

Smarte Infrastrukturinvestments: Kooperation institutioneller Investoren mit Energieversorgern



*Gastbeitrag von Dipl.-Kfm., StB Reinhard Liebing und Dipl. Betriebsökonom FH Peter Räber
Reinhard Liebing ist Mitglied der Geschäftsführung der Alceda Real Asset Trust GmbH in Hamburg.
Peter Räber ist Bereichsleiter und Mitglied der Geschäftsleitung bei Energie Zukunft Schweiz in Basel
und Zürich.*

Noch arbeiten in Deutschland und der Schweiz wenige institutionelle Investoren mit Energieversorgern zusammen. Direkte Investitionen in einzelne Energie-Infrastrukturprojekte sind aber mit hohen Anforderungen an die Kapitalstärke und das vorhandene interne Know-how verbunden. Deshalb ist eine Zusammenarbeit mit Energieversorgern als Lead-Investoren eine sinnvolle Alternative. Erste Erfahrungen sind bereits äußerst positiv.

Vor wenigen Wochen hat einer der größten Schweizer Energiekonzerne, Alpiq, den Verkauf einer Beteiligung in Höhe von 49,9 Prozent am Netzbetreiber Swissgrid an die Ist3 Investmentstiftung gemeldet. Ist3 repräsentiert eine Gruppe von privaten und öffentlich-rechtlichen Schweizer Pensionskassen. Diese Kassen haben eine Plattform unter dem Dach einer Anlagestiftung errichtet, um weltweit in Infrastrukturanlagen zu investieren. Die Mittel aus der Transaktion will Alpiq für die Reduktion ihrer Nettoverschuldung und für Investitionen in neue Wachstumsfelder verwenden. Anfang des Jahres wiederum gaben die ewz (Elektrizitätswerke Zürich) bekannt, dass sie über eine deutsche Tochtergesellschaft gemeinsam mit der Aquila-Gruppe und deren institutionellen Kunden in vier schwedische Windparks investiert hat. Die Anlagen in Südschweden haben eine

Gesamtleistung von etwa 60 Megawatt, wobei der produzierte Strom auf der Basis eines langjährigen Abnahmevertrags von einer finnischen Tochtergesellschaft von Google erworben wird. Dieses Finanzierungskonzept ermöglicht es den ewz, die verfügbaren Finanzmittel effizienter und zielgerichteter einzusetzen, um die angestrebten Produktionskapazitäten langfristig sicherzustellen.

Von Relevanz ist bei Energie-Infrastrukturinvestments für institutionelle Anleger nicht zuletzt die CO₂-Thematik. Lange haben sich viele Anleger wenig um die damit verbundene Problematik bei ihren Investments in konventionelle Energieträger gekümmert. Dies wird sich ändern. So hat beispielsweise die staatliche Pensionskasse AP6 in Schweden ihr Portfolio diesbezüglich analysieren lassen und prüft als Alternative die Investition in Erneuerbare Energien.

Gemeinsam neue Wege gehen

Viele Energieversorger in der Schweiz und in Deutschland sind bislang weitgehend bei ihren traditionellen Beteiligungsmodellen geblieben. Einige jedoch, wie etwa Alpiq, EBL (Genossenschaft Elektra Baselland) und die ewz, haben die Veränderungen im Markt erkannt und gehen erfolgreich neue Wege.

Geschützte lokale oder regionale Inseln für die Energieversorger gehören der Vergangenheit an. Zudem schwindet die Loyalität der kleinen wie großen Stromabnehmer. Gleichzeitig wird die Finanzkraft der Energieversorger durch die im Rahmen der Energiewende notwendigen Investitionen belastet und der Druck auf die Erträge steigt – zumal die Margen in der konventionellen Stromerzeugung und auch im Vertrieb zusehends im roten Bereich sind, insbesondere bei den Gas- und Kohlekraftwerken. Bei den neuen Geschäftsfeldern haben Energieeffizienz, Erneuerbare Energien und Speicherung die größte Bedeutung. Diese Geschäftsfelder bieten auch die größten Erfolgsaussichten.

Deckungsgleiche Interessen

Infrastrukturinvestments sind in erster Linie aufgrund ihrer besonderen Eigenschaften interessant. Insbesondere die stabilen und konjunkturunabhängigen Erträge, die zudem einen Inflationsschutz aufweisen, zeichnen Sachwertanlagen für Investoren aus. Auf der Angebotsseite zählt der große Investitionsbedarf zu den Hauptargumenten. Eine kürzlich veröffentlichte Studie von McKinsey beziffert den Bedarf an Infrastrukturinvestitionen bis 2030 auf weltweit mehr als 57 Billionen US-Dollar, wobei Energie- und Straßeninvestitionen mehr als die Hälfte des benötigten Volumens ausmachen. Diese Zahlen beinhalten den gesamten Investitionsbedarf und umfassen sowohl Eigen- als auch Fremdkapital. Erneuerbare-Energien-Projekte, wie zum Beispiel Wind-, Solar- und Wasserkraftwerke, bieten in Europa geografisch verteilt sehr gute Aussichten, denn sie versprechen langfristig stabile Erträge. Projektfinanzierungen im Bereich der Erneuerbaren Energien tragen gemäß der Rating-Agentur Moody's das kleinste Ausfallrisiko (Moody's Investors Service, März 2014).

Die Trennung von bisherigen Kerngeschäftsfeldern, wie Netzbetrieb, Produktion und Vertrieb, wird zudem von den Energieversorgern immer öfter in Betracht gezogen. So haben in der Schweiz die Energieversorger ihren Anteil am Hochspannungsnetz bereits in eine nationale Netzgesellschaft namens Swissgrid übertragen. In Deutschland ist die Trennung der Kerngeschäftsfelder wie im Falle von E.ON ein Beispiel.

Die Vorteile von Co-Investments

Das Schweizer Bundesamt für Energie schätzt den Investitionsbedarf für die Schweizer Energieinfrastruktur auf insgesamt 4,7 Milliarden Euro pro Jahr, wobei auf Erneuerbare Energien rund eine Milliarde Euro entfällt. Auch wenn der Energieverbrauch und insbesondere der Strombedarf weiterhin wachsen, wären die Energieversorger allein nicht in der Lage, diese Investitionen zu tätigen. Es entstehen daher Opportunitäten für die Beteiligung anderer Investoren. Insbesondere institutionelle Anleger eignen sich als Partner für Energieunternehmen, da beide Parteien über deckungsgleiche Interessen verfügen: beispielsweise eine langfristige Perspektive sowie das Bedürfnis nach einer breiten Diversifikation in Bezug auf Regionen, Branchen und Investitionsstadien.

Energieversorger wiederum haben als Brancheninsider einen exzellenten Markteinblick und können so mögliche fertige Projekte beziehungsweise auch Projektentwicklungen, die zum Verkauf stehen, frühzeitig identifizieren. Zudem verfügen sie über das wirtschaftliche und regulatorische Verständnis sowie über das technische und vertriebliche Know-how, um insbesondere Preisannahmen für die Zukunft zu bewerten.

Für Co-Investmentstrukturen spricht vor allem ein hohes Maß an Alignment of Interests zwischen den beteiligten Parteien, sofern beispielsweise der Lead-Investor für die Identifikation des Zielinvestments verantwortlich ist, sich später auch langfristig an diesem Investment beteiligt und in diesem Rahmen eine bestmögliche Betriebsführung sicherstellt. Hierfür ist das gemeinsame Projekt im Bereich Windkraft in Südschweden der Aquila-Gruppe und den ewz ein gutes Beispiel, an dem die ewz mit 51 Prozent beteiligt ist.

Die in Betracht kommenden Beteiligungsmöglichkeiten werden jedoch gerade für deutsche institutionelle Investoren durch spezielle rechtliche Regulierungen beeinflusst. So kann der Anforderungskatalog an geeignete Investmentstrukturen von den steuerlichen Bedürfnissen (Abschirmwirkung und Transparenz) über die versicherungsrechtliche Eignung (Sicherungsvermögensfähigkeit) bis hin zur investmentrechtlichen Erwerbbarkeit (Spezialfondsfähigkeit) reichen. Daneben sind Aspekte wie Haftungsbeschränkung, Sicherung der rechtlichen Kontrolle und Einflussmöglichkeiten von Bedeutung.

Regulatorische Bestimmungen

Für Unternehmen aus dem Bereich der Versicherungswirtschaft werden Investitionen in Infrastruktur zum Beispiel durch Solvency II und vor allem durch die darin enthaltenen Regelungen an die Eigenkapitalunterlegung bestimmt. Nach dem gegenwärtigen Stand von Solvency II fallen ab dem Jahr 2016 Investitionen in Infrastruktur und Erneuerbare Energien unter „sonstige Aktienrisiken“ und werden zur Quote für nicht notierte Beteiligungen hinzugerechnet. In dieser Risikoklasse werden unter anderem auch die Investitionen in Hedgefonds und Private Equity erfasst, die eine Eigenkapitalunterlegung von bis zu 59 Prozent erfordern. Ob und inwieweit künftig diese Anforderungen reduziert werden, ist derzeit nicht ersichtlich. Die Europäische Aufsichtsbehörde European Insurance and Occupational Pensions Authority (Eiopa) lehnt eine Reduzierung derzeit ab.

Gerade in Deutschland ist für Versicherer, Pensionskassen und Versorgungswerke die Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung, AnlV) von besonderer Relevanz. In der novellierten Anlageverordnung, die am 25. Februar 2015 vom deutschen Bundeskabinett verabschiedet wurde, findet sich keine ausdrückliche Quote für Infrastrukturfonds. Die Möglichkeit für Fremdkapitalinvestitionen wird allerdings erweitert, insbesondere durch die Einführung von Paragraph 2 Absatz 1 Nummer 4c AnlV. Ergänzend hierzu gibt es eine Art Auffangquote für Alternative Investmentfonds (AIF).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass für das Asset Management insbesondere der regulierten Investoren Strukturen benötigt werden, die diesen besonderen Anforderungen und Restriktionen gerecht werden und die entsprechenden Gestaltungsspielräume auch zugunsten der Investoren nutzen.

Einspeiseprämien statt Einspeisevergütung

Auch auf energiewirtschaftlicher, regulatorischer Ebene zeichnen sich Veränderungen ab. So rechnet der Think-Tank „Energie Zukunft Schweiz“ damit, dass die bislang in Deutschland und in der Schweiz üblichen Einspeisevergütungen (fixe, technologische Abgeltung) zunehmend durch Einspeiseprämien (fixer, technologischer Zuschlag zum Markterlös) ersetzt werden. Die Einspeiseprämie stellt einen Zuschlag zum Markterlös dar, wodurch sich Investments und Betrieb der Energieanlagen stärker an der Marktlage orientieren und sich die Kosten senken lassen. Vor diesem Hintergrund kann die zunehmende Komplexität mit einem Lead-Investor aus der Energieversorgerbranche sicherlich effizient aufgefangen werden.

Doch obwohl die Vorteile für beide Seiten auf der Hand liegen, betreten institutionelle Investoren den Energiemarkt erst zögerlich. Für viele ist der Energiemarkt noch immer Neuland. Beispielsweise gehen institutionelle Investoren häufig davon aus, dass Energieversorger Projekte auch schon bei niedriger Rendite umsetzen, weil sie strategische Ziele verfolgen. Diese Befürchtungen werden jedoch regelmäßig dementiert. Das zeigt, dass aufseiten der Energieversorger inzwischen das Verständnis für die Bedürfnisse institutioneller Anleger gewachsen ist und sie sich finanztechnisches und regulatorisches Know-how bezüglich ihrer Co-Investoren angeeignet haben.

Trotz vieler gemeinsamer Interessen haben Energieversorger und Investoren aber nach wie vor auch unterschiedliche Ziele und Anforderungen. Hieraus können sich aufseiten der Co-Investoren Vorbehalte ergeben, die gegen eine Zusammenarbeit sprechen. So könnte ein Energieversorger beabsichtigen, sich den Strom unter Marktwert zu sichern. Dagegen gilt es Vorkehrungen zu treffen, die jedoch sowohl wirtschaftliches als auch regulatorisches Know-how voraussetzen, das häufig bei Beginn einer Zusammenarbeit noch nicht vorliegt. Die zentralen Eckpunkte einer Zusammenarbeit sollten daher im Vorfeld abgestimmt werden:

Zentrale Eckpunkte einer künftigen Zusammenarbeit

- Das angestrebte Risiko-Rendite-Profil gemeinsamer Investments;
- die Höhe der jeweiligen Beteiligungsquoten, gerade wenn Konsolidierungsthemen für einen der Beteiligten kritisch sind;
- die Höhe und voraussichtliche Laufzeit der Fremdfinanzierung auf Projektebene;
- die regionale Ausrichtung und Projektreife der Anlagen;
- die Festlegung eines angemessenen Investitionszeitraums, um nicht kurzfristig in weniger attraktive Objekte zu investieren;
- die Festlegung eines klaren und transparenten Investitionsprozesses, in dem unter anderem geregelt wird, wann welche Due-Diligence-Kosten freigegeben werden;
- ein gemeinsames Verständnis bezüglich der Bewertungsannahmen (Länge der Berechnungsperiode, Referenzertrag, Mindestertragsauszahlung, Anlagennutzungsdauer, Energievermarktungsannahmen, Betriebskostenannahmen);
- die Festlegung einer Mindestauszahlung, beispielsweise vier Prozent per annum.

Veränderte Wertschöpfungskette und neue Rollenmodelle



Quelle: Energie Zukunft Schweiz; © portfolio institutionell

Gerade attraktive Investmentopportunitäten sind nicht lange auf dem Markt und erfordern daher von den beteiligten Parteien die nötige Prozessgeschwindigkeit, um solche Chancen auch tatsächlich nutzen zu können. Wenn ein regulierter Investor erst die regulatorischen Voraussetzungen für den Erwerb der Beteiligungen schaffen muss, sind solche Projekte in der Regel nicht umsetzbar und führen aufseiten der Beteiligten zu vermeidbaren Enttäuschungen. Daher empfiehlt es sich, zunächst die rechtlichen Investitionsvoraussetzungen zu schaffen, um anschließend konkrete Projekte anzugehen.

Die Treuhandfunktion der Kapitalverwaltungsgesellschaften

Um mögliche Interessenkonflikte und Informationsasymmetrien zwischen den beteiligten Parteien sachgerecht zu lösen, empfiehlt sich die Einschaltung einer spezialisierten Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG). Diese handelt aufgrund gesetzlicher Verpflichtungen bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben – unabhängig von der Verwahrstelle – ausschließlich im Interesse ihrer Anleger.

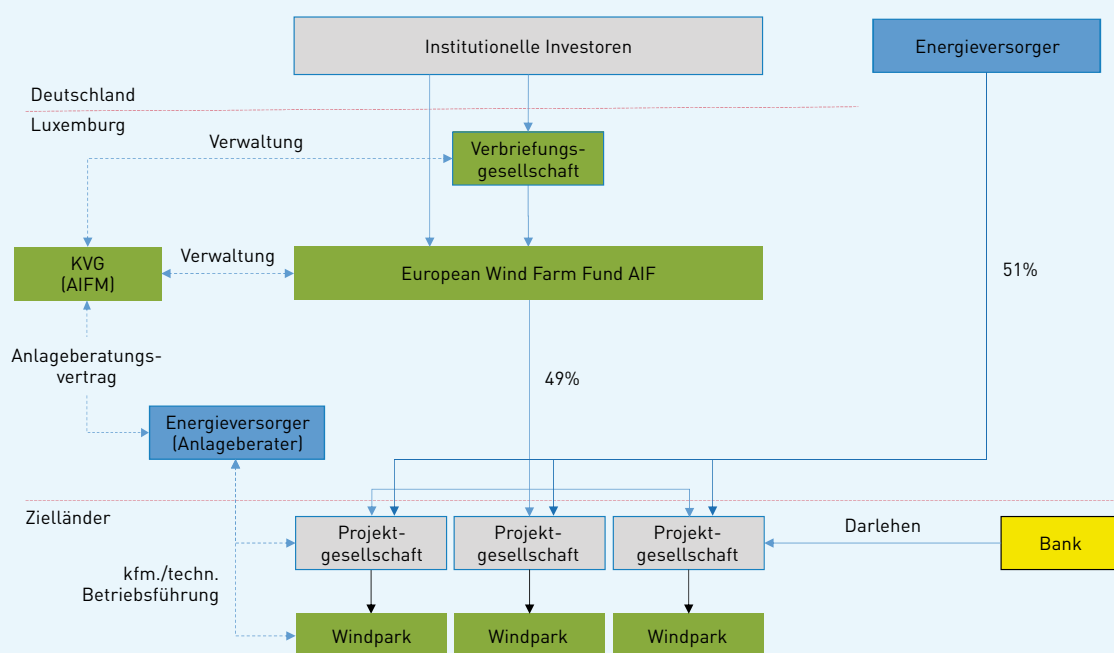
Gerade bei Sachwertinvestitionen gilt das Zauberwort „vorher“. Zum Schutz der Anleger hat die KVG daher bereits im Ankaufprozess eine verlässliche und objektive Bewertung der zu erwerbenden Vermögensgegenstände sicherzustellen. Hierzu dient insbesondere eine interne Bewertungsrichtlinie, in der geeignete und kohärente Verfahren für eine ordnungsgemäße, transparente und unabhängige Bewertung der Vermögensgegenstände festgelegt sind.

Ein Beispiel für eine solche Lead-/Co-Investorenstruktur ist in dem Schaubild auf dieser Seite vereinfacht dargestellt und zeigt die Vorteile einer Integration einer KVG auf:

- Frühzeitige Berücksichtigung von Strukturierungsspezialisten, um insbesondere auch kosteneffiziente Strukturen zu entwickeln und aufzusetzen;
- Nutzung eines strukturierten und objektivierten Investmentprozesses, bei dem sowohl die Zustimmung des Portfolio- als auch des Risikomanagements (Vier-Augen-Prinzip) vorliegen muss, beides unterstützt durch unabhängige interne Bewertung;
- Nutzung eines angemessenen Risikomanagementsystems, mit dem wesentliche Risiken des Investmentvermögens jederzeit erfasst, gemessen, gesteuert und überwacht werden;
- unabhängige Bewertung der Gesamttransaktion durch unabhängiges Portfolio- und Risikomanagement zugunsten des Fonds;
- „treuhänderische“ Verwaltung, Steuerung und Kontrolle der Vermögenswerte;
- laufende, unabhängige und objektiverte Bewertung sowie ein entsprechendes Reporting;
- Leistungs- und Kostenparameter-Benchmarking aufgrund einer breiteren Daten- und Erfahrungssammlung auf Ebene der KVG.

Wenn Schweizer Energieversorger und institutionelle Anleger zusammenarbeiten, können sie gemeinsam ein großes Potenzial erschließen. Dies betrifft derzeit vor allem die Windkraft. So zeigt eine neue Analyse von Energie Zukunft Schweiz in Kooperation mit dem Schweizer Bundesamt für Energie, dass die führenden Schweizer Energieversorger im Bereich der Erneuerbaren Energien planen, auch künftig stark in ausländische Onshore-Windkraftwerke zu investieren. Die Summe der bisher getätigten und künftig geplanten Investitionen in Produktionsanlagen im Ausland ist fast viermal größer als in der Schweiz (siehe Grafik Seite 20).

Beispiel einer Lead- / Co-Investorenstruktur



Quelle: Aquila-Gruppe; © portfolio institutionell

Windkraft ist und bleibt wohl auch in absehbarer Zukunft eine der interessantesten Technologien für Investoren mit europäischem Fokus. Dabei stehen bei den befragten Schweizer Energieversorgern vor allem die Nachbarländer Deutschland, Frankreich und Italien sowie die skandinavischen Länder Norwegen, Schweden, Finnland im Vordergrund. Die Argumente, die für Windkraftwerke in diesen Ländern sprechen, liegen auf der Hand: Die Technologie ist erprobt, die Volllaststunden für Winterstrom sind hoch, und die Märkte sind rentabel. Außerdem gibt es im Gegensatz zur Schweiz einfachere Bewilligungsverfahren, es bestehen positive Erfahrungen aus früheren Investments und Kenntnisse der jeweiligen Märkte. Dieses Feedback hat Energie Zukunft Schweiz von Energieversorgern und institutionellen Investoren auch am jährlich durchgeführten New Energy Investor Summit (investorsummit.ch) erhalten.

Fazit: Renewables trotz Finanzierungssengpass im Aufwind

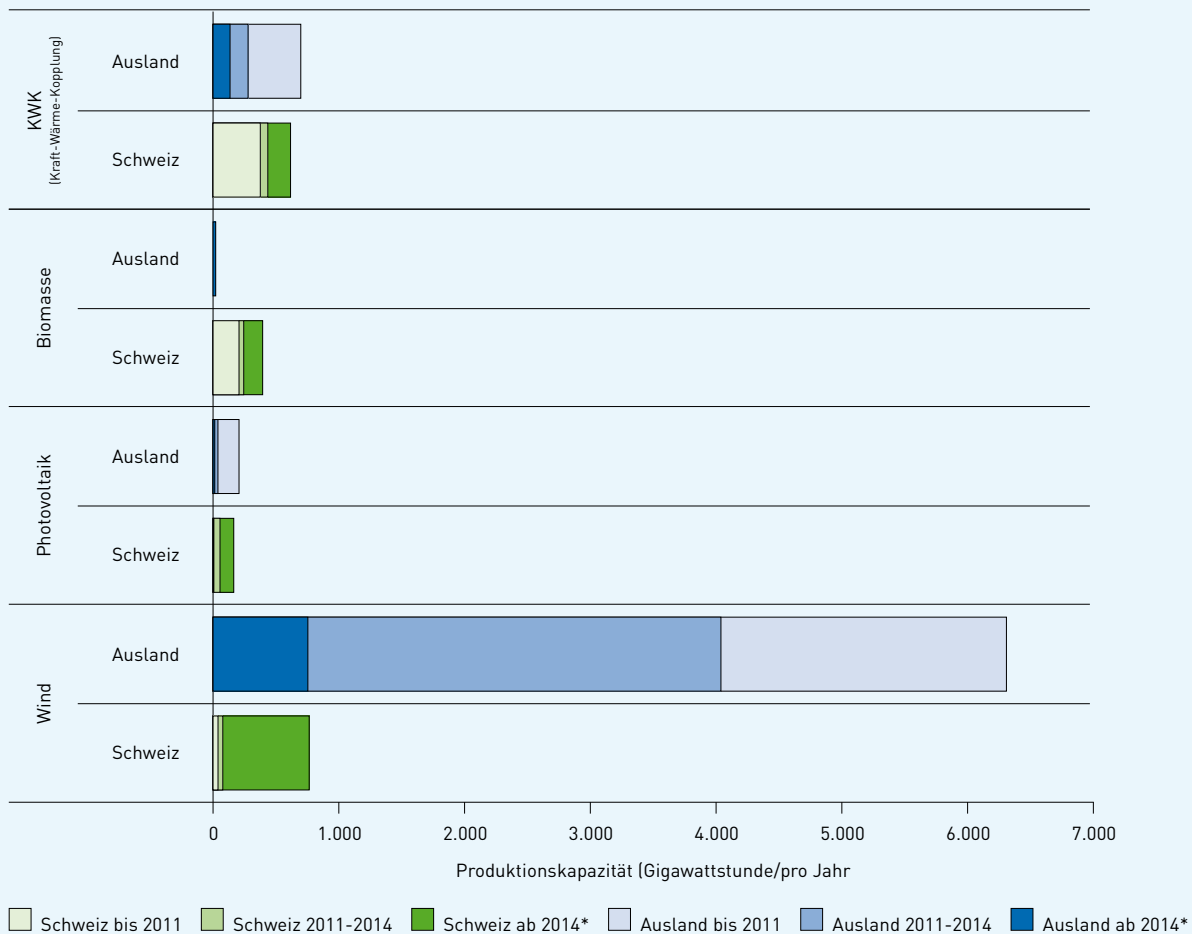
Der Anteil Erneuerbarer Energien wird aufgrund der gesetzten Ausbauziele weiter steigen, wobei die Länder, Kommunen und Energieversorger die Energiewende nicht alleine werden finanzieren können. Insbesondere die ökonomischen und ökologischen Beding-

ungen sprechen dafür, auch der geopolitische Aspekt gewinnt zunehmend an Bedeutung.

Die erfolgreichen Transaktionen zwischen Energieversorgern und institutionellen Investoren belegen, dass Partnerschaftsmodelle, die die finanzwirtschaftliche, rechtliche, technische und regulatorische Expertise beider Parteien bündeln, eine effiziente Lösung sind. In Kombination mit einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, die ausschließlich im Interesse der Anleger handelt, sind die Voraussetzungen erfüllt, dass es nicht nur in guten Zeiten gut läuft, sondern auch in kritischen Phasen, wenn ein sachkundiger Vertreter für die Investoren tätig werden sollte. Einem regulatorischen Mehraufwand steht am Ende ein Mehr an treuhänderischer Zusammenarbeit gegenüber.

In Zukunft wird sich aufgrund von regulatorischem Druck die langfristige Kreditvergabe der Banken weniger attraktiv gestalten, was zusätzlich Raum für private Investoren schaffen könnte. In Kombination mit den erweiterten regulatorischen Rahmenbedingungen nach Paragraf 2 Absatz 1 Nummer 4c AnlV lassen sich hieraus attraktive Gestaltungen entwickeln.

Investitionen der Schweizer Energieversorger und Beteiligungsgesellschaften in Erneuerbare Energien



*) geplante Investitionen

Quelle: Energie Zukunft Schweiz; © portfolio institutionell