

# Meag baut Engagement in illiquiden Anlagen aus

Der Geschäftsführer des Assetmanagers der Munich Re fordert von der Politik verlässliche Rahmenbedingungen – Eigenkapitalbereich wird ausgebaut

Meag, der Assetmanager des Munich-Re-Konzerns, investiert verstärkt in illiquide Assets. Das betrifft in erster Linie erneuerbare Energien. Dabei gilt es aber die Risiken aus den staatlichen Rahmenbedingungen im Auge zu behalten und in der Kalkulation zu berücksichtigen.

Von Thomas List, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 13.1.2024  
Illiquide Assets wie Infrastruktur und Forst/Agrar sind bei großen Kapitalsammelstellen beliebt. „Bei realen Assets kommt die Performance maßgeblich aus den generierten Einnahmen, wie Kupons und Dividenden“, sagt Thomas Bayerl, Global Head of Illiquid Assets bei Meag, im Gespräch mit der Börsen-Zeitung. Der Manager hat seit 2014 bei dem Assetmanager des Munich-Re-Konzerns den Bereich Infrastruktur/Fremdkapital aufgebaut.

„Gestartet sind wir mit Geldern von Munich Re und Ergo. 2018 haben wir uns auch externen Kunden wie Versicherungen und Pensionskassen geöffnet.“ Inzwischen stammt fast die Hälfte des Infrastruktur-Fremdkapitals nicht aus dem Munich-Re-Konzern. Die Meag Kapitalanlagengesellschaft hat mehr als 50 Mrd. Euro an externen Geldern eingeworben – als Assets unter Management oder Assets unter Administration.

## Ticketgröße bis 500 Mill. Euro

Die Ticketgrößen im Fremdkapitalbereich gehen von 50 bis 400 oder gar 500 Mill. Euro. „Die größeren Einzeltransaktionen teilen wir auf mehrere Mandate auf, also z.B. einen Teil in den Fonds, aber auch Geld aus dem Konzern oder Einzelmandate institutioneller Anleger. In ein einzelnes Mandat wie auch in unseren Fonds würden wir dann zwischen 25 und 100 Mill. Euro pro Transaktion investie-

ren.“ In den ersten beiden Infrastruktur-fremdkapitalfonds wurden jeweils mehr als 20 Transaktionen getätigt, im Eigenkapitalfonds werden acht bis zwölf angestrebt. Im Eigenkapitalbereich liegt die Ticketgröße typischerweise zwischen 100 und 300 Mill. Euro, im Eigenkapitalfonds zwischen 50 und 100 Mill. Euro.

Lagen anfangs mit reinen Konzerngeldern die Transaktionsgrößen zwischen 50 und 150 Mill. Euro, haben sich diese Beträge mit den externen Geldern deutlich erhöht. „Im Fremdkapitalbereich strukturieren und finanzieren wir viele Transaktionen inzwischen komplett allein.“ Bei illiquiden Assets fährt Meag in erster Linie eine Alpha-Strategie und investiert somit in die besten Investitionsobjekte innerhalb der jeweiligen Sektoren. „Daher kaufen wir in der Regel nichts von der Stange, was bei vorstrukturierten Produkten der Fall ist und bereits einiges an Rendite kostet.“

## Konzernstrukturen nutzen

Dank der Ressourcen in der Munich-Re-Gruppe lasse sich der Markt besser analysieren und die unterschiedlichsten inhärenten Risiken einer Investition vor dem Kauf einschätzen und bewerten, Stichwort Due Diligence. Aber auch nach dem Erwerb könne Meag über den Konzern die Investitionen besser managen und weiterentwickeln.

„Wir haben alles im eigenen Haus, vom steuerlichen Know-how über die Buchhaltung, die technische Expertise bis zur Strukturierungsexpertise und den juristischen Kenntnissen“, sagt Bayerl. Im Unterschied zu Wettbewerbern integriere die Meag dieses Wissen bereits in jedem Prozess und jeder Analyse. „Dadurch können wir ein breites Spektrum an Transaktionen mit den verschiedensten Risikoprofilen prüfen“, so der Manager.

Gerade bei illiquiden Assets gelte es, mögliche Faktoren, die den Cashflow stören könnten, zu erkennen und in Stress-tests für das jeweilige Projekt einfließen zu lassen. „Nur wenn ich all diese Eventualitäten abstecken kann, liefern mir die Assets über mehrere Zyklen hinweg stabile Zahlungsströme“, unterstreicht Bayerl.

Bei Transaktionen, die von staatlichen Vorgaben abhängig sind, etwa von der Einspeisevergütung für Strom, sei das Risikomanagement essenziell. Bayerl nennt zum einen die Erfahrungen, die Investoren in einem bestimmten Land hinsichtlich der Treue zu relevanten Regularien oder Gesetzen gemacht haben. Es stelle sich die Frage, ob die Spielregeln in der Vergangenheit überraschend zum Nachteil der Investoren geändert wurden und wenn ja, warum.

Zum anderen stelle sich die Frage, ob die aktuellen Vorgaben sinnvoll und zukunftsfähig sind. „Für uns als Investor heißt das: Macht es für diesen Staat Sinn,



Thomas Bayerl ist Global Head of Illiquid Assets bei Meag. Bevor er 2009 zum Assetmanager der Munich Re kam, war der studierte Mathematiker im Portfoliomanagement der HSH Nordbank in London sowie in der Kapitalanlage der LBBW in Stuttgart tätig.

wering mit positiven Annahmen einkalkulieren und dabei von optimistischen Strompreisentwicklungen ausgehen. „Das ist für uns zu viel Fantasie. Das zeigt uns, dass der Markt heiß gelaufen ist.“ Allerdings sei das Universum der Erneuerbaren sehr groß. „Basierend auf unseren Prognosen und Annahmen für die nächsten Jahre sehen wir z.B. einen wachsenden Bedarf an Batteriespeichern und Bio-Methan-Anlagen.“

Eigenkapitalinvestments laufen bei Meag in der Regel ohne oder mit wenig Leverage, in einer Transaktion wird also viel und nahezu 100% Eigenkapital eingesetzt. „Dadurch ist die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zwar kleiner“, sagt Bayerl. Zugleich entfalle aber auch der Refinanzierungsdruck, welcher gerade in Zeiten steigender Zinsen zu Problemen führen kann. Der Manager rechnet bis Ende 2024 mit dem Abschluss der Marktbereinigung bei Projektentwicklern im Wind- und Fotovoltaikbereich: „Dann könnte es auch für uns wieder vermehrt attraktive Chancen in diesem Bereich geben.“

Verstärkt in den Fokus gerät bei der Meag Wasserstoff. Hier gebe es inzwischen mehr sinnvolle Projekte, sagt Bayerl. Dabei reiche es nicht, wie bisher nur den Elektrolyseur hinzustellen, mit dem sich der Wasserstoff produzieren lasse. „Beantworten muss ich auch: Bekomme ich genügend grünen Strom für die Produktion? Wer nimmt den Wasserstoff ab? Zu welchem Preis? All das war bisher kaum geklärt.“ Konkrete Investments in solche Projekte ständen aber erst „am weiteren Horizont“ an.

## Interessante Projekte

Konkreter ist Speichertechnologie, vor allem größere Batteriespeicher. „Da gibt es einige interessante Projekte in England, Niederlande und Deutschland.“ Damit könnte die doch volatilere Stromproduktion von Windkraft und Fotovoltaik abgedeckt werden. Bayerl vermisst verlässliche Vorgaben der Politik bei Transport und Speicherung der neuen Energieträger. „Meines Erachtens geht die Politik davon aus, dass sich die Dinge schon finden werden. Das stimmt zwar, aber es dauert dann viel länger.“

Versicherungen und Pensionskassen in Deutschland hätten genug Kapital, um im eigenen Land ein flächendeckendes Netz von Wasserstoff- und Glasfaserleitungen aufzubauen. „Dafür bräuchte es eine gewisse Planbarkeit der Zahlungsströme. Beim Fremdkapital benötigen wir mindestens die Schuldendienstdeckung. Darüber hinausgehende Erträge unterlägen einem gewissen Risiko, das wäre aber ein Stück weit berechenbarer. Eine gewisse Grundversicherung ist für die Anfangsjahre unerlässlich, damit wir investieren können.“ Schließlich handle es sich um das Geld der Versicherten, das Meag für die Versicherungen treuhänderisch verwalte.

das Thema so zu incentivieren? Trägt der Staat die Kosten oder direkt der Bürger? Ist das nachhaltig und durchhaltbar?“

## Risiko wird eingepreist

Investments in über die Maßen geförderte Assets schließt Bayerl aber nicht grundsätzlich aus. „Wenn sie in unser Portfolio passen und wir das Asset generell interessant finden, würden und müssen wir das Risiko einer Anpassung der Förderung einpreisen. Bei einer Rendite von zum Beispiel 10% wäre dann die Annahme, dass es in einigen Jahren nur noch 6 oder 7% sind.“

Berücksichtigt würde diese Annahme in der Cashflow-Prognose. Bei Eigenkapitalinvestitionen würde dies den Kaufpreis

mindern, den die Meag bereit wäre zu erichten. „Entweder wir bekommen den Zuschlag zum entsprechend niedrigeren Preis oder eben nicht. Da sind wir dann aber auch konsequent“, sagt Bayerl.

Grundsätzlich wolle die Meag den Eigenkapitalbereich ausbauen. 2023 hat sie aber ihre Neuinvestitionen in Windkraft und Fotovoltaik zurückgefahren. Bayerl: „Die Renditen haben uns nicht mehr gefallen und waren unseres Erachtens nicht mehr marktkonform.“ In der Vergangenheit sei man etwa von 20 Jahren Laufzeit ausgegangen. Dabei wurde das Repowering, also das Aufrüsten der Anlagen mit leistungsstärkeren Turbinen, am Ende der Laufzeit nicht einberechnet.

Mittlerweile müsse man, um einen Bietertwettbewerb zu gewinnen, dieses Repo-

## Meag Alternative Assets

Illiquide Assets unter Management zum Ende des 3. Q. 2023 in Mrd. Euro

