

# Mit der Kapitalwende zur Energiewende

**INFRASTRUKTUR-ASSETS** Investoren richten den Blick auf erneuerbare Energien. EVU könnten sich das auf ihrem Weg in eine kapitalintensive Zukunft zu Nutze machen

Von REINHARD LIEBING, Hamburg

Aus gutem Grund richten institutionelle Anleger ihr Augenmerk verstärkt auf den Ausbau der erneuerbaren Energien. Angesichts des Niedrigzinsumfeldes, einer vergleichsweise hohen Volatilität bei Aktien, oft geringen Risikobudgets und Mindestrenditezielen in einer Bandbreite von 3,5 bis etwa 5 % pro Jahr, beschäftigen sich Investoren mit der strategischen Neuausrichtung ihrer Kapitalanlagen. Dabei sind gerade Investitionen in Infrastruktur attraktiv, denn sie bieten in der Regel ein ansprechendes Rendite-Risiko-Profil bei stabilen und langfristig planbaren Cashflows, verbunden mit einem hohen Werterhalt. Laut der aktuellen Studie »Power & Renewables Deals 2014 Outlook and 2013 Review« der Unternehmensberatung PWC stieg der Transaktionswert im Bereich erneuerbarer Energien im Jahr 2013 um 25 % auf 16,1 Mrd. €.

**Geschäftsmodell anpassen** | Wie können europäische Energieversorgungsunternehmen (EVU) angesichts der Energiewende und dem damit verbundenen massiven Ausbau der erneuerbaren Energien ihr Geschäftsmodell anpassen, um langfristig profitabel zu sein? Für Deutschland hat die Bundesregierung das Ziel formuliert, bis 2050 die Kohlendioxidemissionen um 80 % zu senken, 25 % des Strombedarfs einzusparen und den Anteil erneuerbarer Energieerzeugung am Energiemix auf 80 % zu steigern. Erkennbare Wachstumspotenziale gibt es zwar beispielsweise im Netzgeschäft, bei erneuerbaren Energien, im Vertriebs- und Endkundengeschäft sowie bei der dezentralen Energieversorgung und der Energieeffizienz. Das Problem ist aber der damit verbundene immense Finanzbedarf, den die Branche nicht alleine decken kann.

Der Systemwechsel im Zuge der Energiewende etabliert nicht nur ein dekarbonisiertes, sondern auch ein in hohem Maße brennstoffkostenfreies, aber sehr kapitalintensives System. Für den Erfolg der Energiewende ist eine technisch effiziente und effektive Durchführung des Transformationsprozesses eine notwendige Voraussetzung.

**Vernetztes Denken gefragt** | Immer deutlicher zeichnet sich ab, dass die Energiewende ein vernetztes Denken über alle Wertschöpfungsstufen und über die Medien Strom, Wärme und Gas hinweg erfordert. Als konkrete Beispiele können hier die technischen Projekte der Mainova AG in Frankfurt unter Leitung des Technikvorstandes Prof. Peter Birkner genannt werden. Dies hat Auswirkungen auf das Geschäftsmodell der EVU. Sie müssen künftig für das räumliche und zeitliche Gleichgewicht von Energieerzeugung und -verbrauch sorgen. Sie werden weiterhin Netzbetreiber bleiben, dafür wird die großtechnische Bereitstellung von Energie gegenüber der Lieferung von Ausgleichsenergie in den Hintergrund treten.

Der Energieversorger der Zukunft ist der Kompetenzträger, Moderator und Koordinator der Energieversorgung. Dabei wird sich auch

sein regionaler Wirkungskreis vergrößern, und er wird nicht immer vollständiger Eigentümer der von ihm betriebenen Assets sein. Nicht vergessen werden darf, dass der Aufbau der erforderlichen Infrastruktur eine enorme Kapitalmenge erfordert, die langfristig gebunden ist.

Die Energiewende stellt damit neben der technologischen und ordnungspolitischen Wende eine Kapitalwende dar. Das für diesen Transformationsprozess erforderliche Kapital kann zudem nur zu einem geringen Teil die traditionelle Energiebranche aufbringen. Eigenkapital wird zunehmend knapp. Den Versorgern eröffnet die Energiewende zwar neue Geschäftsmöglichkeiten, sie bedeutet zunächst aber auch rückläufige Umsätze im klassischen Versorgungsgeschäft. Das eröffnet Investoren Chancen. Bürgergenossenschaften, Kapitalfonds, die Wohnungswirtschaft oder Industrie- und Gewerbebetriebe können Kapitalgeber und damit Teil der neuen Energiebranche wer-



den. In einem der jüngsten Beispiele für Kooperationen zwischen Energielieferanten und Finanzinvestoren stellt die Gothaer Versicherung der Juwi Renewable IPP GmbH & Co. KG bis zu 150 Mio. € als eigenkapitalähnliche Mittel zur Verfügung (ZfK 3/14, 15).

Mittlere und kleinere Energieversorger müssen ihren Fokus vom traditionellen Versorgungsgebiet zumindest auf Deutschland, wenn nicht auf Europa ausdehnen. Auf globaler Ebene treten Staatsbetriebe, Staatsfonds, Infrastrukturfonds, Versicherungen und Pensionsfonds als Direktinvestoren auf. So haben gerade im vergangenen Jahr Konsortien aus europäischen Pensionsfonds gemeinsam um at-

traktive Assets geboten. Der Wettbewerb um interessante Projekte in diesem Bereich erfährt dadurch eine neue Dimension.

Allerdings zeigen Erfahrungen aus Australien und Kanada, wo man schon seit den 90er Jahren in Infrastruktur investiert, dass häufig die Nachfrage überschätzt wurde und es zu Überbewertungen kam (ZfK 12/13, 14). Dagegen wurden Leverage-Risiken oft unterschätzt. Kritisch können zudem Governance- und Gebührenaspekte bei Fondsinvestments sein. Direktinvestitionen dagegen sind komplex und erfordern adäquate Ressourcen, ermöglichen jedoch eine bessere Kontrolle und können kosteneffizienter gestaltet werden.

Bei begrenzten internen Ressourcen eines Investors ist der Zugang zu attraktiven Investitionen schwierig und die Risiko- sowie Beteiligungsbewertung komplex. Hier bietet sich die Zusammenarbeit mit einem externen Investmentmanager und einer spezialisierten Service-Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) an. Sie übernimmt die Verwaltung der Sondervermögen eines oder mehrerer Anleger, wobei es sich meist um Spezialfonds handelt.

**Es gibt auch Partnerschaftsmodelle** | Auch partnerschaftliche Beteiligungen sind möglich, und zwar auf drei Ebenen: als Kooperation bei einem einzelnen Projekt, als Etablierung eines Joint Ventures, um gemeinsam in unterschiedliche Projekte, z. B. Windparks in Europa, zu investieren oder als Entwicklung und Umsetzung eines Investmentvehikels, das von einem EVU verwaltet und gesteuert wird. Für eine solche Zusammenarbeit ist ein gemeinsames Verständnis insbesondere bezüglich der Rolle des Investors, der Regelung des Stromverkaufs, der Schutzrechte des Investors, der Ausschüttungspolitik und der Modellparameter zur Bewertung von Investmentgelegenheiten nötig. Ist dieses Verständnis zwischen den Beteiligten erreicht, können maßgeschneiderte Investmentstrukturen oder -programme entwickelt und umgesetzt werden.

Sofern sich mehrere institutionelle Investoren aus Konsolidierungsgründen mit einem Energieversorger zusammenschließen, kann die Nutzung einer regulierten KVG sinnvoll sein, um regulatorische Unsicherheit von vornherein auszuschließen. Gleichzeitig kann hierdurch ein unabhängiges Reporting und Controlling durch Externe sichergestellt werden.

**Was ist betriebsnotwendig?** | Die Neuausrichtung der Energiewirtschaft erfordert also einen großen Investitions- und Finanzierungsbedarf. Neben dem Verkauf nicht mehr betriebsnotwendiger Vermögenswerte wie Gebäude kommen Co-Investoren in Betracht, die sich an bestehenden Assets wie Netzen beteiligen oder die die Finanzierung neuer Projekte wie Windparks oder Effizienzmaßnahmen sicherstellen. Hierfür ist »Financial Engineering« auf Projekt- und Investorenseite gefragt, um aufsichtsrechtlich optimierte Lösungen für regulierte Anleger zu erzielen.

REINHARD LIEBING ist Geschäftsführer der Alceda Real Asset Trust GmbH (ARAT), Hamburg.