



Planbar: MEAG und Munich Re streuen ihre Investments – etwa über Solarparks wie Don Rodrigo in Südsanien oder US-Forstflächen

DER RICHTIGE ZUGANG ZU ILLIQUIDEN ASSETS

Alternative und nicht liquide Investments locken mit kalkulierbaren, langfristigen Auszahlungen und oft attraktiven Renditen. Doch wer Solarparks, Wald oder Infrastruktur erwirbt, braucht Know-how und viel Kapital. Inzwischen gibt es allerdings auch Lösungen für Langfristinvestoren ohne Milliardenbudget

Gastautor
Philipp Waldstein

Als attraktive Assetklasse haben sich illiquide Anlagen etabliert. Seit der Finanzkrise sind auch Infrastrukturinvestitionen interessant: Beteiligungen an Solar- und Windparks, Finanzierungen von Autobahnabschnitten, Zugstrecken und kommunalen Einrichtungen oder Agrar- und Forstflächen. Vermögensmanager von Versicherungen und andere konservative Anleger sind in der Niedrigzinswelt verstärkt auf der Suche nach Anlagen mit noch überschaubaren Risiken und etwas höheren Zinsen als Staatsanleihen. Etwas höher, denn klar ist: Wer nach dem Zinsniveau der Vergangenheit strebt, endet bei zu hohem Risiko.

Anlagen in illiquide Assets bieten auf der Renditeseite den Vorteil der Illiquiditätsprämie. Der Verzicht auf die jederzeitige Verfügbarkeit der Investments wird mit einem Renditeaufschlag bezahlt. Gleichzeitig lässt sich auf der Risikoseite die Expertise in der Versicherungstechnik nutzen. Wer Solar- oder Windparks von der technischen Seite her beurteilen will, der braucht viel technisches Know-how. Unternehmen, die solche Anlagen versichern, haben diese Kenntnisse. So werden Risiken zu Rendite.

Investitionen in illiquide Anlagen besitzen weitere Vorzüge. Für längere Zeiträume von zehn oder deutlich mehr Jahren bieten diese Investments kalkulierbare und stetige Auszahlungen – ideal für Versicherungen, die ihre Zahlungsverbindlichkeiten aus dem Kerngeschäft decken möchten, aber auch für andere konservative Langfristanleger wie Pensionskassen, Versorgungswerke oder Stiftungen.

Wer in Infrastruktur anlegen möchte, muss sich allerdings mit den Besonderheiten dieser Assetklasse ausführlich auseinandersetzen. Der Eintritt in diesen Markt will wohlüberlegt sein. Zunächst braucht es ein eigenes Team, das entsprechend kompetent ist, um gute Anlageentscheidungen treffen zu können. Es muss ein Investmentprozess aufgesetzt werden, der sich in das gesamte Kapitalanlage- inklusive Risikomanagement harmonisch einfügt.

Gleichzeitig gilt es, alle relevanten Risiken zu identifizieren, die entsprechend der Investitionsobjekte sehr unterschiedlich sein können. Im Zweifelsfall sind ex-

terne Experten hinzuzuziehen, um nicht die Katze im Sack kaufen zu müssen. Die Markteintrittskosten sind erheblich, eine unternehmerische Entscheidung ist hier erforderlich.

Daraus ergibt sich bereits, dass sowohl der Vermögensmanager als auch das Investitionsvolumen eine hinreichende Größe haben müssen. Komplexe Investitionsvorhaben müssen zügig abgearbeitet werden, dafür braucht es ausreichende Kapazitäten. Die Kosten der Prüfungen und Untersuchungen verlangen ein Mindestinvestitionsvolumen. Wer Investitionen im Direktbestand tätigen möchte, muss zu substanziellen Investitionen bereit sein.

Der direkte Zugang zur Assetklasse Infrastruktur ist zwar nicht im juristischen Sinne beschränkt, aber häufig wirtschaftlich nicht darstellbar. Der einfach erscheinende Ausweg, keine Kosten einzugehen und auf Risikoprüfungen zu verzichten, führt ins Verderben. Das gilt auch für die Idee, sich einfach an die Investitionen der großen Anleger anzuhängen. Der Bedarf des Anlegers und die Passgenauigkeit in ein Portfolio sind immer unterschiedlich.

Anleger mit limitierten Kapazitäten werden sich auch immer auf einige wenige Formen der Infrastruktur beschränken müssen. Auch in Hinsicht auf die Investimentregion gibt es mitunter Restriktionen. Wer beispielsweise nur in Deutschland investieren möchte, dürfte am zu geringen Angebot scheitern, was wiederum zu einer weiteren Schwierigkeit führt, nämlich zu einer unzureichenden Diversifizierung. Der Euroanleger muss sich im gesamten Euroraum umsehen können, um ein hinreichendes Angebot vorzufinden und eine auskömmliche Diversifizierung abbilden zu können.

Wo die MEAG investiert

Die Assetklasse Infrastruktur ist stark nachgefragt. Viele Anleger wetteifern um relativ wenige Investitionen, mit der Folge, dass die Renditen nachgegeben haben. Entsprechend wählerisch muss der Anleger sein, will er sein Risiko vergütet wissen. Dies gilt insbesondere in der Spätphase des Konjunkturaufschwungs mit leicht steigenden Zinsen am absehbaren Horizont. Wer investiert, muss wissen, dass er sich für lange Zeit vergleichsweise niedri-

ge, möglicherweise zu niedrige Renditen ins Portfolio legt. Die Wärme der Herde hat schon so manchen, auch professionellen Investor, ins Abseits laufen lassen.

Die weltweit tätige Versicherung Munich Re und ihr Anlagemanager MEAG mit Assets under Management von über 250 Milliarden Euro haben sich global auf die Suche nach attraktiven Investitionsobjekten begeben. Die vielfältigen und komplexen Risiken der Anlageobjekte erfordern eine tiefgehende Analyse im Rahmen des Investmentprozesses und auch des Risikomanagements. Munich Re besitzt dabei den Vorteil, im Kerngeschäft viel technische Risikokompetenz vorzuhalten, und kann überdies Berechnungen zur Bewertung der Risiken anstellen, die sie für die Bemessung von Versicherungsprämien ohnehin braucht. Von dieser Kompetenz profitiert die Kapitalanlage der MEAG. Im engen Schulterschluss kann so mit hoher Risikosensibilität erfolgreich investiert werden.

Bei einem Zielvolumen allein in Infrastruktur inklusive erneuerbarer Energien von acht Milliarden Euro von Munich Re (Gruppe) und der MEAG beläuft sich die einzelne Investition unter Berücksichtigung einer hinreichenden Diversifizierung über unterschiedliche Regionen, Segmente und Techniken in der Regel auf einen mittleren zweistelligen bis niedrigen dreistelligen Millionen-Euro-Betrag. Ausnahmen sind möglich. In dieser Preisklasse ist eine Direktanlage aus betriebswirtschaftlichen Gründen ohne Weiteres machbar. Die MEAG ist insgesamt mit rund 20 Milliarden Euro in illiquiden Assets investiert, Immobilien eingeschlossen.

Investoren, die sich neu in illiquiden Assets engagieren möchten, werden sich von niedrigen Risiken in die höheren hinein arbeiten. In der Assetklasse Infrastruktur wird sich daher ein Investor zunächst in Deutschland umsehen, wo er die Geografie, die Jurisdiktion und die politischen Hintergründe kennt und einzuschätzen weiß.

Munich Re und die MEAG haben in der Assetklasse Infrastruktur zunächst Windparks erworben. Die technischen Risiken mit Blick auf die wirtschaftliche Einsatzdauer sind aus dem Versicherungsgeschäft so weit bekannt, die Lage der Windräder und die mögliche Stromausbeute, basierend auf den zu erwartenden →



Philipp Waldstein

*Vorsitzender der Geschäftsführung,
MEAG*

verantwortet bei der MEAG neben der strategischen Ausrichtung das Mandatmanagement sowie die Bereiche Illiquid Assets, Research und den Investment-Prozess. Die MEAG steht für das Vermögensmanagement von Munich Re und ERGO und verwaltet Assets von rund 251 Milliarden Euro.

Windgeschwindigkeiten, können gut eingeschätzt werden. Politische Eingriffe mit wirtschaftlich nachteiligen Folgen können außerdem mit hinreichender Sicherheit ausgeschlossen werden. Diese Investitionen in ost- und norddeutsche Windparks haben sich aus heutiger Sicht als gute Entscheidung herausgestellt.

Klotzen statt kleckern

Für einen Versicherungsinvestor mit Einzelinvestments in Höhe eines mindestens zweistelligen Millionen-Euro-Betrags ist manches zu kleinteilig. Er kann nicht in Photovoltaikanlagen auf Hausdächern investieren, viele kleine Anlagen müssten erst zu einem substanziellen Investment gebündelt werden. Allerdings setzte Deutschland in diesem Bereich nach dem Reaktorunglück in Japan und dem Umbau der deutschen Energiewirtschaft sehr auf eine Subventionierung kleinteiliger privater Bereitstellung von Solarstrom. Institutionelle Investoren waren im deutschen Fördermodell nicht vorgesehen.

Dagegen tat sich mit dem sogenannten Unbundling ein neuer Markt für sie auf. Mit diesem Begriff ist die Forderung nach einer Trennung von Netzbetrieb und Vermarktung von Energie verbunden. Energieversorger haben sich von Teilen ihres Gas- oder Stromnetzes getrennt, auch um Kapital im niedrig-margigen und entsprechend mit weniger Risiken behafteten Netzgeschäft freizusetzen und in andere, höher-margige Geschäftsfelder zu reallokieren.

Versicherungen haben entsprechend Anteile an Energienetzen erworben, wobei sie immer nur an Minderheitsanteilen interessiert waren und sind, da sie im Energie-

geschäft nicht ihre Kernkompetenz sehen. Der Netzbetrieb wurde weiterhin von der Energiewirtschaft geleistet. So hat auch die MEAG für Munich Re ins Hoch- und Höchstspannungsnetz in Deutschland sowie in ein europäisches Gasnetz investiert.

Bei der Finanzierung von Straße und Schiene unterstützen ebenfalls große institutionelle Anleger. Deutschland hinkt hier der Aufgeschlossenheit anderer Länder bei der Berücksichtigung privater Investoren noch etwas hinterher. Letztlich ist es eine Frage der politischen, rechtlichen und wirtschaftlichen Ausgestaltung – auch unsere europäischen Nachbarländer haben nichts zu verschenken, wohingegen anlageberechtigtes Kapital weltweit reichlich zu finden ist. Die öffentliche Hand kann Finanzierungen vergleichsweise günstig umsetzen. Auch Deutschland hat hier erste Schritte unternommen und die MEAG hat sich ebenfalls bei der Finanzierung von Autobahnteilabschnitten beteiligt.

Anderen Investitionsobjekten im Bereich der Infrastruktur – beispielsweise Flugzeugen – steht die Versicherungswirtschaft aus Risikogesichtspunkten mit größerer Distanz gegenüber. Vor diesem Hintergrund verwundert es, dass hier auch kleinere private Investoren immer wieder gerne über unternehmerische Beteiligungen investiert sind. Die aktuelle Entwicklung im Zusammenhang mit dem Großraumflugzeug A380 zeigt ganz gut, dass hier die Anforderungen der Versicherungswirtschaft an die Berechenbarkeit und Stetigkeit hinsichtlich der nachhaltigen Werthaltigkeit des Geschäfts nicht hinreichend gegeben sein dürften.

Natürlich finden sich auch aktuelle Beispiele aus der Anlagepraxis. Ende 2018 erwarb die MEAG einen Solarpark in Spanien mit einer Gesamtleistung von 175 Megawatt. Er ist einer der größten von Subventionen unabhängigen Solarparks in Europa. Mit den erzeugten 300 Gigawattstunden pro Jahr können rund 93 000 Haushalte mit Strom versorgt werden. In der Assetklasse Agrar- und Forstwirtschaft hat die MEAG wiederum 2018 für Munich Re 91 000 Hektar Forstflächen in Texas und Louisiana erworben, dies entspricht in etwa der Größe des Bundeslandes Berlin. Mit den Investitionen in Forstflächen wird zudem ein Beitrag zur Absorption von Kohlendioxid und damit

zum Klimaschutz geleistet.

Welche Renditen lassen sich mit illiquiden Assets erzielen? Investoren fordern Risikoprämien zu den entsprechenden öffentlichen Anleihen. Pauschal lässt sich dieses Ziel nicht garantieren, da die zu erzielende Rendite eben von den Risiken abhängt. Die Renditen dürften aktuell im mittleren bis höheren einstelligen Bereich liegen. Ausreißer nach oben sind denkbar.

Für Investoren, die keine eigene Investmentkompetenz im Bereich Infrastruktur aufbauen möchten, hat die MEAG kürzlich einen Investmentfonds in Luxemburg aufgelegt, der in Infrastrukturfremdfinanzierungen anlegt. Dieser lässt sich harmonisch in eine typische Kapitalanlage einer deutschen Pensionskasse, Versicherung oder eines Versorgungswerks einfügen. Wer hier investiert, bekommt die Risikokompetenz von Munich Re und der MEAG in einem Paket mit attraktiven Investitionsobjekten und je nach Bedarf mit einem Rundumservice. Versicherungsspezialisten von Hartford Steam Boiler, ein Unternehmen von Munich Re, unterstützen in der Due Diligence.

Erfreuliches Fazit

Erfolgreiches Investieren in illiquide Assets ist eine Frage der Größe. Wer groß ist, kann aus einem großen Pool attraktiver Investitionsobjekte schöpfen. Die Mindestgröße in der Direktanlage ergibt sich durch Fixkosten der eigenen Analysekapazitäten bei der Untersuchung der komplexen und vielfältigen Risiken. Bei den sehr langen Anlagezeiträumen sollten in keinem Fall Investitionen bei nicht hinreichend bekannten Risiken eingegangen werden. Drum prüfe, wer sich lange bindet. Investoren ohne eigene Risiko- und Investment-spezialisten orientieren sich bei der Anlage in Infrastruktur an Vehikeln von bekannten Namen und nachhaltig guter Performance.

Für alle Investoren gilt in Bezug auf illiquide Assets der Ausblick: Das Angebot sollte sich weiter verbreitern und vertiefen, die großen Märkte sind erwachsen geworden. Kinderkrankheiten wie rückwirkende Eingriffe auf die Rechte der Investoren sollten, bei Annahme eines vernünftigen Angebotsverhaltens, der Vergangenheit angehören. Investitionen in illiquide Assets gehören auch angesichts des weltweiten hohen Bedarfs die Zukunft. ■