

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

77. Jahrgang · 15. August 2024

**16-2024**

**Digitaler  
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

**2024**

**INSTITUTIONELLES  
ASSET MANAGEMENT**

**ANALIS  
FONDS**

**Grüne Transformation: Ein ganzheitlicher In-  
vestment-Ansatz**

**Katja Lammert**

Katja Lammert

## Grüne Transformation: Ein ganzheitlicher Investment-Ansatz

Damit Deutschland seine Klimaziele erreicht, sind zuverlässige politische Rahmenbedingungen erforderlich. Der Übergang von fossilen zu erneuerbaren Energien kann nur effizient umgesetzt werden, wenn alle wesentlichen Kräfte aus Wirtschaft, Finanzsektor, Politik und Bevölkerung in einem gesellschaftlichen Konsens zusammenwirken. Auf einer solchen Grundlage können Versicherungen und ihre Asset Manager einen wertvollen Beitrag zu einer erfolgreichen Energiewende leisten. Denn ihre Investitionen lenken knappes Kapital in die entsprechende Infrastruktur. Dazu gehören der öffentliche Nah- und Fernverkehr, das Straßennetz, das Hochspannungsnetz, Ladesäulen für die E-Mobilität oder die energetische Ertüchtigung des Immobilienbestandes – um nur einige Beispiele zu nennen.

### Attraktive Investmentmöglichkeiten durch Energiewende

Versicherungen und ihre Asset Manager verfügen über erhebliches Kapital, um die grüne Transformation zügig voranzutreiben. Allein die Versicherungswirtschaft in Deutschland verfügt über einen Kapitalanlagebestand von rund zwei Billionen Euro. Gleichzeitig sind Anlagen in entsprechende Infrastruktur aus zahlreichen Gründen für Investoren attraktiv: Zum einen bieten Investitionen in die Energiewende meist stetige und vorhersehbare Cashflows. Zum anderen profitieren sie in der Regel von einem vorteilhaften und mit Blick auf die zuverlässige Berechnung der erwarteten Erträge stabilen regulatorischen Umfeld.

Darüber hinaus bieten sie Schutz gegen Inflation, da die Cashflows häufig an Preissteigerungen gekoppelt sind. Unter dem Strich gilt: Je mehr Vorteile Versicherungen und versicherungsähnliche Anleger neben der reinen Rendite in einer Investition in Energieinfrastruktur sehen, desto geringer ist ihre verlangte Mindestrendite und desto günstiger die Finanzierung aus gesellschaftlicher Perspektive. Daher lohnt ein näherer Blick auf das Investitionskalkül dieser Anleger.

### Intensive Due Diligence ist essenziell

Kern eines jeden Investitionsprojektes von Versicherungen im Bereich Energieinfrastruktur sollte eine konsequente Risikoanalyse und intensive Due Diligence sein – bei der Investitionsentscheidung ebenso wie im operativen Betrieb. Zentral ist dabei die finanzielle Beurteilung des Investments unter Berücksichtigung aller wesentlicher Risikofaktoren. Der dafür maßgebliche Zeitraum erstreckt sich mit Blick auf den Anlagehorizont auf den gesamten Lebenszyklus sowie einen möglichen Exit. Wer dies konsequent durchhält, kann nachhaltig gute Investmententscheidungen treffen.

Immer wichtiger wird bei der Due Diligence eine Beurteilung mit Blick auf ESG- und/oder Klimaziele. Es gibt Investments, die in der Vergangenheit getätigt worden sind, zum Beispiel ein Gas- und Dampfkraftwerk, die würde man heute mit Blick auf die Ziele der Investoren nicht mehr eingehen. Während es bei Neuinvestitionen vergleichsweise einfach ist, strengere Kriterien anzulegen und entsprechend zu entscheiden,

ist es im weitaus größeren Bestand keine triviale Aufgabe, diesen entsprechend ambitionierter ESG- beziehungsweise Klimaziele weiterzuentwickeln. Voraussetzung für nachhaltig gute Investmententscheidungen in der Bestandsarbeit ist unter anderem auch ein profundes ESG-Reporting.

Ausschlaggebend für die Beurteilung eines Investments nach ESG-Gesichtspunkten in der Haltephase ist eine gute Datenlage als Basis für das Reporting. Die entsprechenden Daten müssen von den Portfoliounternehmen bereitgestellt werden, und die Firmen kommen dem immer besser nach. So hatten große Asset Manager in den ersten Jahren der Erhebung Rücklaufquoten vonseiten der Portfoliounternehmen von 40 bis 50 Prozent, bezogen auf bestimmte Erfolgskennzahlen (auf Englisch: Key Performance Indicators – kurz KPIs) hinsichtlich ökologischer, sozialer und Governance-Aspekte (ESG). Inzwischen werden hier 70 bis 80 Prozent erreicht. Auch die Qualität der Antworten hat sich verbessert und steigt weiter – wenngleich dies ein längerfristiger Prozess ist.

### Ambitioniertes ESG-Reporting

In der Regel investieren Asset Manager, die in Infrastruktur anlegen, nicht nur in Energieinfrastruktur. Dementsprechend sind die Assets im Portfolio heterogen, was der Diversifizierung zugutekommt. Gleichwohl sind einheitliche KPIs für das gesamte Portfolio zu erheben, und der Investor steht vor der Frage nach den relevanten KPIs. Die Antwort darauf ist von Investor zu Investor unterschiedlich. Eine



zentrale Kennzahl ist sicherlich der CO<sub>2</sub>-Ausstoß. Die Bestimmung der maßgeblichen KPIs ist in jedem Fall eine anspruchsvolle Aufgabe. Große Adressen im Asset Management sind hier im Vorteil, weil sich die Fixkosten der Einrichtung und des Betriebs eines leistungsstarken Berichtswesens auf einen größeren Bestand verteilen lassen.

Vor zehn bis 15 Jahren hat die Mehrheit der Asset Manager noch klassisch in kritische Versorgungsthemen wie Stromnetze oder erneuerbare Energien investiert. Dieser Ansatz hat sich enorm weiterentwickelt – sowohl auf der Eigen- als auch auf der Fremdkapitalseite. Inzwischen investieren große Asset Manager entlang kritischer globaler Megatrends, aus denen sich Anlagethemen ableiten lassen – beispielsweise (i) moderne Energie, (ii) nachhaltiger Transport, (iii) digitale und (iv) essenzielle Infrastruktur (siehe Abbildung). Damit lässt sich der Kreis der möglichen Assets im Erwerb und in der Finanzierung größer ziehen, als dies noch vor fünf oder acht Jahren der Fall war.

### Anlagechancen mit globalen Trends

Die Abbildung zeigt, wie sich die verschiedenen Anlagemöglichkeiten im Bereich Infrastruktur mit Blick auf die Risikostreuung ergänzen, aber auch wie sie untereinander konkurrieren. Asset Manager müssen angesichts ihrer treuhänderischen Funktion gegenüber den Asset Ownern bei jeder Investition darauf achten, dass die Risikoprämie über dem langfristigen Zins hinreichend hoch ist. Möchte die Politik institutionelle Anleger dafür gewinnen, mit ihrem Kapital beispiels-

weise die Transformation der Energiewirtschaft zu unterstützen, sind die Bedingungen hinreichend attraktiv zu gestalten. Kapital bei institutionellen Investoren, das für attraktive Investitionschancen im Bereich Infrastruktur bereitstünde. Aufarbeitungsbedarf besteht jedoch in Richtung, Flexibilität und auf den Kapitalmarkt zugeschnittener Modelle zur Einwerbung von Kapital. Bei der jeweiligen Ausschreibung, aber auch in der politischen Rahmensetzung wären passgenauere Lösungen wünschenswert – ebenso wie ein klares Verständnis dafür, dass private Investoren positive Anreize brauchen und ihr Kapital nur im Einklang mit ihrer treuhänderischen Verantwortung zur Verfügung stellen können.

### Langer Anlagehorizont verlangt tiefes Risikoverständnis

Mit Blick auf die lange Kapitalbindung besteht eine besondere Herausforderung darin, schon heute beurteilen zu können, ob ein Investment auch mit den technologischen Entwicklungen der nächsten zehn bis zwanzig Jahre gut zu recht kommen wird. Dabei kommt es insbesondere auch auf die Kompetenz an, den technischen Fortschritt sowie technologische Sprünge abschätzen und in der Investitionsrechnung berücksichtigen zu können.

Investoren sollten sich hinsichtlich der technologischen Risiken mit dem Gedanken vertraut machen, dass sie zwar über die nächsten Jahre eine gute Abschätzung vornehmen werden können, es aber weiter in der Zukunft erhebliche, zum Teil nicht kalkulierbare Unsicherheiten gibt – auch politische. Elektrischer Strom und Wärme dürften davon losgelöst in allen



Foto: MEAG

### Katja Lammert

CIO Alternative Investments, MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH, München

Laut Katja Lammert verfügen Versicherungen und ihre Asset Manager – zu denen auch die MEAG gehört, über „erhebliches Kapital“, mit dem die grüne Transformation vorangebracht werden könnte. Gleichzeitig seien Anlagen in entsprechende Infrastruktur aus zahlreichen Gründen für Investoren attraktiv. Dafür sorgen stabile und vorhersehbare Cashflows und einem im Hinblick auf die zuverlässige Berechnung der erwarteten Erträge stabilen regulatorischen Umfeld. Wichtig sei bei solchen Investments vor allem eine intensive Due Diligence, nicht nur bei der Investitionsentscheidung, sondern auch im operativen Betrieb. Dabei spielt auch zunehmend eine Beurteilung nach ESG-Aspekten eine Rolle. Dafür wiederum sei eine gute Datenqualität nötig. Große Asset Manager konnten diese laut der Autorin in den vergangenen Jahren steigern, wozu eine deutlich erhöhte Rücklaufquote bezogen auf bestimmte KPIs beigetragen habe. Schließlich fordert sie auch noch die Politik auf zu handeln, um die Rahmenbedingungen für solche Investments weiter zu verbessern. (Red.)

## „In Deutschland mangelt es nicht an privatem Kapital bei institutionellen Investoren.“

weise die Transformation der Energiewirtschaft zu unterstützen, sind die Bedingungen hinreichend attraktiv zu gestalten.

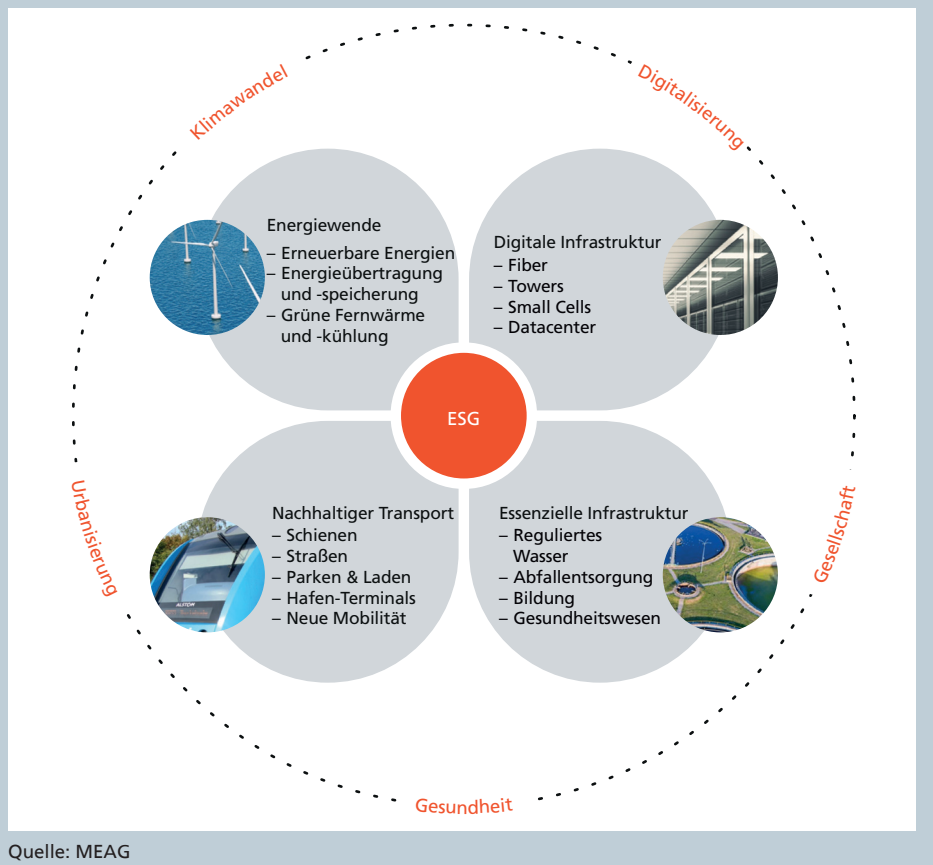
In Deutschland und in vielen weiteren Ländern mangelt es nicht an privatem

wahrscheinlichen Technologieszenarien auf lange Sicht stark nachgefragte Güter bleiben. Ebenso sind Klimawandel und Energiewende längerfristige, auch gesellschaftlich relevante Trends, auf die Investoren langfristig setzen können.

Mit Blick auf ihre Investmenthistorie lässt sich feststellen, dass die MEAG seit deutlich über zehn Jahren keine signifikanten negativen Abweichungen von ihren Investitionsrechnungen verbuchen musste. Eine seit jeher konservative Herangehensweise ist sicher mit ein Schlüssel, das Vertrauen der Investoren in diese Anlageklasse zu stärken.

Große Asset Manager können nicht nur selbst über zugehörige Konzerngesell-

## Anlagenthemen für Infrastruktur-Investments entlang globaler Megatrends



schaften Kapital bereitstellen, sondern fungieren auch als Mittler in der Bereitstellung von Kapital. Denn kleine und mittelgroße Kapitalgeber können kaum effizient die vielen Dienstleistungen innerhalb einer eingehenden Due Dilligence stemmen beziehungsweise ein komplexes Infrastrukturvorhaben für Versicherungen investierbar machen. Diese zuletzt genannte Leistung wird traditionell von Investmentbanken zur Verfügung gestellt und kostet Rendite.

### Asset Manager als Vermittler der Kapitalversorgung

Erfahrene Asset Manager sind aufgrund einer starken internen Rechtsabteilung und eines entsprechend versierten Frontoffice selbst in der Lage, Investitionsvorgaben in eine investierbare rechtliche Form zu gießen. Diese Aufgabe ist alles andere als trivial und verlangt tiefe Einblicke in die regulatorischen Erfordernisse von Versicherungen für ihre Kapital-

anlage. So kommt es, dass kleine und mittelgroße Versicherungen sowie versicherungssähnliche Anleger schon häufiger zusammen mit der MEAG investiert haben – über eine Fondslösung oder auch in Form eines Co-Investments. Dies öffnet der Transformation der Energiewirtschaft die Tür zu einer breiteren Kapitalbasis, was tendenziell die Finanzierungskosten drücken dürfte und öffentliche Haushalte entlastet.

Einen zusätzlichen Vorteil können Asset Manager für ihre Investoren verbuchen, wenn sie über verschiedene Anlageklassen hinweg tätig sind. Denn so lassen sich Synergieeffekte und Verbundvorteile erzielen (economies of scale, scope and skill). Darüber hinaus verfügen Asset Manager der Assekuranz über die technische Risikokompetenz im Kerngeschäft der Versicherung. Denn wer Versicherungen rund um Fotovoltaik-Anlagen oder Windturbinen anbietet, muss sich eben auch gut mit den technischen Risiken solcher Anlagen auskennen, um nachhaltig

erfolgreich zu sein. Von dieser Kompetenz profitiert das Asset Management.

**Praxisbeispiel 1: Synergien zwischen Klimainfrastruktur und Natural Capital.** Seit 2010/2011 investiert die MEAG in klassische Klimainfrastruktur-Assets wie Solarparks und Windkraftanlagen. Gleichzeitig ist sie im Bereich landwirtschaftliche und Forstflächen – sprich Natural Capital – aktiv, woraus sich Synergien ergeben. Denn auf Acker- und Forstflächen lassen sich zum Beispiel auch Solarparks und Windkraftanlagen errichten. Ob diese Option im jeweiligen Fall genutzt werden sollte, ist Ergebnis einer eingehenden Analyse.

### Synergien durch Anlageklassenübergreifenden Ansatz

Die MEAG kann hier auf das technische Knowhow von Munich Re zurückgreifen, die solche Anlagen versichert. Zudem profitiert sie von den Wetter- und Klimaexperten von Munich Re, welche die zu erwartende Sonneneinstrahlung und Windausbeute sowie deren klimabedingte künftige Entwicklung einschätzen können. So lässt sich die Rendite durch eine optimierte Bewirtschaftung der Flächen verbessern. Der breitere Risikomix dient der Diversifizierung und die Risikoexpertise der besseren Abschätzbarkeit der Cashflows. Hinsichtlich der Beteiligung der Versicherungswirtschaft an der Finanzierung der Transformation der Energiewirtschaft hat dies folgenden Reiz: Je höher die Vorteile abseits der reinen Renditeberechnung sind, desto niedriger ist die mindestens zu verlangende Rendite. Die Attraktivität der Investments verbilligt also die Finanzierungskosten für die öffentlichen Gebietskörperschaften.

**Praxisbeispiel 2: Erkenntnisse aus verschiedenen Geschäftsbereichen einbringen.** Die Umstellung der Energiewirtschaft kennt viele Wege. Wer diese in ihrer Vielfalt nutzt, diversifiziert Risiken und kann damit Cashflows verstetigen. Voraussetzungen dafür sind Erfahrung und Kompetenz sowie ein wechselseitiger Wissenstransfer innerhalb der Unternehmensgruppe.



Biomethan ist CO<sub>2</sub>-neutral und lässt sich auch aus Tierexkrementen herstellen, was die „Crops for fuel“-Diskussion zu vermeiden hilft. Die MEAG hat sich für ihre Anleger an einer Gesellschaft mit fünf Biomethan- und vier Biogasanlagen in Deutschland beteiligt, die eine deutliche Steigerung ihrer Biomethanproduktion plant. Diese Planung umfasst die Aufrüstung der vier Biogasanlagen zur Erzeugung von Biomethan, die Umstellung des Rohstoffmixes der Anlagen auf nachhaltige, abfallbasierte Quellen entsprechend der Kreislaufwirtschaftslogik und die Installation von CO<sub>2</sub>-Verflüssigungstechnologien.

Zur umfassenden Beurteilung solcher Planungen gehören unter anderem Kenntnisse über Standorte, Logistik, Liefer- und Verwertungsketten, Energiemarktszenarien und Absatzmärkte. Ein ganzheitlicher Asset Manager kann hier Wissen aus verschiedenen Geschäftsbereichen einbringen, beispielsweise aus den Anlageklassen Logistikimmobilien und Agrar. Dies trägt dazu bei, noch fundiertere und bessere Investmententscheidungen zu treffen.

**Praxisbeispiel 3: Immobilien den langen Weg zur Klimaneutralität ebnen.** Für viele große Bestandhalter von Immobilien ist der Umbau des Portfolios in Richtung Klimaneutralität ein wichtiges Thema. Auch in Deutschland besteht angesichts dessen ein hoher Anpassungsbedarf. Die MEAG verfolgt hier unterschiedliche Strategien: Im Bestand will sie nicht einfach alle Im-

Berücksichtigung weiterer Kriterien vorgehen sollte, da sich aufgrund begrenzter Kapazitäten nicht alle Objekte gleichzeitig ertüchtigen lassen.

Einen kleinen Teil im Bestand wird die MEAG dennoch verkaufen. Dabei handelt es sich insbesondere um ältere Im-

mobilien in eher mittleren Lagen im mittleren Preisniveau. Ein typisches Beispiel hierfür wäre eine Wohnanlage aus den 70er Jahren am Stadtrand, die selbst nach einer energetischen Sanierung wenig Mietsteigerungspotential besitzt und deswegen keinen wirtschaftlich sinnvollen Business Case darstellt. Insgesamt betrachtet spielt der „Manage to green“-Ansatz jedoch eine wichtige Rolle in den Portfolios.

Gleichzeitig verbessert die MEAG den Bestand, indem sie im Ankauf auf die Klimabilanz achtet. Hierbei nutzt sie ESG-Bewertungskriterien, die sie systematisch abarbeitet. Nachhaltige Zertifizierungen wie zum Beispiel DGNB, LEED oder BREEAM haben dabei eine erhebliche Bedeutung. So müssen gewerbliche Objekte im Ankauf entweder eine Zertifizierung aufweisen oder zumindest zertifizierungsfähig sein. Andere Objekte (vor allem im

zung? Im Bereich Infrastrukturanlagen ist im Engagement ein Mindestniveau bei der Planbarkeit von Cashflows notwendig. Die Assekuranz benötigt hier mindestens die Schuldendienstdeckung.

Eine gewisse Grundsicherung der Rückzahlungen ist unerlässlich, damit sie stärker

---

**„Versicherungen haben genügend Kapital, um eine zügige grüne Transformation voranzutreiben.“**

---

investieren kann. Schließlich handelt es sich um das Geld der Versicherten, das Asset Manager wie die MEAG für die Assekuranz treuhänderisch verwalten und mehr.

Wenn die Gesellschaft mehr Tempo in die Transformation der Energiewirtschaft bringen will, hat das seinen Preis. Und je höher das angestrebte Tempo ist, umso höher sind die Kosten – egal ob der Staat dieses ohne Unterstützung privater Investoren erreichen möchte oder mit ihr.

Institutionelle Investoren der Assekuranz denken mit Blick auf ihre Zahlungsverpflichtungen aus dem Versicherungsgeschäft sehr langfristig. Zudem gilt: Je größer die gesamtgesellschaftliche Aufgabe, desto breiter sollte die Unterstützung mit Blick auf alle gesellschaftlichen Kräfte sein. Insofern ist eine nachhaltige Energiewirtschaft nicht nur eine Transformations- und Finanzierungsaufgabe, sondern auch eine Herausforderung mit Blick auf die Bündelung aller gesellschaftlichen Kräfte.

Im Bereich der Immobilien behindern vor allem viele Bauvorschriften einen noch schnelleren Umbau der Portfolios in Richtung Klimaneutralität. Und bei Infrastrukturvorhaben wie zum Beispiel dem Ausbau von Verkehrsnetzen lähmen im europäischen Vergleich überaus langwierige Ausschreibungsverfahren die dringend gebotene Sanierung und Modernisierung. Hier ist eine gewisse Deregulierung erforderlich, damit Deutschland attraktiv für Transformationsvorhaben bleibt.

---

**„Es ist eine gewisse Deregulierung nötig, damit Deutschland attraktiv für Transformationsvorhaben bleibt.“**

---

mobilien mit einer hohen Klimalast verkaufen, um anderen die damit verbundenen Herausforderungen zu überlassen. Stattdessen ist es ihr Anspruch, einen hohen Anteil der Immobilien selbst zu ertüchtigen, um ihre umweltbezogenen Ziele, sowie die ihrer Investoren, zu erreichen. Den Bestand hat sie entsprechend geclustert, um feststellen zu können, a) welche Objekte zukunftsfähig sind und b) in welcher Reihenfolge sie auch unter

Wohnbereich), bei denen eine Zertifizierung nicht üblich ist, müssen einem vergleichbaren Standard entsprechen.

#### Politisches Handeln gefragt

Versicherungen haben genügend Kapital, um eine zügige grüne Transformation voranzutreiben, und sie könnten noch erheblich mehr tun. Was ist dafür die Vorausset-