

Sonderbeilage: 60 Jahre Börsen-Zeitung

Finanzierungskonzepte für die Energiewende

Auch Institutionelle als Kapitalgeber gewinnen

Börsen-Zeitung, 2.2.2012
Die Energiewende ist politisch beschlossen, aber von einer erfolgreichen Umsetzung noch weit entfernt. Es fehlt vielerorts schlicht an Kapital, um einen weitreichenden Ausbau der erneuerbaren Energien zügig zu finanzieren. Hier ist auch der Finanzplatz Frankfurt gefordert. Die Herausforderung besteht darin, die bisher hauptsächlich verwendete Projektfinanzierung in Form langfristiger Bankdarlehen zu ergänzen bzw. zu ersetzen. Kurz: Wir brauchen einen breiteren Einsatz alternativer Finanzierungskonzepte. Denn erst mit Hilfe des passenden Instrumentariums können neben den klassischen Energieversorgern und politischen Unterstützern auch institutionelle Investoren als Kapitalgeber gewonnen werden.

Bedeutende Faktoren

Drei Faktoren sind hier von wesentlicher Bedeutung. Erstens beeinflussen die Finanzierungskosten die Gesamtrendite überproportional, weil ein hoher Investitionsaufwand auf niedrige Betriebskosten trifft und damit einen großen Anteil an den Gesamtkosten einnimmt. Zweitens stehen viele Investoren vor dem Dilemma verschärfter Eigenkapitalanforderungen einerseits und einer zunehmenden Verknappung der bisherigen Kapitalquellen (etwa Förderdarlehen) andererseits. Hinzu kommt hier die wachsende Internationalisierung und Institutionalisierung der Fremd- und Eigenkapitalgeber.

Und drittens sind die Einspeisetarife als Konsequenz ihres eigenen Erfolgs bereits stark gesenkt worden. Wenn solche Änderungen im regulatorischen Umfeld dann besonders überraschend und ohne Ankündigung erfolgen (wie Anfang 2011 in Frankreich und Italien), erhöht dies das Risiko auf Kapitalgeberseite, da die langfristig planbare Risikoquantifizierung erschwert wird. Projektfinanzierung baut aber auf solides Risikomanagement zur Sicherung der Stabilität und der Cash-flows.

In Kombination führen diese drei Punkte dazu, dass das Finanzierungskonzept für den Erfolg eines Projekts immer wichtiger wird.

Mögliche Lösungsansätze bezüglich der Dilemmata liegen in einer Abkehr von der „All in one“-Projektfinanzierung hin zu einem maßgeschneiderten Mix verschiedener Finanzierungsinstrumente, entsprechend dem unterschiedlichen Risikoprofil der jeweiligen Projektphasen: Entwicklung, Bau und Betrieb. Hierbei können dann verschiedene Kapitalgeber mit unterschiedlicher Risikobereitschaft und Renditeerwartung einbezogen werden.

Neben langfristigen Bankdarlehen in Form von Unternehmens- oder Projektfinanzierung bieten sich als alternative Finanzierungsinstrumente bereits in anderen Assetklassen bewährte Techniken an, wie zum Beispiel Verbriefungen, Anleihen, Herstellerfinanzierungen (insbesondere auch mit staatlichen Exportfinanzierungen wie bei chinesischen Solarmodulen) oder derivative Instrumente. Auch Finanzierungen basierend auf dem Handel von Emissionsrechten werden verstärkt Bedeutung erlangen.

Wie könnte also ein innovativer Finanzierungsmix für Erneuerbare-Energien-Projekte mit Einsatz bewährter Technologien aussehen? Investitionskosten während der Entwicklungs- und Genehmigungsphase sind anteilsmäßig vergleichsweise gering, aber gekennzeichnet durch ein nicht unerhebliches Ausfallrisiko und daher ungeeignet für Projektfinanzierung. Die Eigenkapitaldecke insbesondere kleinerer und mittlerer Projektentwickler wird mit zu-

Fortsetzung Seite B 13

nehmender Projektgröße absehbar nicht mehr ausreichen. Hier kann eine hochverzinsliche Risikoanleihe ergänzend zum Einsatz kommen, da ein vollständig genehmigtes Projekt ein handelbares Wirtschaftsgut darstellt und damit erhebliche Rendite erwartet und erzielt werden kann.

Die Bauphase beinhaltet hohen Investitionsaufwand und Fertigstellungsrisiken, die erzielbare Rendite wird darüber hinaus durch das Absatzrisiko nach Inbetriebnahme beeinflusst: Geringeres verbleibendes Risiko (zum Beispiel Wegfall des Fer-

tigstellungsrisikos nach Inbetriebnahme, problemfreier Probetrieb) bedingt höheren erzielbaren Verkaufspreis. Auch wenn das Projekt in dieser Phase noch keine Cash-flows generiert, so stehen doch während der Bauzeit die Sachwerte zur Absicherung zur Verfügung; der reine Modulwert repräsentiert beispielsweise bis zu 70 % der gesamten Investitionskosten eines Solarparks. Im Falle eines Totalausfalls des Projekts lassen die Module sich leicht einer Zweitverwendung zuführen.

Bislang ist es üblich, Bau- und Betriebsphase mit einer Projektfinanzierung abzudecken, eine entsprechende Risikomarge ist jedoch in den Zinssatz über die gesamte Laufzeit eingepreist. Auch hier können intelligent strukturierte Bonds, zum Beispiel in Form einer kombinierten unternehmens- und sachwertbasierten Anleihe, sehr positive wirtschaftliche Effekte haben: Die Kopplung einer durch den Entwickler garantierten Basisverzinsung und einer vom Verkaufserlös abhängigen Erfolgsprämie machen solche Bonds unter Renditegesichtspunkten für den chancenorientierten, aber risikobewussten institutionellen Investor interessant. Der Einsatz qualifizierter Generalunternehmer sowie „Forward“-Verkäufe des Projekts an bonitätsstarke Laufzeitinvestoren minimieren das Risiko.

Vorausgesetzt, das Ressourcenrisiko wurde etwa durch Ertragsgutachten hinreichend realistisch abgeschätzt, eignen sich erneuerbare Energien gut für langfristig orientierte Großinvestoren wie Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und auch Energieversorger. Als Finanzierungsalternative bieten sich hier neben Darlehen insbesondere Verbriefungen an: Cash-flows aus dem Projekt können gut in risikoabhängige Tranchen klassifiziert werden. Verwendet man zum Beispiel nur 50 bis 70 % der insgesamt zu erwartenden Erträge aus der Einspeisevergütung, so ist das Ausfallrisiko minimal, resultierend in einem entsprechenden niedrigen Risikoaufschlag. In weitere Tranchen kann dann eine höhere Risikoprämie zur Abdeckung der Risiken eingepreist werden.

Zur Einschätzung der entspre-

chenden Risiken ist dann jedoch spezialisierte Expertise von Ratingagenturen erforderlich. Die Herausforderung wird hier einerseits sein, am Kapitalmarkt einen Zeitraum über 15 bis 20 Jahre darzustellen und andererseits die kritische Größe von mindestens 120 Mill. Euro zu erreichen. Größere, optimierte Portfolios mit entsprechendem Länder-(Regionen-) und damit Risiko-Mix werden dann auch zunehmend interessant

für Institutionelle, die mit alternativen Finanzierungsinstrumenten bereits aus anderen Anlageklassen vertraut sind.

Ziel für die kommenden Jahre wird daher sein, Anlegern portfolio-basierte Produkte mit maßgeschneiderten Risiken und Laufzeiten anzubieten. Vielversprechend ist dabei gerade die Möglichkeit, risikobewussten Privatanlegern durch die Beteiligung in der Entwicklungs-

und Bauphase auch höhere Renditechancen bieten zu können. Damit kann der Finanzplatz der Industrie eine große Wachstumschance bieten – vor dem Hintergrund sinkender Anreizmechanismen wird das umso wichtiger werden.

.....
Petra Leue-Bahns, Managing Director bei ecolutions