

# GoingPublic Magazin

Das Kapitalmarktmagazin



**SONDERAUSGABE**

# Cleantech 2011

## 2. Jahrgang

**Märkte – Visionen – Investment**



powered by

**XETRA** | DEUTSCHE BÖRSE GROUP

**e** CAPITAL  
entrepreneurial Partners AG

**RE** RÖVERBRÖNNER

**youmex**

  
Bankhaus Lampe

**HEUSSEN**  
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH

**S.A.G.**  
Solarstrom AG

  
SARASIN

  
Windreich AG  
Windenergie seit 1999

# Solarenergiemarkt im Umbruch

## Neuaustrichtung bei Investment und Finanzierung

Von Christian von Olnhausen, Director Structured Finance, youmex AG

Wesentliche Faktoren für Investments in Photovoltaik-Solkraftwerke haben sich innerhalb nur eines Jahres grundlegend verändert. Der Transformationsprozess weg von garantierten staatlichen Vergütungen hin zu Marktpreisen ist in vollem Gange. Was bedeutet dies für Investition und Finanzierung?

### Vorreiter Windenergie

Wind und Solar sind die Kern-Assetklassen der erneuerbaren Energien. Die Windbranche ist der Solarbranche in ihrer Entwicklung um einige Jahre voraus. Hier ist eine Industrie entstanden, die über Skaleneffekte, industrielle Fertigungsprozesse und anhaltende technische Effizienzsteigerung Energie zu Marktpreisen erzeugt. Die Einspeisung erfolgt oft nur noch deshalb zu niedrigeren, aber gesetzlich abgesicherten Einspeisetarifen, um die Projektfinanzierung aufgrund der Planungssicherheit zu erleichtern. Zudem gibt es Hersteller mit Konzernhintergrund bzw. sind diese global operierenden Unternehmen mit externem (Investmentgrade-)Rating, hoher Liquidität und gutem Zugang zum Kapitalmarkt gewachsen.

Das weitere Wachstum wird hier eher gebremst durch die Erschließung neuer Standorte mit guten Windverhältnissen und geeigneter Netzinfrastruktur. Da die etablierten Märkte in Westeuropa bereits besetzt sind, erfolgt das Wachstum Onshore überwiegend in Ost-

europa sowie den USA und Asien sowie Offshore – alles Märkte, die aus Sicht vieler Projektfinanzierer und Endinvestoren eine besondere Herausforderung darstellen. Die großen Hersteller sind aber bereits zur Platzierung ihrer Produkte in der Lage, sich maßgeblich an der Finanzierung der Bauphase zu beteiligen.



Christian von Olnhausen

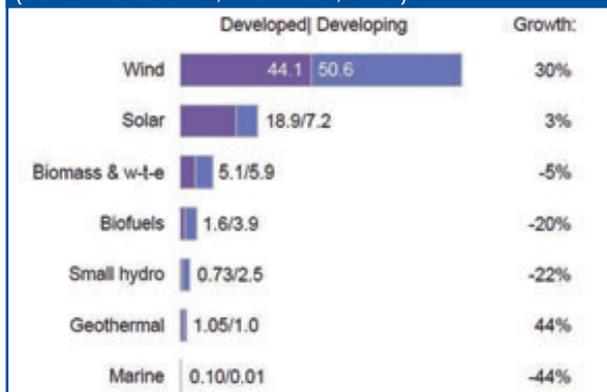
### Fundamentale Veränderungen des Solarenergiemarktes

Insbesondere bei der PV-Solarenergie änderten sich innerhalb eines Jahres die wesentlichen marktbestimmenden Faktoren grundlegend. Auf den europäischen Solarmärkten sorgte der drastische Beschnitt der Einspeisevergütungen und der vergütungsberechtigten Kapazitäten für erheblichen Rückgang des Neubausolumens. Zudem wurden gerade von asiatischen Modulherstellern immense neue Produktionskapazitäten bei gleichzeitiger Erhöhung der Modul-Wirkungsgrade aufgebaut. Diese Faktoren führten innerhalb eines Jahres zu einer Halbierung der Preise für Module, die ca. 50% der Herstellkosten eines Solarkraftwerkes ausmachen. Durch das anhaltende Wachstum des weltweiten Stromverbrauchs und steigende Kosten für fossile Brennstoffe wird die sog. Grid Parity (Energie zu Marktpreisen) viel schneller erreicht als gedacht.

### Neue Märkte und Limits für Solarinvestments

Die Entwicklung in Richtung Energieerzeugung zu regionalen Marktpreisen schafft neue Einsatzmöglichkeiten von Solarkraftwerken. Investments und Finanzierungen werden wesentlich vielschichtiger und komplexer. Aber es erschließen sich neue Märkte in Amerika, Osteuropa, Asien oder auch weltweit bei der Off-Grid-Stromversorgung von Industriestandorten oder z.B. Minen, da konkurrenzfähig zu Dieselgeneratoren Strom erzeugt werden kann.

ABB. 1: NEUINVESTMENTS IN ERNEUERBARE ENERGIEN: INDUSTRIELÄNDER VS. SICH ENTWICKELNDE LÄNDER, 2010, UND WACHSTUM ZU 2009, MRD. USD, OHNE KLEINPROJEKTE (Z.B. WIND AB 1 MW, SOLAR AB 0,3 MW)



Total values include estimates for undisclosed deals. Adjust for re-invested equity. This comparison does not include small-scale projects  
Quelle: Bloomberg New Energy Finance, UNEP

Die zwei wesentlichen limitierenden Faktoren für Solarinvestments sind die Ressourcen Manpower und Kapital. Sowohl für Kapitalgeber- als auch die Kapitalnehmerseite wird die Finanzierung und Umsetzung von Transaktionen aufwändiger und neue Standards müssen sich entwickeln. Eigenkapital für Energieprojekte ist ausreichend vorhanden, jedoch sind oftmals die Einsatzkriterien an den Projekterfordernissen vorbei definiert. Statt einem Erwerb unter den Bedingungen der Fertigstellung, Netzanschluss und Finanzierung werden der Erwerb vor Baubeginn und der Einsatz von Eigenkapital bereits während der Bauzeit immer wichtiger, um sich gute Projekte zu sichern.

### Neuerungen in der Projektfinanzierung

Die Entwicklung weg von garantierten Einspeisevergütungen hin zu Marktpreisen wird die Projektfinanzierung deutlich erschweren. Aufgrund Limitierungen bei der Refinanzierungsmöglichkeit, Basel III und Kapazitätsressourcen wird über die klassische Projektfinanzierung allein das anhaltende Wachstum nicht finanziert werden können. Zudem stellt die Zwischenfinanzierung der Bauphase bis zum Netzanschluss mit kurzfristigem hohem Liquiditätsbedarf eines Kraftwerkinvestments nach wie vor den größten Engpass dar. Bei Kraftwerkinvestments außerhalb Deutschlands zahlt die Mehrheit der Banken nur noch nach Netzanschluss aus, da dann die wesentlichen Risiken des Investments überstanden sind.

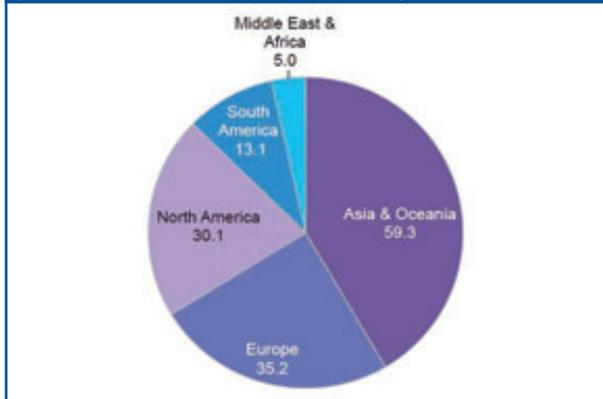
### Möglichkeiten der Zwischenfinanzierung

- 1. Finanzierung durch Projektpartner mit Herstellerhintergrund.** Über die reine Kaufpreisstundung hinaus sind insbesondere die Modulhersteller zum Absatz der Komponenten gezwungen, sich quasi als Co-Developer mit weiterer Liquidität und Risikoübernahme während der Bauphase an den Projekten zu beteiligen.
- 2. Zwischenfinanzierung mit Mezzanine-Kapitalgebern.** Die Prüfung, Vertragsdokumentation und Auszahlung einer Projektfinanzierung benötigt zwischen drei und neun Monaten, wobei mit der Kreditprüfung erst kurz vor Baubeginn begonnen werden kann. Für die Bauphase, aber auch für den Zeitraum ab Fertigstellung des Kraftwerkes bis zur Auszahlung der Endfinanzierung wird hierdurch kurzfristig Liquidität freigesetzt.
- 3. Finanzierung auf Unternehmensebene.** Hierbei wird auf Ebene des Developers oder EPCs über Betriebsmittellinien, Unternehmensanleihen, Schuldscheindarlehen oder Verpfändung von Komponentenkontingenten Liquidität generiert und dann auf Projektebene eingesetzt.

### Möglichkeiten der Langfristfinanzierung

- 1. Full-Equity-Investoren.** Institutionelle Investoren investieren traditionell in Infrastruktur und Energie mit einem langfristigen Anlagefokus auf Großinvestments (ab 30 Mio. EUR) und benötigen oft keine Finanzierung, wenn formale Anlagekriterien und Sicherheitsstandards erfüllt sind. Bevorzugt wird für die Einnah-

ABB. 2: NEUINVESTMENTS IN ERNEUERBARE ENERGIEN NACH REGIONEN, 2010, MRD. USD, OHNE KLEINPROJEKTE (Z.B. WIND AB 1 MW, SOLAR AB 0,3 MW)



New investment volume adjusts for re-invested equity. Total values include estimates for undisclosed deals. This comparison does not include small scale projects.  
Quelle: Bloomberg New Energy Finance, UNEP

meseite (Länder- oder Unternehmensrisiko) und den O&M-Partner für den Betrieb der Anlage ein Investmentgrade-Rating, wobei nur wenige Unternehmen in der Solarbranche überhaupt ein externes Rating vorweisen können. Hier sind geeignete Investmentvehikel zu strukturieren und bonitätsstarke Partner in Projekte einzufügen.

- 2. ABS-Finanzierungsstrukturen.** Hierbei wird der Cashflow fertiggestellter Kraftwerke verbrieft und über Zertifikate/Wertpapiere bei institutionellen Investoren platziert. Die Finanzierungshöhe richtet sich nach dem durch einen Gutachter ermittelten und von einem Wirtschaftsprüfer bestätigten Projektwert. Dies kann eine Fremdfinanzierung ersetzen oder ergänzen und ggf. dazu führen, dass erhebliche Teile des gebundenen Eigenkapitals refinanziert bzw. liquide gemacht werden.
- 3. Solar-Projektbond zur Langfristfinanzierung.** Ab einem Finanzierungsvolumen von 100 Mio. EUR und nach Fertigstellung sowie Netzanschluss können Kraftwerke mit einem langfristigen Bond finanziert werden. Im Vergleich zu einer Projektfinanzierung, die bei dieser Größenordnung mehrere Konsortialbanken erfordert, kann der Bond zeitsparend mit nur einem Arranger aufgelegt und platziert werden. Voraussetzung ist ein Investment-Grade-Rating, das institutionellen Investoren ermöglicht, den Bond in ihrem Hauptvermögen und nicht im liquiditätsmäßig beschränkten Sondervermögen einzubuchen. Da die Platzierung direkt am Kapitalmarkt erfolgt, entfallen übliche Liquiditäts- und Risikokosten einer Bankfinanzierung.

#### Fazit

Statt subventionsgestützter Renditen steht zunehmend die Energieerzeugung zu Marktpreisen im Fokus. Dies erfordert nicht nur eine Veränderung der Investitionskriterien und Finanzierungsmodelle, sondern auch eine Veränderung in den Köpfen.



## Wir finanzieren Neue Energien

### Clean Energy Project Finance

- Fremdkapital
- Mezzanine-Kapital
- Eigenkapital / Joint Ventures
- Solar (PV, Thermie), Wind (On-/Offshore), Biogas, Biomasse, Wasser, Energie-Effizienz, Recycling

Zwischen- und Endfinanzierung von Energieanlagen, Projekten und Portfolien für Projektentwickler, Anlagenbauer, Handelsunternehmen und Investoren

### Clean Energy Corporate Finance

- Innovative Kapitalquellen für Wachstum, Produktion, F&E, Vertrieb
- Ablösung von Bankenpools, Umschuldung, Fördermittel
- Ratingstärkung durch Off-Balance-Finanzierungen, Rating-Coaching
- M&A, Nachfolge, MBI / MBO / LBO

Strukturierte, intelligente Finanzierungslösungen von Fremd- über Mezzanine- bis Eigen- und Beteiligungskapital

### Clean Energy Capital Markets

- IPOs, Anleihen, Going Public und Being Public Services
- Emissionsberatung und -begleitung
- Listing in den Entry-, General- und Prime-Standard
- Kapitalerhöhungen, Umplatzierungen

youmex Aktiengesellschaft ist Deutsche Börse Listing Partner

