

# Am Ende ist es alles Kreditrisiko

Sandra Rother präsentierte beim dpn Alternatives Campus in Düsseldorf die Infrastrukturstrategie der MEAG. Das veränderte Marktumfeld sowie zunehmende Regulierung und Komplexität sieht sie als größte Herausforderungen.



von **Arrian Correns**

15. Juni 2026, 07:00 Uhr | Lesezeit: 5 Min.

In Vertretung von Thomas Bayerl, Member of the Board of Management der MEAG, präsentierte Sandra Rother, Head of Infrastructure Debt Asset Management, die Infrastrukturstrategie des Asset Managers der Munich Re beim dpn Alternatives Campus in Düsseldorf. „Ich habe einen kleinen Bias Richtung Fremdkapital“, räumt sie eingangs lächelnd ein. Was sie mit Bayerl definitiv teile, sei die Leidenschaft für Infrastrukturinvestments.

Mit rund 16 Milliarden Euro in Infrastruktur-Eigenkapital und Fremdkapital ist das Segment die größte Sub-Asset-Klasse im Alternatives-Bereich der MEAG. Das Eigenkapital wird hauptsächlich für Munich Re verwaltet, im Debt-Bereich liegt die Aufteilung bei 60 Prozent Konzern und 40 Prozent institutionelle Anleger aus Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und Kanada. Bis 2030 soll der Infrastructure-Debt-Bereich stark wachsen, getrieben vor allem durch gestiegenes Verlangen nach Diversifikation und die Steuerung des Liquiditätsbedarfs bei institutionellen Anlegern.

## Zwei zentrale Herausforderungen

Rother identifiziert zwei zentrale Herausforderungen für Infrastruktur-Investments. Da sei zum einen das veränderte Marktumfeld. Die gestiegenen Zinsen machen festverzinsliche Wertpapiere wieder attraktiver und erhöhen den Druck auf Infrastruktur, sich durch robuste Cashflows zu rechtfertigen. Geopolitische Risiken verschärfen Unsicherheiten bei Partnern, Standorten und Lieferketten. Gleichzeitig sorgt die Transformation der physischen Infrastruktur für strukturelle Umbrüche.

Zweitens nehmen Regulierung und Komplexität zu, während die Verlässlichkeit von Fördermechanismen abnimmt. Viele institutionelle Investoren würden sich klassische ÖPP-Strukturen wünschen, die eine gewisse Stabilität mit attraktiven Renditen kombinieren, erklärt Rother. Doch die Unsicherheit habe zugenommen. Ursprünglich stabilisierende Strukturelemente können sich im Restrukturierungsfall als komplexitätserhöhend herausstellen. Abstimmungsprozesse mit staatsnahen Akteuren können langwierig

sein und zusätzliche Herausforderungen darstellen. Ihre These lautet: „Die Komplexität und die Renditen sind gestiegen, ein Bewertungsnachteil für Bestände, aber schöne Chancen für das Neugeschäft.“

## **Partnerselektion ist entscheidend**

Die Antwort der MEAG liegt in Prozessdisziplin und der Nutzung der technischen sowie Klimaexpertise der Munich Re. „Resilienz beginnt auf Asset-Ebene“, betont Rother. Wenn man den Buy-and-Maintain-Ansatz verfolge und die durchschnittlich gewichtete Laufzeit im Fremdkapitalportfolio um die 14 Jahre betrage, müsse man das Asset über die Laufzeit gut managen können. Die MEAG teilt ihre Mannschaft deshalb hälftig zwischen Asset-Sourcing und Asset-Management auf. Man achte zudem auf Vertragsverhandlungsmacht und müsse im Ernstfall auch restrukturieren können.

Besonders wichtig sei die Partnerselektion. „Wie strategisch sind die dabei? Wie kurzfristig sind die dabei?“, fragt Rother mit Blick auf die Eigenkapitalinvestoren. Als Fremdkapitalgeber habe man beschränktere Möglichkeiten, das Asset in der Haltephase aktiv zu managen. Dabei spielt auch die Kapitalstruktur eine Rolle. Erst wenn ein Asset wirklich stabile Cashflows produziert und der Schuldendienst über 10 bis 15 Jahre prognostizierbar sei, komme Fremdkapital überhaupt in Frage.

## **Panel-Diskussion: Was bedeutet Resilienz?**

Steffen Ingnoli von Solutio hakt nach dem präferierten Risikoprofil der MEAG nach. Rother's Antwort fällt eindeutig aus. Im Infrastruktur-Debt-Bereich sei man bei Core und Core Plus unterwegs, Value Add passe oft nur für bestimmte MEAG-Anleger. Man sei bisher überwiegend Senior Secured investiert mit Schwerpunkt auf Investment Grade und das überwiegend festverzinslich. High Yield spielt zunehmend eine Rolle. Im Bewertungsmodell der MEAG müssen Illiquidität plus Komplexität zusammen um die 100 Basispunkte an zusätzlicher Rendite bringen, um den Managementaufwand zu rechtfertigen.

In der Panel-Diskussion wird deutlich, was Resilienz konkret für verschiedene Investoren bedeutet. Rebecca Rösing von der Pensionskasse für die deutsche Wirtschaft nennt verlässliche Cashflows und den Inflationsschutz als zentrale Faktoren. Im Vergleich zu Private Equity, wo Bewertungen stark schwanken können, sieht sie bei Infrastruktur einen Vorteil. „Hoffentlich sind auch die Net Asset Values ein bisschen vorhersehbarer, weil oft langfristige Verträge dahinterstecken“, sagt sie. Langfristige Abnahmeverträge oder regulierte Einnahmen bei Infrastruktur sollten zudem für stabilere Bewertungen sorgen.

## **Regulatorik muss verlässlicher werden**

Ingnoli erweitert die Perspektive und fragt nach Sicherheitsinfrastruktur als Zukunftsthema. Rother bestätigt, dass Energiesicherheit und Netzsicherheit eine große Rolle spielen, warnt aber, dass die Kosten dafür von Anfang an eingeplant sein müssten. Bei Digitalisierung sehe sie Potenzial, bei Glasfaser müsse auf die Marktfunktionalität bei der Analyse geachtet werden. Es bestehen große Unterschiede in der Regulatorik und den Geschäftsmodellen in Europa. Stromnetze hingegen seien eine große Herausforderung. Den Investment Case und den Anteil des Fremdkapitals müsse man hier sehr überlegt angehen.

Christian Becker von Investor Partners mahnt mit Blick auf die Regulatorik, dass die Politik die Rahmenbedingungen endlich verlässlicher gestalten müsse. Die Rendite, die Eigenkapitalinvestoren von deutschen Stromnetzen erwarten können, sei praktisch zu gering angesichts der Risiken. Deshalb sei es nicht verwunderlich, dass Netzbetreiber immer wieder Probleme bei Finanzierungsrunden hätten. Dabei wäre es aus seiner Sicht eine Win-Win-Situation, wenn deutsche institutionelle Investoren in heimische Infrastruktur investierten, statt dass ausländische Investoren das Feld übernehmen. Rother stimmt zu: „Privates Kapital steigert die Attraktivität und auch die Nachhaltigkeit der Infrastruktur.“

## **Welche Rolle spielt ESG?**

Auf die Frage, welche Rolle ESG bei Infrastrukturinvestments spielt, antwortet Rother pragmatisch: Man müsse ESG-Risiken im Blick haben, denn letztlich gehe es ums Kreditrisiko. „Am Ende ist alles Kreditrisiko. Umweltrisiken und schlechte Governance belasten entweder die Umsatzerlöse oder treiben die Kosten nach oben, wenn ich die Risiken nicht gut genug im Griff habe“, sagt sie. Vor allem der Klimawandel müsse bei langfristigen Investments bedacht werden, beispielsweise ob physische Risiken wie Überschwemmungen ausreichend versichert seien. Steffen Ingnoli bestätigt, dass ESG fest in der Due Diligence der Investoren verankert sei, der Hype um Artikel 8 und 9 der aber vorbei sei.

Die Diskussion mündet in die zentrale Frage, ob sich die Asset Klasse Infrastruktur in einer Zeitenwende befindet. Rother bleibt zurückhaltend und stellt klar: Man befinde sich in keiner Revolution, sondern in einer Evolution. Anders als andere Panelisten, die einen radikalen Umbruch sehen, rechnet sie mit klaren, aber graduellen Entwicklungsschüben in den nächsten fünf Jahren – etwa dass Investoren früher in die Wertschöpfungskette einsteigen.

## **Zeitenwende für Alternatives?**

Christian Becker sieht das Alternatives-Segment durchaus in einer Zeitenwende. Es werde zwar deutlich mehr Geld benötigt, aber das sei kein Freifahrtschein. Anders als in manchen anderen Asset-Klassen werde die Entwicklung sich stark ausdifferenzieren. Die Welle höbe nicht alle Boote. Einige Manager würden gute Renditen erwirtschaften, während andere mit blauen Augen aufwachen könnten.

Steffen Ingnoli pflichtet bei und sieht eine Zeitenwende, vor allem getrieben durch Regierungen mit enormem Investitionsbedarf. Als Beispiel nennt er Rechenzentren für Künstliche Intelligenz, die im besten Fall mit erneuerbaren Energien und Batteriespeichern kombiniert würden. Dort sehe er erhebliches Potenzial.

Rebecca Rösing bringt es mit einem augenzwinkernden Kommentar auf den Boden der Realität zurück: „Ich wünschte mir eine Zeitenwende in Deutschland, in der Infrastruktur, in der wir wieder wirklich pünktlich Zug fahren können.“

Stefan Hentschel von Evonik sieht den Markt auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht. Die benötigten Volumina für Infrastrukturinvestitionen seien zwar riesig, doch die Frage bleibe, ob Investoren bereit seien, dafür Geld zur Verfügung zu stellen. Der Staat, insbesondere in Deutschland, habe sich als nicht zuverlässig erwiesen. „Wir würden jetzt ungern in irgendeinen Staatsinfrastrukturfonds einzahlen, weil irgendwie ist da immer ein Pferdefuß für uns als Investoren“, stellt er klar.



## Arrian Correns

Arrian Correns ist seit 2024 Redakteur bei dpn – Deutsche Pensions- und Investmentnachrichten. Seine ersten Schritte im Journalismus machte der studierte Staatswissenschaftler im Lokaljournalismus. 2023 wechselte er mit dem Volontariat im Fachverlag der Frankfurter Allgemeinen Zeitung in den Finanzjournalismus. In dieser Zeit schrieb Arrian Correns auch für die dpn-Schwesterpublikationen „FINANCE Magazin“ und „Die Stiftung“. Arrian Correns befasst sich heute vor allem mit Themen der institutionellen Kapitalanlage und der Digitalisierung der Investmentbranche.

