

Artikel

Investitionen in erneuerbare Energien bieten auch heute noch ideale langfristige Anlagemöglichkeiten für Versicherungen und Pensionskassen

Pensionskassen und Versicherungen stehen vor einer wegweisenden Frage: Wie sollen sie im aktuellen Niedrigzinsumfeld ihren Renditeverpflichtungen nachkommen? Welche Anlagen sollen sie ihrem Portfolio hinzufügen, um ein möglichst stabiles Risiko-Rendite-Verhältnis bei vertretbarer Volatilität zu erreichen? Wie können langfristige Verpflichtungen durch entsprechend langfristige Kapitalanlagen abgedeckt werden? Diese Fragen stellen sich vor dem Hintergrund, dass Aktien aufgrund hoher Volatilität in den letzten Jahren keine ausreichend stabilen Erträge lieferten und festverzinsliche Wertpapiere bzw. Bonds vor allem von Emittenten einwandfreier Bonität ebenso wie erstklassige Immobilienanlagen derzeit historisch niedrig rentieren. Hinzu kommt, dass die Portfolios der meisten Versicherungen und Pensionskassen bereits eine sehr hohe Allokation zu diesen traditionellen Anlageklassen aufweisen.

Als Alternative bieten sich Anlagenformen an, die nicht mit den traditionellen Anlageklassen korreliert sind und dennoch gute Aussichten auf langfristige, stabile Erträge haben. Das Ausweichen in Wachstumssektoren wie zum Beispiel die sich im Wandel befindliche Energieversorgung ist für viele institutionelle Investoren insbesondere in Nordamerika, Australien und Grossbritannien bereits seit einigen Jahren zu einer bewährten, alternativen Anlageform geworden. Zahlreiche europäische Anleger haben diese Anlageklasse mittlerweile ebenfalls für sich entdeckt und befinden sich im Aufbau diversifizierter Portfolios aus solchen Anlagen, häufig mit einem Schwerpunkt auf den Sektor erneuerbare Energien. Herausragende Merkmale der Anlageklasse erneuerbare Energien sind die geringe Korrelation zu Aktien- und Anleihemärkten sowie vergleichsweise stabile, langfristige und gut prognostizierbare Cash-Flows. Diese Eigenschaften machen diese Anlageklasse ganz besonders für institutionelle Anleger so interessant.

Dies wirft allerdings die Frage auf, welche Aspekte institutionelle Anleger, die in erneuerbare Energien investieren wollen, berücksichtigen sollten. Grundsätzlich gibt es mehrere Möglichkeiten, in erneuerbare Energieprojekte zu investieren. Für grosse Investoren mit der entsprechenden Erfahrung und einem spezialisierten Team bieten sich Investitionen direkt in Projekte an. Institutionelle Investoren, die selber keine direkten Projektbeteiligungen halten wollen oder können, wählen dagegen häufig den Weg über eine Beteiligung an einem Fonds, der seinerseits direkt in Projekte investiert. Fonds bieten sich auch deshalb an, da sie einen vergleichsweise unkomplizierten und schnellen Aufbau eines diversifizierten Portfolio an Projekten ermöglichen. Zudem zeichnen sich Fonds durch einen im Verhältnis zur langen Laufzeit von bis zu 25 Jahren geringen administrativen Aufwand seitens des Investors aus.

Selektion des Fondsmanagers

Wird der Weg über ein Fondsinvestment gewählt, kommt der Auswahl des Fondsmanagers bei einer Fondsbeteiligung eine zentrale Bedeutung zu. Ein guter Fondsmanager mit langjähriger, nach Möglichkeit auch operativer Erfahrung kann durch gezielte Auswahl von rentablen Projekten, geschickte Verhandlung von Kernverträgen wie Generalunternehmer- oder Wartungsverträgen oder gar der Übernahme von (Teilen der) Wartungsaufgaben zur Steigerung der Rendite und zur Sicherung von attraktiven, laufenden Erträgen aus den Projekten aktiv beitragen. Neben der Erfahrung des Fondsmanagers spielt vor allem die gewählte Investitionsstrategie eine bedeutende

Rolle, determiniert diese doch ganz wesentlich das Rendite-Risiko-Profil der Investition. So gilt es etwa zu entscheiden, ob der Fonds eine möglichst hohe Eigenkapital-Rendite (IRR) erzielen möchte oder ob der Fokus eher auf vergleichsweise stabilen, laufenden Ausschüttungen („Yield“) liegt, ob viel oder wenig Eigenkapital eingesetzt wird, in welche Technologien, in welchen Ländern oder in welcher Projektphase investiert werden soll, um nur einige Strategieelemente zu nennen.

Ausschüttung versus Eigenkapital-Rendite

Um langfristigen, der Höhe nach relativ konstanten Renditeverpflichtungen gegenüber ihren Kunden nachkommen zu können, sind institutionelle Investoren zur Gegenfinanzierung auf ebenso langfristige, vergleichsweise stabile Erträge angewiesen. Dies ist genau der Grund, warum erneuerbare Energien als Anlageklasse in den letzten Jahren in den Vordergrund gerückt sind. Nach Errichtung der Anlagen wird der gewonnene Strom über Einspeisetarife oder Langzeitverträge verkauft und generiert so die im Jahresmittel meist relativ stabilen Ausschüttungen. Dies kann durchaus langfristig geschehen, da die Projekte über 15, 20 oder mehr Jahre („hold-to-maturity“) gehalten werden können. So genannte „hold-to-maturity“ – Fonds haben daher auch in den vergangenen Jahren beträchtlich an Beliebtheit und Volumen zugenommen.

Eigenkapital vs. Fremdkapital

Investoren, deren Wahl auf einen Fonds mit einem Fokus auf laufende Ausschüttungen („Yield“) gefallen ist, sollten sich überlegen, wieviel Fremdkapitaleinsatz sie auf Projektebene wünschen. Das mag zunächst erstaunlich klingen, trägt doch ein hoher Anteil an Fremdkapital unter den gegenwärtigen Kapitalmarktbedingungen meist zur Steigerung der Eigenkapital-Rendite (IRR) bei. Allerdings wird durch die Zins- und Tilgungszahlungen insbesondere in den ersten Jahren der Fondslaufzeit der Großteil der operativen Erträge aus dem Fonds an die Fremdkapitalgeber ausgeschüttet. Beispielsweise werden bei Projekten mit 20-jähriger Laufzeit sowie 75% oder mehr Fremdkapitalanteil oftmals rund 50% der Gesamtausschüttungen erst in den letzten 5 Jahren fließen. Somit wird einem wesentlichen - wenn nicht sogar dem zentralen Anlageziel von institutionellen Anlegern heutzutage – nämlich der Erzielung von langfristig möglichst stabilen Ausschüttungen – entgegengewirkt. Hinzu kommt, dass sich bei hohem Fremdkapitaleinsatz etwa Schwankungen des jährlichen Wind- oder Solaraufkommens überproportional auf die Höhe der Ausschüttungen auswirken können. Eine weitgehend auf den Einsatz von Eigenkapital ausgerichtete Investment-Strategie kann dem Abhilfe leisten und auch in frühen Jahren der Laufzeit der Projekte vergleichsweise stabile Ausschüttungen an Investoren ermöglichen. Darüber hinaus kann der Fondsmanager, sofern überwiegend Eigenkapital eingesetzt wird, auch bei vergleichsweise kleinen und mittelgroßen Projekten bereits erhebliche Mittel investieren und muss daher nicht auf größere, meist überaus nachgefragte Projekte fokussieren. Grosse Projekte mit einer Kapazität von 20 Megawatt und mehr sind vergleichsweise rar und werden daher meist mittels Auktionsprozessen veräussert. Dies kann den Kaufpreis in die Höhe treiben und sich daher negativ auf die Rendite auswirken. Nicht zuletzt dürfte die Akquisition eines Wind- oder Solarenergieprojektes bei Wegfall der Verhandlungen mit Kreditinstituten auch schneller und günstiger abzuwickeln sein.

Wind- und Solarenergie (hier: Photovoltaik)

Im Bereich der erneuerbaren Energien gibt es mit Wind- und Solarenergie, Geothermie, Biomasse oder Wasserkraft eine Vielzahl von Technologien, wobei die beliebtesten Investitionsziele mit großem Abstand Windenergie- und Photovoltaikprojekte sind. Beide Technologien sind seit mehr als zwei Jahrzehnten erprobt und mittlerweile so weit etabliert, dass sie in einigen Märkten und Regionen mit konventionellen Energieträgern hinsichtlich der Stromgestehungskosten konkurrieren können. Windenergie- und Photovoltaikprojekte etwa werden nach dem deutschen Erneuerbare-Energien-Gesetz („EEG“) derzeit mit Beträgen gefördert – rund 9,5ct/kWh bzw. 12,4ct/kWh – welche nur noch circa die Hälfte der Stromkosten eines Privatkonsumenten ausmachen. Es ist also durchaus denkbar, ja sogar wahrscheinlich, daß in den nächsten Jahren gebaute und finanzierte Projekte den von ihnen am Ende ihrer üblichen Laufzeit von 20 Jahren produzierten Strom nicht mehr über die EEG-Umlage verkaufen werden, sondern über den freien Strommarkt, weil dort höhere Erlöse erzielt werden können. Somit wäre eines der zentralen Ziele der Förderung von erneuerbaren Energien – die Herstellung von Netzparität („grid parity“) – erreicht. Aufgrund des dramatischen Preisverfalls der Photovoltaik-Gestehungskosten ist es denkbar, dass Anlagen über 10 MW, die nun aus der Förderung durch das EEG herausfallen, ihre Stromproduktion schon in naher Zukunft privatwirtschaftlich rentabel werden verkaufen können. Als Konsequenz aus dieser Entwicklung – um wieder auf den Ausgangspunkt der Überlegungen zurück zu kommen - ist absehbar, dass Fondsmanager, die über entsprechende Erfahrungen in Märkten die bereits heute über privatwirtschaftlich geregelten Stromverkauf verfügen, einen erheblichen Know-How-Vorsprung haben dürften. Herausragendes Beispiel sind hier sicherlich die USA, wo Strom aus Photovoltaikanlagen überwiegend über private Stromabnahmeverträge („power purchase agreement“ oder „PPA“) veräußert wird.

Kernmärkte Deutschland und Frankreich

Bei institutionellen Investoren, die sich für Investitionen in erneuerbare Energien in Europa interessieren, waren und sind die Märkte Deutschland und Frankreich ausgesprochen beliebt, vornehmlich aufgrund des starken politischen Rückhaltes und des damit verbundenen vergleichsweise niedrigen regulatorischen Risikos sowie der oben erläuterten sehr marktnahen Einspeisetarife. Als direkte Konsequenz hat sich die Nachfrage insbesondere nach onshore Wind- und Solarprojekten in diesen Ländern in den vergangenen Jahren seitens institutioneller und strategischer Investoren deutlich erhöht und entsprechend haben die Renditen derartiger Investitionen nachgegeben. Es bleibt nun abzuwarten, in welchem Umfang sich die Reduktion der Einspeisetarife sowie weitere Einschränkungen der Förderung in Deutschland und Frankreich insbesondere im Photovoltaiksektor auswirken werden, aber schon heute ist abzusehen, dass sich diese Märkte hinsichtlich großer PV-Anlagen in Richtung privatwirtschaftlicher Verträge entwickeln werden. Ebenso wie in den USA können diese Projekte bei entsprechender Bonität auf Seiten des Stromabnehmers für institutionelle Investoren sehr interessant sein. Hinzu kommt, dass die Verfügbarkeit von Investitionsmöglichkeiten im Windenergiesektor in beiden Ländern gewährleistet bleiben dürfte. In Deutschland wird sogar damit gerechnet, dass die Anzahl der vermarkteten Projekte zeitnah eher zunehmen wird, da Projektentwickler versuchen werden, ihre Projekte vor Wegfall des System-Dienstleistungsbonus („SDL“) und weiteren Tarifdegressionen zu veräußern. In beiden Ländern sind Windenergieprojekte trotz der relativ niedrigen Einspeisetarife aufgrund der Renditeansprüche der Investoren und der auch im Windsektor in den letzten Jahren zurückgegangenen Gestehungs- und insbesondere Wartungskosten noch immer interessant. Unter Diversifikations- und Renditegesichtspunkten kann es unter Umständen interessant sein, den

Kernmärkten Deutschland und Frankreich opportunistisch Investitionen in Ländern wie Belgien oder Italien hinzuzufügen..

Bau- und Betriebsphase

Bei der Sicherung von interessanten Projekten dürfte es von Vorteil sein, sich Projekten zuzuwenden, die zwar schon voll genehmigt, aber noch nicht gebaut sind, um den Kreis der potentiellen Investitionen deutlich zu erhöhen. Obwohl Baurisiken im Bereich der onshore Wind- und insbesondere der Solarenergie überschaubar sind, sind Fondsmanager mit einschlägiger operativer Erfahrung sicherlich im Vorteil. Sie können ihren Erfahrungsschatz bei der Verhandlung der zentralen Verträge einbringen und somit zu einer Optimierung von Bau- oder Wartungskosten beitragen. Zudem ist es in der Bauphase wichtig, das Risiko einer Verzögerung der Fertigstellung oder einer Erhöhung der Baukosten vertraglich über so genannte „fixed price, date certain turnkey contracts“ so zu regeln, dass etwaige Mehrkosten nicht vom Fonds und damit letztendlich von den Investoren getragen werden, sondern vom Generalunternehmer. Dies ist insbesondere bei erneuerbaren Energieprojekten wichtig, kommt es doch häufig darauf an, bestimmte Netzanschlusszeiten nicht zu verpassen, da in den meisten Jurisdiktionen der Zeitpunkt der ersten Stromeinspeisung in das Netz die Vergütung des Projektes über die nächsten Jahre bzw. Jahrzehnte determiniert.

Subventionen

Breiten Raum in der öffentlichen Diskussion nimmt immer wieder das Thema „Subventionen von erneuerbaren Energien“ ein und auch für zahlreiche Anleger ist die staatliche Förderung sowie das damit scheinbar vorhandene regulatorische Risiko ein Grund, der Anlageklasse trotz ihrer unbestreitbaren Attraktivität skeptisch gegenüber zu stehen. Dies sollte allerdings aus mehreren Gründen kritisch hinterfragt werden. Zum einen sollte es grundsätzlich akzeptiert sein, daß Bereiche der Grundversorgung, zu denen die Energiebranche zählt, staatlich gefördert werden bzw. der Staat hier ordnungspolitische Funktionen wahrnimmt. Dies umso mehr im Rahmen der Energiewende, bei der es sich um eine gewaltige, generationenübergreifende Herausforderung mit dem Ziel handelt, Europa deutlich unabhängiger von Energieimporten zu machen – eine Aufgabe, deren existentieller Wert für den Kontinent in ihrem vollen Umfang vermutlich erst in 50 oder mehr Jahren erkennbar sein wird. Zweitens werden erneuerbare Energien – zumindest in Deutschland - im eigentlichen Sinne nicht subventioniert, sondern mittels der sog. EEG-Umlage direkt durch die Stromkonsumenten finanziert. Beide Aspekte sowie der geplante, substantielle Anstieg der Umlage von 3,6 ct/kWh auf 5,3 ct/kWh für das Jahr 2013 hat dem Thema eine gewisse Prominenz in der öffentlichen Diskussion verschafft. So verständlich diese Diskussion ist –ist doch Photovoltaik in Deutschland lange Jahre übersubventioniert worden -, so wichtig ist es gleichzeitig, die derzeitigen Umlagesummen von ca. EUR 14 Mrd. in 2012 und EUR 20 Mrd. in 2013 ins Verhältnis zu den vielen hundert Milliarden an Fördergeldern, die in den vergangenen Jahrzehnten allein in die Förderung des stromrelevanten Anteils der konventionellen Energien - über EUR 350 Mrd. allein für Steinkohle und Atomenergie - geflossen sind, zu setzen. Vor diesem Hintergrund, aber auch im Hinblick auf die mittlerweile nur noch moderate Förderung der erneuerbaren Energien, erscheint die Befürchtung vor regulatorischen oder gar retrospektiven Eingriffen des Staates in die derzeitigen gesetzlichen Regelungen in Ländern wie Deutschland oder Frankreich unbegründet.

Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass erneuerbare Energien als Anlageklasse auch in naher Zukunft außerordentlich attraktiv bleiben werden. Die Aussicht auf stabile, laufende Erträge ist derzeit besonders für Pensionskassen und Versicherungen äußerst attraktiv, fehlt es doch zur Erreichung dieser Anlageziele eindeutig an Alternativen. Umso mehr bietet sich unter Wahrung eines ausgewogenen Rendite-Risiko-Verhältnisses eine Investition in die technisch am ausgereiftesten und kostenseitig marktnähesten Technologien – nämlich Wind- und Solarenergie – in den sicheren europäischen Kernmärkten Deutschland und Frankreich an. Diejenigen Investoren, die darüber hinaus die Volatilität der Erträge aus einem solchen Investment weiter deutlich reduzieren möchten, sollten erwägen erneuerbare Energieprojekte überwiegend oder ausschließlich mit Eigenkapital zu finanzieren.

Capital Dynamics' Clean Energy and Infrastructure Team

Capital Dynamics' CEI-Team hat insgesamt über 100 Jahre Erfahrung in den Bereichen Investition, Finanzierung und Management von globalen Unternehmen im konventionellen und im erneuerbaren Energiesektor. Das CEI-Team von Capital Dynamics wurde etabliert, um die entstehenden Investitionsmöglichkeiten in dieser neuen Anlageklasse aufzugreifen, und hat das Mandat, weltweit direkt in bewährte Technologien für erneuerbare Energie wie zum Beispiel Solar, Wind, Biomasse, Geothermie-, Kleinwasser- und Deponiegasanlagen zu investieren. Seit der Gründung der Sparte hat das CEI-Team mehr als 100 Megawatt erneuerbarer Energiekapazitäten in Nordamerika und Europa erworben, gebaut und verwaltet diese.

Über Capital Dynamics

Capital Dynamics ist ein unabhängiger, auf Private Assets spezialisierter Vermögensverwalter. Dies umfasst Private Equity, sowie Clean Energy und Infrastruktur. Wir sind kundenorientiert indem wir unsere Lösungen an die individuellen Kundenbedürfnisse zuschneiden. Wir verwalten diese Investments durch eine Bandbreite an Produkten und Opportunitäten: individuelle Anlageprogramme (Separate Accounts), Investmentfonds und strukturierte Private-Equity-Produkte. Capital Dynamics besitzt im Moment USD 14,9 Milliarden Assets under Management.

Unsere Investmenterfahrung geht bis auf das Jahr 1988 zurück. Unser Senior Investmentteam verfügt im Durchschnitt über mehr als 20 Jahre Investmenterfahrung im Bereich Private Equity. Wir sind davon überzeugt, dass unsere Erfahrung und Innovationskultur uns tiefgehende Einblicke geben und wir somit unseren Kunden einen hervorragenden Service bieten können. Wir investieren lokal, wobei wir weltweit an den Standorten in London, New York, Zug, Tokio, Hongkong, Silicon Valley, Sao Paulo, München, Birmingham (UK) und Brisbane niedergelassen sind.

Capital Dynamics umfasst die Capital Dynamics Holding AG und ihre Tochterunternehmen. Investitionen erfolgen primär für Fonds, welche von Capital Dynamics verwaltet werden.

Ansprechpartner für weitere Fragen:

Capital Dynamics AG

Marc Wallenstein, Director
Clean Energy und Infrastruktur Team
+49 89 2000 418-16
mwallenstein@capdyn.com