

Stefan Friesenecker, Director Private Debt and Credit Alternatives, Schroders Capital, kommentiert die Ergebnisse im Hinblick auf Unterschiede zwischen Investorentypen:



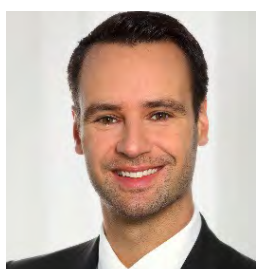
Stefan Friesenecker, Director Private Debt and Credit Alternatives, Schroders Capital

sind im Gesamtvolumen weiterhin stark im Core/Senior (IG) investiert, jedoch sehen wir auch steigende Allokationen im Sub-IG. Gleichzeitig gibt es in den Sub-IG-Segmenten ein größeres Interesse von Pensionsinvestoren (reguliert und unreguliert) sowie weiteren rendite-

orientierten Anlegergruppen wie Family Offices und Stiftungen, für die Credit-Spreads von ca. 5–8% über dem Referenzzins ein sehr attraktives Renditepotential bieten.

Derzeit beobachten wir ein steigendes Engagement von Investoren, die bisher primär Private Credit allokiert haben. Treiber ist häufig die Portfolio-Diversifikation sowie eine starke Downside-Protection (inkl. Covenants/ Security-Package). Investoren suchen im aktuellen Umfeld inflationsresistente Real-Assets und bevorzugen kapitalintensivere, stärker besicherte Infrastrukturinvestments gegenüber asset-light Geschäftsmodellen.“

Stefan Futschik, Head of Private Debt, Managing Director, Prime Capital, sieht im Infrastructure Debt-Bereich den Kapitalbedarf einzelner Marktsegmente als entscheidend für die Attraktivität an:



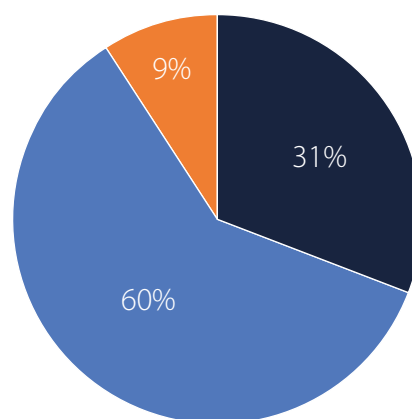
Stefan Futschik, Head of Private Debt, Managing Director, Prime Capital

Sicht sind derzeit vor allem Strategien in unterversorgten Marktsegmenten interessant, da sie attraktive Renditeaufschläge ermöglichen, ohne ein höheres Risikoprofil einzugehen. Diese Ansätze lassen sich oft nicht eindeutig den klassischen Kate-

gorien wie Core, Core Plus oder Opportunistic zuordnen, die grundsätzlich aus der Equity-Investition kommen und im Debt weniger praxisnahe Anwendung finden. Die spannendsten Märkte befinden sich unserer Meinung nach in spezialisierten Sub-Segmenten, insbesondere im HoldCo und Junior Debt Bereich des Lower Mid Markets sowie in ausgewählten, weniger erschlossenen Jurisdiktionen Kontinentaleuropas.“

Weiter gaben die in Infrastructure Debt investierten befragten deutschen institutionellen Investoren überwiegend an, sowohl in Investment-Grade- als auch in Non-Investment-Grade-Infrastructure Debt zu investieren (Abbildung 14). Ebenso erfolgt überwiegend Diversifikation in Infrastructure Debt mit Fixed- als auch Floating Interest Rate (Abbildung 15).

Rating: Investieren Sie in Investment Grade oder non-IG Infrastructure Debt?



■ Investment Grade ■ beides
■ non-Investment Grade

Abbildung 14: Rating: Investieren Sie in Investment Grade oder non-IG Infrastructure Debt? Quelle: BAI Investor Survey 2025.

Stefan Futschik, Head of Private Debt, Managing Director, Prime Capital, erklärt die Zahlen folgendermaßen:

„Im aktuellen Marktumfeld spielt Diversifikation im Portfolioaufbau eine zunehmend zentrale Rolle – nicht nur über Märkte und Sektoren, sondern auch über Ratings, Strukturen und Zinsprofile. Die Kombination aus InvestmentGradeAssets zur Steuerung des Risikoprofils und NonInvestmentGradeDebt zur Renditesteigerung hat sich daher bewährt. Ergänzend bieten FixedRateStrukturen Stabilität, während Floa-

tingRateExposure Flexibilität und UpsidePotenzial in unterschiedlichen Zinsumfeldern ermöglicht."

Fixed Versus Floating Interest Rate: Wie investieren Sie in Infra Debt?

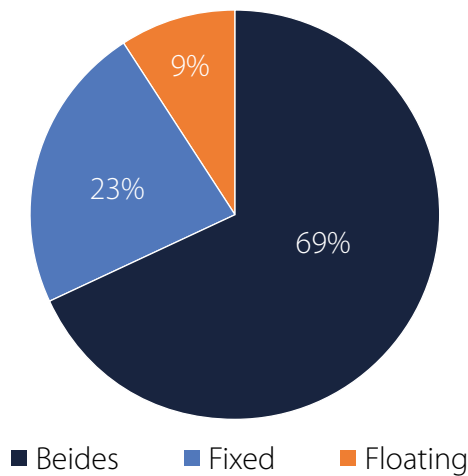


Abbildung 15: Fixed Versus Floating Interest Rate: Wie investieren Sie in Infra Debt? Quelle: BAI Investor Survey 2025.

Stefan Friesenecker, Director Private Debt and Credit Alternatives, Schroders Capital, erläutert, dass deutsche institutionelle Investoren aus „*unserer Sicht häufig bewusst über Fixed- und Floating-Rate-Strukturen investieren. Fixed Rate wird insbesondere von ALM-getriebenen Investoren genutzt, weil es planbare, langfristig stabile Cashflows liefert und gut zur Absicherung langfristiger Verpflichtungen passt. Der Trade-off ist eine höhere Duration-/ Zinsänderungs-sensitivität: Bei steigenden oder fallenden Zinsen schwankt die Bewertung stärker, jedoch sind die laufenden Erträge fixiert. Floating Rate ist näher an typischen Private-Credit-Strukturen und wird genutzt, um das Portfolio gegen Zinsanstiege zu immunisieren bzw. von höheren Kurzfristzinsen zu profitieren. Hier sind die Erträge variabler, während die Bewertung weniger stark über die Zinskurve getrieben ist.*

In der Praxis kombinieren viele Investoren beide Bausteine, um das Zinsrisiko zu balancieren: entweder schwanken die Erträge bei tendenziell stabilerem NAV (Floating) oder der NAV schwankt stärker bei Verschiebungen der Zinskurve und gleichzeitig stabilem laufendem Ertrag (Fixed)."

2.1.2. Infrastruktur-Allokation nach Investorentyp

- Welche Unterschiede gibt es zwischen verschiedenen Investorentypen?

Der durchschnittliche Anteil von Infrastruktur am Portfolio liegt, dem BAI Investor Survey 2026 folgend, je nach Investorentyp zwischen 4,6% (Single Family Offices) und 6,9% (Versicherungsunternehmen), für Infrastructure Equity und Debt zusammengekommen (Abbildung 16). Interessanterweise besteht in den Daten kein Zusammenhang zwischen dem Gesamtanteil alternativer Investments und der Allokation in Infrastruktur. Infrastructure Debt spielt bislang im Durchschnitt nur eine sehr kleine Rolle in den institutionellen Portfolios. Die Ausnahme stellen hier Versicherungsunternehmen dar, die mit 2,6% am Portfolio schon mit einem signifikanten Anteil in Infrastructure Debt investieren. Infrastructure Debt ist für die deutschen Versicherungsunternehmen aktuell die Assetklasse mit dem größten Anteil der befragten Investoren, die die Netto-Allokation erhöhen wollen. Die deutschen Versicherungsunternehmen sind dabei im Einklang mit dem globalen Trend. Das gestiegene Zinsniveau ist ein wesentlicher Treiber. Außerdem sind strukturelle Verschiebungen von Immobilien hin zu Infrastruktur in den Allokationen der deutschen Versicherer zu beobachten.⁴²

⁴² Vgl. BAI Investor Report Deutsche Versicherungsunternehmen 2026.

Infrastruktur-Quoten nach Investorentyp

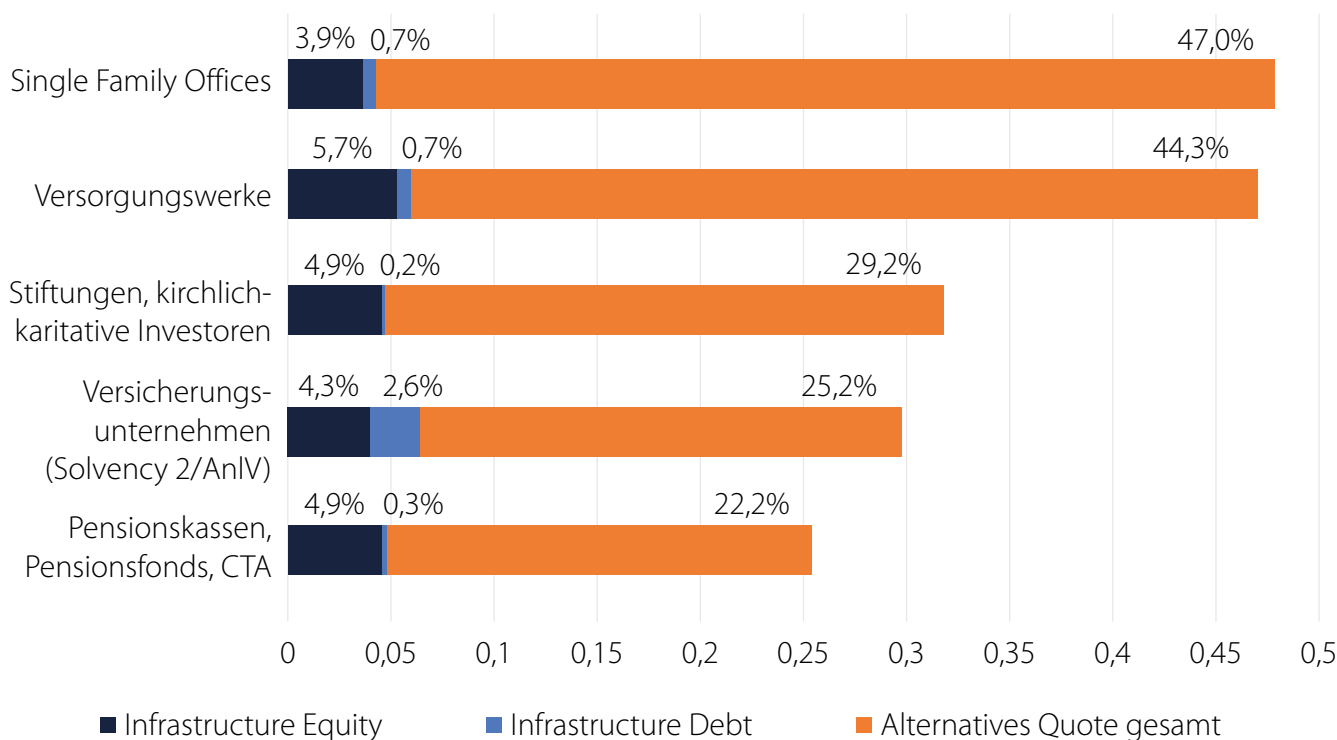


Abbildung 16: Alternatives-Allokation deutscher institutioneller Investoren und Infrastructure Equity und -Debt als Bestandteil hiervon. Quelle: BAI Investor Survey 2026.

Deep Dive 9: Infrastruktur-Allokation eines Versorgungswerkes - Jens Hennes, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein

Jens Hennes, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein: „Unsere Allokation im Bereich Alternatives bewegt sich im Marktdurchschnitt. Einschließlich Immobilien liegt ihr Anteil mit rund 48 % auf dem Niveau anderer Versorgungswerke. Innerhalb der Alternatives dominieren branchenüblich, Immobilieninvestitionen. Der Infrastrukturanteil beträgt rund 5% des Gesamtportfolios und liegt damit ebenfalls nahe am Durchschnitt vergleichbarer Investoren. Wir fokussieren Equity-Investitionen, während Infrastructure Debt bislang eine untergeordnete Rolle spielt. Historisch bestand unser Infrastruktur-Portfolio zunächst aus Renewables mit regionalem Schwerpunkt in Europa. Die aktuelle Infrastrukturstrategie zielt dagegen auf eine Diversifizierung entlang sämtlicher Subsektoren der Assetklasse. So hat sich das Portfolio im Zuge des Ausbaus deutlich internationalisiert. Dedizierte Strategien für die Region Asien-Pazifik haben diese Entwicklung zusätzlich verstärkt.“

2.1.3. Der umgekehrte Home Bias: Bislang wenig deutsches Kapital in deutscher Infrastruktur

- Welche Rolle spielt heimische Infrastruktur?

Die Infrastruktur in Deutschland profitiert bislang jedoch nur wenig von der anhaltenden und weiter

zunehmenden Attraktivität von Infrastruktur für deutsche institutionelle Investoren. Es zeigt sich vielmehr weiterhin der sogenannte umgekehrte Home Bias in den Portfolios: Deutsche institutionelle Investoren investieren überwiegend in Infrastruktur im Ausland. Das Phänomen wurde bereits ausführlich in den BAI Infrastruktur Reports von 2024⁴³ und 2025⁴⁴ beleuchtet und systematisch eine Reihe von

⁴³ BAI Infrastruktur Report 2024.

⁴⁴ BAI Infrastruktur Report 2025.

Ursachen aufgeführt und diskutiert und die Faktoren lassen sich teilweise auf den kommunalen Bereich übertragen (vgl. Kapitel 1):

- Mangel an investierbaren Projekten in Deutschland
- Regulatorische Faktoren
- Vorbehalte gegen Nutzung privaten Kapitals

- geringe Risikoprämien und Ineffizienzen aufgrund von Bürokratie – unattraktive Risiko-Rendite
- Investitionen überwiegend über Fonds – globale Diversifikation

Gleichzeitig zeichnete sich eine positive Tendenz bzgl. Infrastrukturinvestments in Deutschland in den Daten ab, die insbesondere durch den Bereich erneuerbarer Energien getrieben wird.

Deep Dive 10: Umgekehrter Home Bias bei einer Pensionskasse - Tobias Zahn, SOKA-BAU

Tobias Zahn, SOKA-BAU, erläutert, dass der Deutschlandanteil im Infrastruktur-Portfolio bei ihnen sehr gering sei und bei lediglich rund drei bis vier Prozent liege. Er bestätigt, dass dies die häufig diskutierte umgekehrte Form des Home Bias widerspiegeln. Die bestehenden Deutschland-Investitionen konzentrierten sich vor allem auf erneuerbare Energieerzeugung sowie digitale Infrastruktur wie Glasfaser und vereinzelt Rechenzentren. In klassische Transport- oder kommunale Versorgungsinfrastruktur sei man hingegen nahezu gar nicht oder nur in einem geringen Maße investiert.

Weiter macht er deutlich, dass die geringe Allokation in deutsche Infrastruktur vor allem auf den mangelnden Dealflow zurückzuführen sei. Da die Pensionskasse überwiegend indirekt über Fondsmanager investiere, hänge alles von der Frage ab, wie diese Manager an geeignete Transaktionen gelangen. Während in Sektoren wie erneuerbaren Energien und digitaler Infrastruktur ausreichend Projekte verfügbar seien, fehle es in klassischen Bereichen wie Transport-, Versorgungs- oder kommunaler Infrastruktur weitgehend an investierbaren, skalierbaren Strukturen. Viele Projekte seien kleinteilig, individuell ausgestaltet und blieben in der öffentlichen Hand, sodass standardisierte und skalierbare Prozesse kaum existierten.



Die Perspektive eines Fund-of-Fund-Managers ist relevant, um einen Überblick über die Infrastruktur-

Fondslandschaft und die Rolle deutscher Infrastruktur hierin zu erhalten:

Deep Dive 11: Investitionen in deutsche Infrastruktur aus der Perspektive eines Fund-of-Funds-Managers - Max Schönfelder, Transactions & Strategy - Real Assets, Helaba Invest

Max Schönfelder, Transactions & Strategy - Real Assets, Helaba Invest, beschreibt, dass Investitionen in deutsche Infrastruktur aus der Perspektive eines Fund-of-Funds-Managers insgesamt eine untergeordnete Rolle spielen. Sowohl in europäischen Infrastruktur-Fund-of-Funds-Strukturen als auch in separaten Mandaten und Beratungsmandaten sei Deutschland zwar vertreten, im internationalen Vergleich jedoch deutlich untergewichtet. Positive Beispiele existierten, seien aber die Ausnahme. Die überwiegende Erfahrung sei, dass deutsche Infrastrukturinvestments im relativen Vergleich häufiger hinter den Renditen ausländischer Projekte zurückblieben, wofür die Ursachen vielfältig seien. Demgegenüber verweist Schönfelder auf eine Reihe von Negativerfahrungen, insbesondere bei Greenfield-Projekten. Hier hätten Baukostenüberschreitungen, lange Planungs- und Genehmigungsprozesse sowie unklare Verantwortlichkeiten zu unterdurchschnittlichen Renditen geführt. Diese Risiken träten in Deutschland aus seiner Sicht häufiger und ausgeprägter auf als in anderen europäischen Märkten.

Als strukturelles Problem hebt Schönfelder zudem die starke Einflussnahme öffentlicher Akteure hervor. Kommunen legten häufig fest, wie lange ein Investment gehalten werden solle und in welchem Umfang zusätzliches Kapital nachzuschießen sei. Für Eigenkapitalinvestoren bedeute dies ein schwer kalkulierbares Risiko. Zwar versuche man, entsprechende Punkte vertraglich zu begrenzen, in der Praxis scheitere dies jedoch oft an fehlendem Konsens zwischen öffentlichen und privaten Partnern.

Gleichzeitig sprechen aus Investorenperspektive eine Reihe von Faktoren für die Attraktivität deutscher Infrastruktur, und kommunaler Infrastruktur im Besonderen:

- Positive Regionalbindung, Informationsvorteil & lokales Verständnis
- Hohe Bonität & wirtschaftliche Stabilität Deutschlands: Stabile, planbare Cashflows
- Staatliche Absicherung durch öffentliche Trägerschaft⁴⁵

Die Reifung der Assetklasse Infrastruktur kann auch zu Verschiebungen bzgl. der geographischen Asset-

Allokation führen. Während beim Einstieg in die Assetklasse über erneuerbare Energien aus der Sicht vieler Investoren der Heimatmarkt zentral war, führte der weitere Aufbau der Allokation über Fonds häufig zu stärkerer globaler Diversifikation. Die aktuelle Diskussion bzgl. des Infrastruktur-Investitionsbedarfs in Deutschland und der Wunsch vieler Investoren eine aktive Rolle zu spielen, lässt nun den Heimatmarkt wieder ins Blickfeld rücken.

Jens Hennes, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein: „Bis vor fünf Jahren bestanden noch circa zwei Drittel des Infrastruktur-Portfolios aus Assets in Deutschland. Mittlerweile hat der relative Anteil deutlich abgenommen, weil wir in den vergangenen Jahren ein internationales Portfolio aufgebaut haben.“

⁴⁵ Vgl. BAI Infrastruktur Report 2025, S.20-22.

Bei Investitionen in Infrastruktur in Deutschland ist neben ökonomischen Überlegungen auch die intrinsische Motivation von Bedeutung. Investitionen in heimische Infrastruktur sind mehr als nur Renditebaustein. Sie leisten auch einen positiven Beitrag zur wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung."

Es gibt, auch aufgrund genannter Treiber, in der deutschen Investorenlandschaft auch Beispiele für Investoren, in deren Portfolios deutsche Infrastruktur

eine übergeordnete Rolle spielt. Investitionen in deutsche Infrastruktur entstanden dabei insbesondere auf der Equity-Seite, während der Niedrigzinsphase und im Bereich erneuerbarer Energien. Auch gezielte Fondsselektion und günstige regulatorische Rahmenbedingungen, etwa in der Vergangenheit durch Fördermechanismen wie das EEG, können zu stärkeren Inlandsallokationen führen, was die entscheidende Rolle politischer und regulatorischer Impulse aufzeigt.

Deep Dive 12: Beispiele von Investoren mit höherer Deutschland Allokation in Infrastruktur - ALH Gruppe, Philips Pensionskasse

Alexandra Graf, Bereichsleiterin Zentralbereich Immobilienmanagement / Infrastruktur, ALH Gruppe, erläutert, dass ihr Infrastrukturportfolio kein „Reverse Home Bias“ aufweise und der Schwerpunkt ihrer Allokation in Deutschland liege. Dies ergebe sich insbesondere aus dem Infra-Equity-Portfolio. Der Einstieg sei 2015 in der Niedrigzinsphase über erneuerbare Energien erfolgt, zunächst mit Onshore- und Offshore-Wind, später ergänzt um Photovoltaik. Über diese Investments sei Deutschland zum Kernmarkt der Allokation geworden.

Auch **Peter Herrmannsberger, Philips Pensionskasse,** betont, dass in seinem Haus ein signifikanter Teil der Infrastrukturinvestitionen bewusst in Deutschland erfolgt ist. Dies sei insbesondere auf die gezielte Auswahl von Fonds und Partnern zurückzuführen sowie auf den Zeitpunkt der Investitionen, bei denen attraktive Rahmenbedingungen, etwa durch die Förderung über das Erneuerbare-Energien-Gesetz, genutzt werden konnten.

2.1.4. Zusammenfassung: Status quo von Infrastruktur in deutschen Portfolios

Infrastruktur in deutschen Portfolios - Welche Rolle spielt Infrastruktur für deutsche institutionelle Investoren im internationalen Vergleich?

- Der Aufbau von Infrastruktur-Allokationen erfolgte häufig während der Niedrigzinsphase und typischerweise über Eigenkapital-Investments im Bereich erneuerbarer Energien.
- Deutsche Investoren haben insbesondere im Vergleich mit Vorreitern wie Kanada und Australien noch Aufholpotenzial bzgl. der Infrastruktur-Allokation

Infrastructure Debt als Wachstumssegment

- Welche Entwicklungen gibt es bzgl. Infrastructure Debt?

- planbare laufenden Cashflows und früheren Ausschüttungen im Vergleich zu Infrastructure Equity, sowie Illiquiditäts- bzw. Die Komplexitätsprämie gegenüber liquiden Anleihen führt zu zunehmender Beliebtheit von Infrastructure Debt bei deutschen institutionellen Investoren.
- Es dominieren konservative und risikoarme Core/Senior-Strategien, ein signifikanter Anteil ersucht jedoch auch gezielt höhere Renditen durch illiquidere oder nachrangige Strukturen

- Investoren diversifizieren mehrheitlich über verschiedene Ratings, Strukturen und Zinsprofile

Infrastruktur-Allokation nach Investorentyp

- Welche Unterschiede gibt es zwischen verschiedenen Investorentypen?

- Getrieben durch ihre ausgeprägtere Infrastruktur Debt-Allokation haben Versicherungsunternehmen mit 6,9% den höchsten Anteil an Infrastruktur im Portfolio, Versorgungswerke haben den höchsten Anteil an Infrastructure Equity.
- kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Gesamt-Alternatives-Quote im Portfolio und dem Anteil an Infrastruktur

Der umgekehrte Home Bias - Welche Rolle spielt heimische Infrastruktur?

- Beispiele deutscher institutioneller Investoren und Fund-of-Fund Manager bestätigen anekdotisch die verhältnismäßig geringe Bedeutung deutsche Infrastruktur aufgrund verschiedener Hemmnisse
- Beispiele deutscher institutioneller Investoren mit verhältnismäßig hoher Infrastruktur-Allokation in Deutschland zeigen die Bedeutung von Timing und regulatorischen Impulse für die geographische Asset-Allokation

2.2. Dynamik der Infrastruktur-Allokation bei deutschen Investoren

- Welche Trends gibt es aktuell?

Im BAI Alternative Investments Stimmungsbarometer zeigt sich weiterhin die beste Stimmung bei Infrastructure Equity unter allen alternativen Assetklassen. Es folgt Infrastructure Debt, gleichauf mit Corporate Private Debt.⁴⁶

Bezüglich der geplanten Anpassungen der Allokation zeichnet sich auf der Equity und der Debt-Seite ein quasi identisches Muster ab: Jeweils ca. 54% der befragten Investoren gaben an die Allokation erhöhen zu wollen, bei nur 8% die eine Reduktion planen (Abbildung 17).

Infrastructure Equity und Debt Allokationsanpassung in %

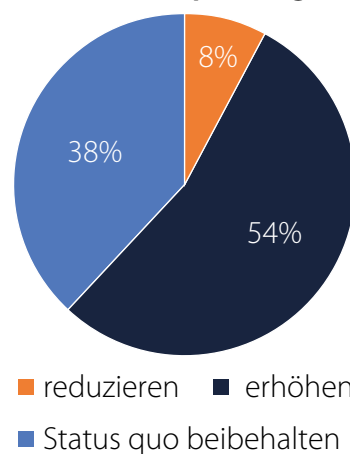


Abbildung 17: Geplante Anpassung der Infrastructure Equity- und Debt-Allokation. Quelle: BAI Investor Survey 2025.

Trotz der durch die Megatrends der digitalen und ökologischen Transformation getriebenen anhaltend positiven Stimmung im BAI Alternative Investments Stimmungsbarometer, und der anhaltend geplanten Allokationserhöhungen, stieg der Anteil von Infrastruktur im Durchschnittsportfolio im BAI Investor Survey seit 2022 nur leicht an. Verantwortlich hierfür ist, dass einerseits mehr Investoren im Infrastruktur-Bereich aktiv wurden, andererseits der massive Anstieg der Aktienmärkte seither.⁴⁷

⁴⁶ BAI Investor Survey 2025, S.14.

⁴⁷ Vgl. BAI Investor Survey 2022, S.14.



Tobias Zahn, Portfolio Manager für Alternative Investments, SOKA-BAU

Tobias Zahn, Portfolio Manager für Alternative Investments, SOKA-BAU, erklärt, dass die Pensionskasse ausschließlich im Equity-Bereich investiere und sich die Infrastruktur-Allokation weiterhin im Aufbau befinde. Der aktuelle Anteil liege zwischen vier und fünf Prozent. Jüngst habe man die strategische Zielquote im Infrastrukturbereich erhöht, sodass die Allokation bis 2036 auf rund zehn Prozent anwachsen solle. Zur Zusammensetzung der bisherigen Allokation führte er aus, dass die Pensionskasse hauptsächlich über klassische Primärfonds investiert sei, Co-Investitionen jedoch ergänzend nutze, um schnellere Kapitalabrufe zu erreichen, die J-Kurve zu glätten, Kosten zu senken und die Rendite zu verbessern. Regional sei das Portfolio breit diversifiziert.

Er erläutert, dass der geplante Ausbau der Infrastrukturquote auf rund zehn Prozent vor allem durch die Diversifikationseffekte der Anlageklasse innerhalb des Portfolios und den weltweit hohen Investitionsbedarf motiviert sei. Dieser Bedarf betreffe sowohl die Modernisierung primär bestehender Infrastruktur in Europa und Nordamerika als auch den fortgesetzten Neubau in Asien. Treiber seien insbesondere Versorgungssicherheit, Energie- und Wärmewende, Digitalisierung sowie der allgemeine Erneuerungsbedarf alter Netz- und Systeminfrastruktur.

Der Ansatz zielt darauf ab, zyklische Abhängigkeiten zu vermeiden und langfristig stabil aufgestellt zu sein. Als zentrale Herausforderungen nannte er die aktuell niedrigen Dealvolumina in mehreren Marktsegmenten sowie die schwieriger gewordene Exit-Situation. Dies erschwere zugleich das Fundraising vieler Manager, besonders für neue und kleinere Anbieter.

2.2.1. Trends und Treiber von Allokationsanpassungen

Neben der in den letzten Jahren dominierenden ökologischen Transformation treibt auch weiter die zunehmende Digitalisierung und der Trend bzgl. künstlicher Intelligenz die Infrastruktur-Allokation der deutschen Investoren:

Digitale Infrastruktur sieht **Jens Hennes, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein**, als einen wichtigen strategischen Portfoliobaustein, getrieben durch den strukturellen Megatrend der Digitalisierung. Investitionen erfolgen dabei jedoch bevorzugt in früheren Projektphasen, da hier aus seiner Sicht attraktivere Rendite-Risiko-Profile

bestehen. Langfristige Buy-and-Hold-Strategien bei bestehenden Rechenzentren bewertet Hennes hingegen kritisch, da technologische Entwicklungen – etwa im Bereich Kühlung – die langfristige Wertehaltigkeit der Assets schwerer prognostizierbar machen.

Weiter wirkt sich das länger als ursprünglich erwartet anhaltend höhere Zinsniveau⁴⁸ auch auf Infrastruktur-Portfolios der Investoren aus. Es zeigt sich jedoch im BAI Investor Survey 2025 auf aggregierter Ebene keine Bedeutungszunahme von liquiden Anleihen in den Portfolios und damit keine Verdrängung von Infrastruktur durch Anleihen.⁴⁹ Den Stimmen der befragten Investoren folgend, sind vielmehr Verschiebungen zwischen alternativen

⁴⁸ Vgl. BAI Investor Report deutsche Versicherungsunternehmen 2026, S. 18-20.

⁴⁹ BAI Investor Survey 2025, S.13.

Assetklassen und auch innerhalb der Assetklasse Infrastruktur zu erwarten. Spielräume für strukturelle Anpassungen ergeben sich dabei insbesondere durch geplante Reinvestitionen auslaufender Bestandsinvestitionen. Der Beginn des Aufbaus der Infrastruktur-Allokationen erfolgte häufig zu Beginn der Niedrigzinsphase und gefördert durch EEG-Gesetzgebungen. Entsprechend laufen Investitionen dieser ersten Welle häufig demnächst aus und erfordern bewusste Entscheidungen bezüglich Reallokation.

Peter Herrmannsberger, Philips Pensionskasse, betont, dass steigende Anleiherenditen nicht unbedingt zu einem Bedeutungsverlust von Infrastrukturinvestitionen führen. Vielmehr plant sein Haus, die Alternatives-Quote insgesamt weitgehend stabil zu halten, einschließlich Infrastruktur. Anpassungen würden eher aus strategischen Überlegungen innerhalb der Asset Allokation resultieren, etwa bei der potenziellen Aufnahme neuer Anlageformen, und nicht primär durch attraktivere Anleiherenditen getrieben sein.

Allerdings erkennt er an, dass das veränderte Zinsumfeld mit wieder positiven Realrenditen einen wichtigen Impuls darstellt, die Asset Allokation grundsätzlich zu überprüfen. Dies führe jedoch weniger zu Verschiebungen zwischen Assetklassen als vielmehr zu einer stärkeren Differenzierung innerhalb der einzelnen Segmente. So könnten beispielsweise bestimmte Infrastruktur- oder Immobilienstrategien an Attraktivität verlieren, während andere, etwa an der Schnittstelle zwischen Infrastruktur und Immobilien, an Bedeutung gewinnen.

Für die Weiterentwicklung des Infrastruktur-Portfolios sieht er sein Haus in einer abwartenden, aber strategisch offenen Position: Aufgrund auslaufender Bestandsinvestments ergeben sich in den

kommenden Jahren natürliche Reinvestitionsspielräume. Diese sollen genutzt werden, um selektiv neue Opportunitäten zu prüfen, insbesondere vor dem Hintergrund der sich entwickelnden Infrastrukturtransformation in Deutschland. Voraussetzung hierfür sei jedoch, dass politische Initiativen, Investoreninteressen und konkrete Projekte besser zusammengeführt und stärker standardisiert werden, ein Bereich, in dem aktuell noch erheblicher Entwicklungsbedarf besteht.

Christian Chrobok, WPV, argumentiert hingegen, direkt gehaltene Zinstitel, insbesondere Staatsanleihen, hätten zuletzt gegenüber alternativen Anlageklassen wieder an Bedeutung gewonnen. Er schränkt zwar ein, höhere Rendite bei Staatsanleihen müssten auch vor dem Hintergrund gestiegener Staatsverschuldung betrachtet werden, sieht jedoch bei vergleichbaren Risiken im Moment attraktive absolute Renditen. Man habe insgesamt die Anlageklasse Infrastruktur (Equity/Debt) nicht aktiv reduziert, sondern vielmehr den Direktbestand sukzessive erhöht, um den ALM-Studien-Empfehlungen und der daraus abgeleiteten SAA gerecht zu werden. Vor dem Hintergrund der Inflations- und Zinserwartungen werden inflationsgebundene Cashflows langfristig Investitionen gerade im Bereich Infrastruktur fördern.

Ein weiterer Trend bezüglich der Verschiebungen innerhalb der Infrastruktur Allokationen stellt die zunehmende Bedeutung von Secondaries dar. Die Reifung der Anlageklasse, von einer Nische hin zu einem fest etablierten Bestandteil in den Portfolios der deutschen institutionellen Investoren, trägt auch zur zunehmenden Liquidität und Entstehung eines Zweitmarktes bei. Preqin-Daten folgend führen bei globalen Investoren aktuell Bedenken bzgl. Liquidität zu einem rapiden Anstieg der Bewertung der Aussichten im Bereich Secondaries.⁵⁰

⁵⁰ Preqin Global Report Infrastructure in 2026, S. 66-67.

Erneuerbare Energien: Einstiegsanker unter strukturellem Druck

Der Bereich der erneuerbaren Energien bildet innerhalb dieses Befundes eines umgekehrten Home Bias zu gewissem Grad eine Ausnahme. Erneuerbare Energien in Deutschland dienen für institutionelle Investoren häufig als Einstieg in die Assetklasse und machen nach wie vor einen Großteil der ohnehin begrenzten Inlandsallokation aus. Auch zeigen Daten jüngst eine positive Tendenz bzgl. der Allokation in deutsche Infrastrukturprojekte und Anstrengungen der Politik, beispielsweise kürzere Genehmigungsverfahren im Bereich Erneuerbarer, tragen laut Marktteilnehmern erste Früchte.⁵¹

Allerdings verdeutlichen aktuelle Entwicklungen, dass auch dieses Segment nicht frei von strukturellen Herausforderungen ist. Die Einschätzungen der Marktteilnehmer zeigen, dass erneuerbare Energien in Deutschland zunehmend in einem Spannungsfeld zwischen strukturellen Chancen und veränderten Risikoprofilen bewegt. Insbesondere die gestiegene Strompreisvolatilität und das Phänomen negativer Strompreise führen zu einer Neubewertung klassischer Investmentstrategien.

Deep Dive 14: Negative Strompreise aus Investorensicht - Alexandra Graf, ALH Gruppe

Alexandra Graf, ALH Gruppe, beschreibt das Thema Negativ-Strompreise als eine der zentralen Herausforderungen für Investitionen in erneuerbare Energien in Deutschland. Insbesondere bei klassischen Wind- und Photovoltaikprojekten führe die zunehmende Volatilität der Strommärkte zu einer deutlich erschwerten Planbarkeit der Cashflows. Vor diesem Hintergrund prüfe man derzeit keine neuen deutschen Projekte in diesen Segmenten.

Stattdessen habe sich der Blick verstärkt auf den Bereich Batteriespeicher (Battery Storage) gerichtet. Dieses Segment könne, bei stabilen regulatorischen Rahmenbedingungen, sowohl für Eigenkapital- als auch für Fremdkapitalinvestoren attraktiv sein – allerdings unter klar definierten Voraussetzungen. Auf der Equity-Seite kämen vor allem Projekte infrage, die bereits weit fortgeschritten seien, insbesondere im Genehmigungsprozess und in der Abstimmung mit Netzbetreibern, sodass Bau und Netzanschluss zeitnah realisiert werden könnten.

Für die Debt-Seite sei entscheidend, dass stabile und planbare Zahlungsströme sichergestellt seien. Dies setze in der Regel langfristige vertragliche Strukturen wie etwa Tolling Agreements oder vergleichbare Modelle voraus, die über einen ausreichend langen Zeitraum abgesichert seien. Ohne solche Absicherungsmechanismen sei die notwendige Cashflow-Stabilität aus Sicht eines Versicherungsinvestors schwer darstellbar.

⁵¹ BAI Infrastruktur Report Deutschland 2025.

Auch andere befragte Investoren bestätigen die veränderten Marktbedingungen im Bereich erneuerbarer Energien in Deutschland und der Differenzierung nach Investitionszeitpunkt. First-Mover konnten demnach mitunter noch von besseren Bedingungen profitieren.

Peter Herrmannsberger, Philips Pensionskasse, zeigt sich mit der bisherigen Entwicklung des Infrastruktur-Portfolios zufrieden, auch wenn sich Marktbedingungen, etwa aufgrund der Strompreisentwicklungen und der Problematik negativer Strompreise, mittlerweile gewandelt haben. Während spätere Investoren stärker von diesen Veränderungen betroffen seien, profitiere das bestehende Portfolio teilweise von seinem frühen Markteintritt. Zudem eröffnen sich durch den fortgeschrittenen Lebenszyklus der Assets neue strategische Optionen, beispielsweise durch die Verwertung von Repowering-Potenzialen bei älteren Windparks.

Bezüglich negativer Strompreise muss jedoch auch berücksichtigt werden, dass diese aus volkswirtschaftlicher Sicht auch ein Marktsignal für erfolgreichen EE-Ausbau darstellen und anzeigen, dass mehr saubere Energie unmittelbar nutzbar ist. Die ökonomische Schieflage entsteht v.a. durch die Förderlogik des EEG, das auch in solchen Stunden Vergütung zahlt. Hieraus ergibt sich jedoch die Problematik für rein erlöswertaktive Geschäftsmodelle.

Weiter differenziert das Bild bzgl. Erneuerbarer aus Investorenperspektive je nach Projektphase.

Jens Hennes, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein, zieht aktuell bei erneuerbaren Energien ein eher gemischtes Fazit: Positive Erfahrungen wurden insbesondere in späten Entwicklungsphasen kurz vor der Fertigstellung von Projekten gemacht. In diesen Stadien seien wesentliche Genehmigungsrisiken bereits reduziert, zugleich bestehe aber noch Wertsteigerungspo-

tenzial. Skeptischer beurteilt er Investitionen in bereits fertiggestellte Projekte, da diese primär von laufenden Cashflows abhängen, weniger Upside bieten und Risiken im Assetmanagement bergen. Vor diesem Hintergrund übt er aktuell im Bereich Renewables tendenziell Zurückhaltung.

2.2.2. Zusammenfassung: Dynamik der Infrastruktur-Allokation bei deutschen Investoren

- *Welche Trends gibt es aktuell?*

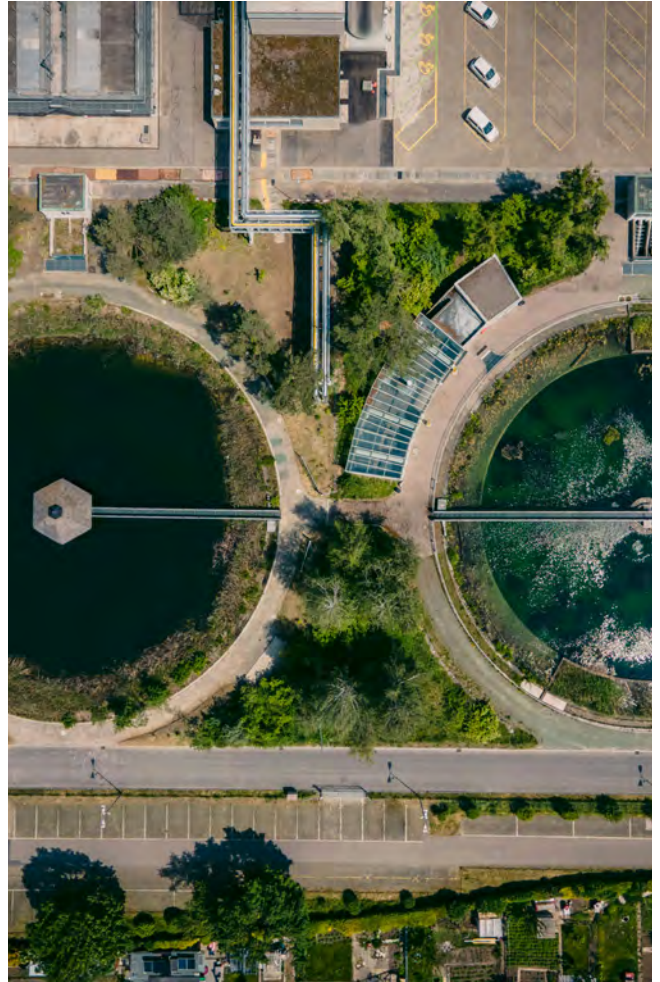
Trends und Treiber von Allokationsanpassungen

Die Stimmung bei deutschen institutionellen Investoren hinsichtlich Infrastrukturinvestments ist weiterhin sehr gut. Die Mehrheit plant einen weiteren Ausbau und der Trend ist auf der Equity- und Debt-Seite fast identisch

- Neben der ökologischen Transformation rücken insbesondere die Themen künstliche Intelligenz und digitale Transformation in den Vordergrund.
- Das länger als ursprünglich erwartet anhaltend höhere Zinsniveau lässt teilweise Anleihen wieder an Attraktivität gewinnen. Verschiebungen werden jedoch eher zwischen alternativen Assetklassen und innerhalb der Assetklasse erwartet.
- Aufgrund auslaufender Bestandsinvestitionen rücken geplante Reinvestitionen in den Vordergrund

Erneuerbare Energien: Einstiegsanker unter strukturellem Druck

- erneuerbare Energien in Deutschland sind weiterhin ein zentraler Bestandteil institutioneller Infrastruktur-Portfolios
- veränderte Marktbedingungen führen zu Herausforderungen und veränderten Investitionsansätzen: Klassische Buy-and-Hold-Strategien in standardisierten Wind- und Solarprojekten verlieren an Attraktivität, während strukturierte, risikoadjustierte Ansätze an Bedeutung gewinnen.
- Gleichzeitig entstehen attraktive Investmentopportunitäten in Segmenten, die neben der Energieproduktion eine zentrale Rolle für die Energiewende einnehmen: insbesondere Batteriespeicher und Repowering



3. Rückblick und Lösungsansätze



Die Assetklasse Infrastruktur erfuhr in den letzten Jahren eine Reifung in ihrer Bedeutung für institutionelle Investoren und hat mit durchschnittlich 5,6% einen signifikanten Anteil am Portfolio. Trotz der durch die Megatrends der digitalen und ökologischen Transformation getriebenen anhaltend positiven Stimmung im BAI Alternative Investments Stimmungsbarometer und der anhaltend geplanten Allokationserhöhungen stieg der Anteil von Infrastruktur im Durchschnittsportfolio im BAI Investor Survey seit 2022 nur leicht an. Verantwortlich dafür ist, dass einerseits mehr Investoren im Infrastrukturbereich aktiv wurden, andererseits der massive Anstieg der Aktienmärkte seither. Das Umfeld für erneuerbare Energien in Deutschland wird als herausfordernd wahrgenommen. Bereiche wie Repowering und Batteriespeicher gewinnen jedoch an Bedeutung, und digitale Infrastruktur stellt einen zentralen Treiber dar.

Der Investitionsbedarf in Infrastruktur in Deutschland ist enorm hoch, insbesondere im kommunalen Bereich. Trotz der hohen Investitionsbereitschaft der deutschen Investoren spielt privates Kapital institutioneller Investoren bislang eine geringe Rolle. Asset-

Manager haben eine entscheidende Rolle, um die Kapitalnachfrage der Kommunen und Stadtwerke mit dem Investorenangebot zusammenzuführen. Eine verhältnismäßig kleine Anzahl an Akteuren ist in dem Bereich bereits aktiv, jedoch überwiegend projektbezogen und nicht portfoliobasiert und vor allem in marktnäheren Segmenten wie Energieerzeugung oder Wärmenetzen.

Asset Manager sehen sich bei der Erschließung kommunaler Infrastruktur als Assetklasse einem komplexen Problemfeld ausgesetzt. Kleinteilige Projektstrukturen führen zu hoher Komplexität und erschweren die Bildung von standardisierten Investments. Dies bedingt einen eingeschränkten Zugang zu investierbaren Projekten als auch eine aus Sicht der Asset Manager als unattraktiv wahrgenommene Risiko-Rendite-Struktur. Gleichzeitig ist aktuell hohe Dynamik im Markt zu beobachten und Asset Manager wie Investoren, arbeiten an Lösungsansätzen.

Für mehr privates Kapital im Bereich kommunaler Infrastruktur müssen politische Entscheidungsträger in den Dialog mit Marktteilnehmern und Stakeholdern gehen. Zielgerichtete Lösungen erfordern:

- **Einen politischen Konsens zur Rolle privaten Kapitals:** Bund, Länder und Kommunen müssen sich auf einen stabilen Regulierungsrahmen verständigen, der privates Kapital über die gesamte Investitionsdauer verlässlich einbindet – unabhängig von Wahlzyklen.
- **Plattformmodelle, Zusammenschlüsse von Stakeholdern und Standardisierungen kommunaler Assets, um Komplexität zu reduzieren:** Asset-Manager, Stadtwerke und institutionelle Investoren sollten gemeinsam skalierbare Strukturen entwickeln, die kleinteilige kommunale Projekte bündelbar und investierbar machen und sich an bestehenden Beispielen orientieren.
- **Nutzung geeigneter Beteiligungsstrukturen, und Offenheit für verschiedene Modelle, je nach Asset-Typ und kommunalen Anforderungen:** Entscheidungsträger müssen frühzeitig prüfen, welches Strukturmodell – z.B. Joint Venture, SPV, Hybridkapital – zum jeweiligen Asset passt und Bürger von Beginn an einbeziehen.
- **Öffentliche Investitions- und Finanzierungsvehikel sollten bestehende Ressourcen bündeln:** effiziente Nutzung der bestehenden Förderlandschaft, Bündelung von Kräften (z.B. EIB, KfW) und der systematische Einsatz von Finanzierungsinstrumenten - durch gezielte Risikoübernahmen in Form von z.B. Garantien, oder First-Loss-Strukturen, die Anreize für private Investoren schaffen, wo Marktmechanismen nicht wirken.



Technischer Anhang

Praktischer Ansatz, um Unternehmen dem Bereich kommunaler Infrastruktur zuzuordnen. Hieraus wurde die Benchmark aus den Daten der Kreditausfälle der Creditreform Rating gebildet (vgl. 1.3.2 Analyse des Risiko-Rendite-Verhältnisses kommunaler Infrastruktur mittels Kreditausfalldaten).

A - kommunale Infrastruktur

Kernsektoren kommunaler Infrastruktur:

- **Energieversorgung (WZ-Code Gruppe 35)**
 - **Klar kommunal:**
 - 35.13.0 Elektrizitätsverteilung
 - 35.22.0 Gasverteilung
 - 35.30.0 Wärme-/Kälteversorgung
 - Teilweise kommunal (abhängig vom Eigentümer), aufgrund der fehlenden Abgrenzung jedoch nicht berücksichtigt:
 - 35.11.x Elektrizitätserzeugung
 - 35.21.x Gaserzeugung
- **Wasserversorgung (WZ-Code Gruppe 36)**
 - **Klar kommunal:**
 - 36.00.1 Wassergewinnung mit Fremdbezug zur Verteilung
 - 36.00.2 Wassergewinnung ohne Fremdbezug zur Verteilung
 - 36.00.3 Wasserverteilung ohne Gewinnung
- **Sammlung, Behandlung und Beseitigung von Abfällen; Rückgewinnung (WZ-Code Gruppe 38)**
 - **Klar kommunal:**
 - Sammlung nicht gefährlicher Abfälle 38.11.0
 - Behandlung und Beseitigung nicht gefährlicher Abfälle 38.21.0
- **Landverkehr und Transport (WZ-Code Gruppe 49)**
 - **Klar kommunal:**
 - Personenbeförderung im Nahverkehr zu Lande (ohne Taxis) 49.31.0
- **Telekommunikation (WZ-Code Gruppe 61)**
 - **Klar kommunal:**
 - Leitungsgebundene Telekommunikation 61.10.0

Die Zuordnung erfolgt anhand von WZ-Unternehmenscodes⁵². Für Methodik und Datengrundlage vgl. den Creditreform Infrastructure Monitor.⁵³

B - Soziale Infrastruktur, potenziell relevant für ÖPP:

- **Gesundheitswesen (WZ-Code Gruppe 86)**
 - Krankenhäuser (ohne Hochschulkliniken, Vorsorge- und Rehabilitationskliniken) 86.10.1
 - Hochschulkliniken 86.10.2
 - Vorsorge- und Rehabilitationskliniken 86.10.3
- **Heime (ohne Erholungs- und Ferienheime) (WZ-Code Gruppe 87)**
 - Pflegeheime 87.10.0
 - Altenheime; Alten- und Behindertenwohnheime 87.30.0

⁵² WZ-Codes.

⁵³ S.26-31

Wir bedanken uns bei:

Wir möchten uns bei allen Investoren und Mitgliedern bedanken, die sich am BAI Investor Survey 2025 und am BAI Member Survey 2025 beteiligt haben. Außerdem möchten wir uns bei allen bedanken, die sich mit Statements und an unseren Interviews beteiligt haben. Im Besonderen:

- Dr. Peter Brodehser, Managing Director & Partner Infrastructure Investments, DWS Group
- Christian Chrobok, Leiter SAA, WPV
- Heike Freimuth, Senior-Beraterin für Deutschland, EIB
- Stefan Friesenecker, Director Private Debt and Credit Alternatives, Schroders Capital
- Stefan Futschik, Head of Private Debt, Managing Director, Prime Capital AG
- Alexandra Graf, Bereichsleiterin Zentralbereich Immobilienmanagement / Infrastruktur, ALH Gruppe
- Jens Hennes, Hauptgeschäftsführer und Vorstandsmitglied, Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein
- Peter Herrmannsberger, Vorstandsvorsitzender, Philips Pensionskasse
- Dr. Bernd Kreuter, Managing Partner, Palladio Partners
- Morris May, Geschäftsführer Stadtwerke Neumünster
- Andre Pflieger, Head of Transformationsfinanzierung und Pascal-Stephan Scheeff, Senior Produktmanager Transformationsfinanzierung, LBBW Asset Management
- Dr. Johannes Scheier, Abteilungsdirektor Asset Management, - Planung und Steuerung, VGH Versicherungen
- Markus Schmidt, Leiter Geschäftsfeldentwicklung Infrastruktur, INTREAL
- Max Schönfelder, Head of Transactions Alternative Investments, Transactions & Strategy - Real Assets, Helaba Invest
- Tanja Volksheimer, Managing Director, NEXT Generation Invest
- Tobias Zahn, Portfolio Manager für Alternative Investments, SOKA-BAU

Für die Bereitstellung von Creditreform Rating-Daten:

- Dr. Benjamin Mohr, Mitglied der Geschäftsleitung, Creditreform Rating AG

Autor:



Florian Bucher
Senior Referent Alternative Markets | BAI e.V.
Phone: +49 228-96987-15
bucher@bvai.de

Über uns

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments in Deutschland.

- Wir verbessern den Bekanntheitsgrad alternativer Anlagestrategien und -klassen in der Öffentlichkeit.
- Wir schaffen international wettbewerbsfähige und attraktive Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments.
- Wir vertreten die Interessen der Branche gegenüber Politik und Regulatoren.
- Wir agieren als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investment-Produkten weltweit.
- Wir fördern die wissenschaftliche Forschung im Bereich der Alternative Investments.
- Der BAI wurde 1997 in Bonn gegründet. Der Kreis der Verbandsmitglieder setzt sich aus allen Bereichen der professionellen Alternative Investment-Branche zusammen. Über 300 nationale und internationale Unternehmen sind derzeit Mitglied im BAI. Ein Verzeichnis unserer Mitglieder finden Sie hier.

Kommende Flagship Events

- [BAI InnovationsDay 2026, 23.9.2026, Radisson Blu Frankfurt](#)
- [BAI Real Assets Symposium 2026, 19.11.2026, Westin Grand Hotel, Frankfurt am Main](#)
- [Workshop Sustainable Finance & ESG 2026, 02.12.2026, Audimax des Frankfurt School Forum, Frankfurt am Main](#)
- [Private Debt Symposium 2027, 18. - 19.01.2027, Scandic Frankfurt Hafepark](#)

Bleiben Sie auf dem Laufenden!

Melden Sie sich für unsere [Newsletter](#) an, um Updates zu den Aktivitäten des BAI und zukünftige Publikationen zu erhalten.



Eventkalender



Mitglied werden!

Impressum:

Verantwortlich:
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
Poppelsdorfer Allee 106
D-53115 Bonn