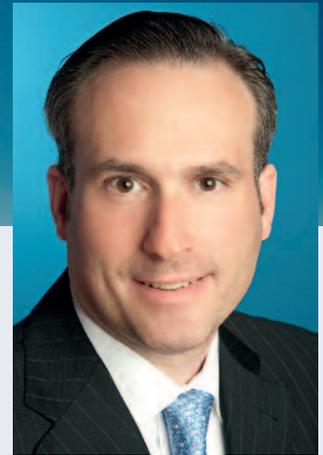


# Solar Project Bonds und andere Solarinvestments: Facettenreiche Anlageklasse mit hohem Renditepotenzial

ATTRAKTIVE GESCHÄFTSANSÄTZE FÜR KAPITALINVESTOREN AUS SICHT  
EINES CLEAN-ENERGY DEBT ADVISORS UND INVESTMENTBANKERS



Christian von Olnhäusen,  
Director Structured Finance,  
youmex AG

**CHRISTIAN VON OLNHAUSEN, YOUMEX** Solarinvestments sind innerhalb kurzer Zeit zu einer festen Größe als langfristige Anlageklasse geworden. Zudem konnte sich insbesondere die Photovoltaik-Solarenergie aufgrund der schnellen Umsetzbarkeit, der relativ geringen technischen Komplexität und des vielfältigen Projektangebots gegenüber anderen Anlagemöglichkeiten im Bereich der erneuerbaren Energien durchsetzen. In Zeiten konjunktureller Einbrüche und volatiler Märkte treten Chancen und auch Risiken einzelner Anlageklassen offen zutage und werden neu bewertet. In diesem Umfeld hat sich das Solarinvestment neben dem Immobilieninvestment als langfristige Anlageklasse etabliert. Insbesondere sind zwischenzeitlich viele Akteure aus der Immobilienbranche in die europaweit agierende Solarbranche gewechselt. Gerade im Vergleich mit dem Immobilieninvestment erkennt man die Attraktivität des Solarinvestments mit seinen sicheren und langfristig kalkulierbaren Erträgen sowie relativ geringem technischem Risiko und Verwaltungsaufwand. Die Abhängigkeit von staatlichen Eingriffen besteht bei beiden Anlageklassen. Über Leerstandsquoten und Mietpreisdepression braucht man sich bei Solarinvestments zumindest keine Gedanken zu machen.

Der hohe Stellenwert des Umweltgedankens trägt dazu bei, dass seitens der Politik europaweit wirtschaftliche Rahmenbedingungen erhalten bleiben. Zudem ist das eingetreten, was politisch gewollt war, das Entstehen einer leistungsfähigen Solarindustrie mit anhaltendem technologischem Fortschritt und hoher Wettbewerbsintensität aufgrund gestiegener Produktionskapazitäten. Im Ergebnis wird die zum Ziel gesetzte Netzparität schneller erreicht sein, als angenommen wurde, wodurch das Solarinvestment auch bei reduzierten Einspeisevergütungen attraktiv bleiben wird. Zudem wird sich die So-

larbranche weiter internationalisieren und professionalisieren. Die Netzparität gilt als erreicht, wenn aus Sicht des Endverbrauchers selbst produzierter Strom dieselben Kosten je kWh verursacht wie der Einkauf von einem Netzbetreiber.

## **Besondere Anforderungen an Finanzierung/Kapitalbedarf**

Aufgrund der Erfordernis, Solarstrom kostengünstiger zu erzeugen, und der gewachsenen Erfahrungen der Akteure werden zunehmend wesentlich größere Projekte realisiert. Investitionsvolumina im drei-

stelligen Millionenbereich sind keine Seltenheit mehr. Vor diesem Hintergrund ändern sich auch die Anforderungen an die Finanzierung von Solarinvestments in den Segmenten Zwischenfinanzierung, Endfinanzierung und Eigenkapital. Dies eröffnet auf allen Ebenen interessante Möglichkeiten für Kapitalinvestoren, da ein hoher Bedarf am Markt vorhanden ist, der durch Banken nur noch bedingt abgedeckt werden kann.

Da institutionelle Investoren als für Großprojekte geeignete Käufergruppe vorzugsweise erst nach Fertigstellung und mit Netzanschluss die Kaufpreiszahlung leisten und Banken den dadurch entstehenden Zwischenfinanzierungsbedarf nur noch begrenzt abdecken können, stellt die Finanzierung der Bauphase derzeit die größte Herausforderung für jedes Projekt dar. Insbesondere ist dieses Finanzierungssegment aufgrund der relativ kurzen Realisierungszeiträume von Solarprojekten und begrenzter personeller Kapazitäten nur für die Bank interessant, die auch die Endfinanzierung stellt. Im Segment der Endfinanzierung sind Banken darüber hinaus auch aufgrund ihrer noch eingeschränkten Refinanzierungsmöglichkeiten mit langfristigen Geld limitiert. Als Endinvestoren treten bei Großprojekten (ab 50 Mio. Euro Investitionsvolumen) international agierende institutionelle Investoren sowie bei kleinen und mittelgroßen Projekten vermögende Privatanleger, Family Offices und semi-institutionelle Anleger auf. Aufgrund der sehr positiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bei Solarinvestments nimmt der Kreis an Endinvestoren stetig zu.

### Neue Anlageformen für Solarinvestments

Für Solarinvestments bilden sich aufgrund der gestiegenen Investitionsvolumina neue Anlageformen heraus, wie sie bereits in der Immobilienbranche bekannt sind. Anstelle des Direktinvestments oder der KG-Beteiligung erfolgt das Eigenkapitalinvestment nun auch über Spezialfonds.

Langfristig orientierte Investoren beteiligen sich an Solarkraftwerken über vergleichsweise hoch verzinsten Solarbonds. Diese sind abgestellt auf die sicheren, staatlich garantierten Cashflows und ersetzen das klassische Bankdarlehen somit komplett.

Die höchsten Renditen können Kapitalinvestoren bei der Zwischenfinanzierung von Solarinvestments erzielen, da ein geringes Kapitalangebot auf einen hohen Bedarf trifft und die Projektentwicklungsmargen Spielraum für sehr attraktive Renditen ermöglichen. Das Anlagekapital wird i.d.R. in Form von Mezzanine- oder Hybrid-Darlehen sowie Eigenkapital in die Solarprojekte eingebracht. Hierbei kann der Kapitalinvestor sein Risikoprofil vorgeben, z.B. ob bereits bei Auszahlung der Mittel ein gesicherter Exit für das Solarkraftwerk gegeben sein muss oder bis zum Verkauf und Übergabe des Solarkraftwerkes auf die bestehenden Assets abgestellt werden kann.

### Finanzplattform schafft Marktzugang

Die Entwicklung eines optimalen Finanzierungskonzeptes für Solarinvestments und der Einsatz der o.a. Finanzierungsbausteine erfordern einen ineinander greifenden Ansatz. Anders als in der Immobilienbranche gibt es in der Solarbranche derzeit nur wenige Finanzdienstleister, die mit den spezifischen Anforderungen bei der Finanzierung eines Solarinvestments umgehen und ein ganzheitliches Finanzierungskonzept umsetzen können. Hierbei werden in dem noch verhältnismäßig jungen Markt für Solarinvestments Investo-

ren als Kapitalgeber und Solarunternehmen als Kapitalnehmer zielgerichtet zusammengeführt.

### Solar Project Bonds

Die Zeit ist reif für neue Wege in der Solarfinanzierung. Da Banken aufgrund der Eigenkapitalerfordernisse gem. Basel II in der langfristigen Kreditvergabe limitiert sind und ein großvolumiger Finanzierungsbedarf nachhaltig besteht, bilden sich Finanzierungsformen heraus, die an den Banken vorbei den direkten Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichen. Hierfür eignet sich ideal ein Solar Project Bond (ab 100 Mio. Euro), der einen sicheren Cashflow aus den gesetzlich geregelten Stromeinspeisevergütungen bezieht (Rating analog Sovereign Risk) und beispielsweise als Schuldscheindarlehen oder Inhaberschuldverschreibung auf die Zweckgesellschaft strukturiert werden kann, die das Solarkraftwerk besitzt. Die Emission des Bonds als girosammelverwahrtes Wertpapier mit eigener ISIN bis hin zu seiner Zulassung an der Börse in einem organisierten Markt beseitigt die größten Defizite von bondverbrieften Solarinvestments für institutionelle Investoren, nicht im Depot verwahrt werden zu können bzw. nicht gehandelt und damit ohne Exit zu sein.

Im Emissionspapier des Bonds werden kapitalmarktübliche Mindestsicherheitsstandards definiert, wie z.B. die Auszahlung der Mittel aus dem Bond über Treuhänder gemäß verbindlichen und standardisierten Kriterien, Auszahlungen an die Zweckgesellschaft bzw. den Solarprojektinitiator unter Einhaltung eines DSCR-Modelling oder erst nach Netzanschluss (ohne Completion Risk), laufendes Monitoring der Solarinvestments etc.

Die Rendite des Bonds beläuft sich im Durchschnitt auf 6% bis 8 % p.a. in Abhängigkeit von Beleihungsauslauf und Cashflow sowie der damit vom Kapitalgeber gewählten Risikoklasse, die innerhalb des Bonds abgestuft werden kann. Über eine Aufteilung des Bonds in einen Senior und Junior Loan bis zum Eigenkapitalersatz (nach Vorliegen einzuhaltender Leistungskriterien des Solarkraftwerks) können so bis zu 100% des Solarinvestments finanziert werden. Die Laufzeit des Bonds orientiert sich an den für Solarinvestments üblichen Tilgungszeiten (technische Nutzungsdauer und Laufzeit der gesetzlich garantierten Einspeisevergütung) mit einer Vollamortisation der Bond-Finanzierung innerhalb von 15 bis 20 Jahren. Das Bondvolumen wird nach einem Cash-Modelling sowohl in Bezug auf den Zeitraum der Zinsfestschreibung und der Tilgungsvariante (endfällig oder ratierlich) in entsprechende Tranchen strukturiert. Als Zeitpunkte für Zinszahlungen und Rückzahlung von Tranchen eignen sich insbesondere die Sommermonate mit den hohen Erlösen aus der Stromproduktion.

### Fazit:

Da noch keine Emission für einen Solar Project Bond für institutionelle Investoren als Zielgruppe erfolgte, wird sich erst ein Marktstandard hierfür herausbilden. Die bisher von der youmex AG durchgeführten Marktuntersuchungen bestätigen das große Interesse von Investoren an diesem Produkt. Insofern werden erste Emissionen zu dem Thema, an denen spezialisierte Finanzdienstleister arbeiten, mit Spannung erwartet.