



Weitere Informationen finden Sie auf unserer Website:

<http://bet-aachen.de/beratung/netzberatung/>
<http://bet-aachen.de/beratung/marktberatung/>
<http://bet-aachen.de/beratung/managementberatung/>

Energieversorger und Finanzinvestoren – Perspektiven und Ansatzpunkte für eine erfolgreiche Zusammenarbeit

Ralph Kremp, Sebastian Rothe und Klaus Neuhäuser

Mit den durch die Energiewende angestoßenen Änderungen des Energiesektors steigt der Finanzierungsbedarf der Energieversorger stark an. Dies bringt aber insbesondere kleinere und mittlere EVU an die Grenzen dessen, was sie finanziell allein schultern können. Die Kooperation mit Finanzinvestoren ist daher eine naheliegende Option, um sich extern die nötigen Finanzmittel zu beschaffen. Hierzu bieten sich vor allem zwei Wege an: die Entwicklung gemeinsamer Projekte oder aber die Beteiligung des Investors am eigenen Unternehmen.

Die Energieversorgungsunternehmen stehen vor erheblichen Herausforderungen. Sowohl die Klimaschutz- als auch die Energiepolitik sehen im Zuge der postulierten Energiewende einen signifikant höheren Anteil erneuerbarer Energien vor. In diesem Markt spielten klassische Energieversorgungsunternehmen (EVU) in den letzten Jahren eher eine untergeordnete Rolle [1]. Wollen die Energieversorger nun perspektivisch nicht an Boden verlieren, bedarf es einer strategischen Positionierung.

Die Realisierung der Energiewende beschränkt sich dabei nicht nur auf Investitionen in den Ausbau erneuerbarer Energien, sondern darüber hinaus in Netze, flexible konventionelle Kraftwerke und Informationstechnik („Smart Grids“). Diese Investitionen werfen neben der Suche nach technologisch zukunftsorientierten Lösungen gleichzeitig auch die Frage nach der Finanzierung auf. Diese kann häufig nicht allein aus eigener Kraft durch die Energieversorger realisiert werden.

So haben einige große Energiekonzerne angekündigt, ihre strategische Positionierung neu auszurichten. Herausforderungen ergeben sich dabei in mehrfacher Hinsicht: Hohe Verbindlichkeiten belasten die Bilanzen der Unternehmen und schränken die Möglichkeiten zusätzlicher Fremdkapitalaufnahme ein. Um eine Herabstufung durch Rating-Agenturen zu vermeiden, besteht das Bestreben, den Schuldenstand zu reduzieren. Gleichzeitig drückt das vorzeitige Abschalten einiger Kernkraftwerke sowie der beabsichtigte Kernenergieausstieg auf die Ertragssituation der betroffenen Unternehmen.

Viele Versorger sind häufig in der Umsetzbarkeit von Projekialternativen bzw. einer

möglichen Finanzierung anstehender Investitionen eingeschränkt. Bei kleinen und mittleren Unternehmen kann allein schon die Unternehmensgröße den zur Verfügung stehenden Finanzierungsrahmen einschränken. So ist bspw. die eigenständige Projektierung und Realisierung eines Offshore-Windparks für ein Stadtwerk meist nicht aus eigener Kraft zu bewerkstelligen.

Dennoch ist eine steigende Tendenz der Beteiligung kommunaler großer und mittelgroßer Unternehmen an solchen Vorhaben zu beobachten, bspw. über Kooperationsmodelle oder Beteiligungsmöglichkeiten an entwickelten Projekten. Zur Umsetzung lokaler Investitionen bieten sich auch Bürgerbeteiligungsmodelle an. Dabei wird der Bevölkerung vor Ort die Möglichkeit zu einer Projektbeteiligung mit Anspruch auf eine entsprechende Verzinsung gegeben.

Die Bedeutung von Finanzinvestoren nimmt zu

Um den Finanzierungsbedarf im Zuge der Energiewende zu bewältigen, gilt es, ggf. weitere Finanzierungsmöglichkeiten zu überprüfen und, soweit möglich und sinnvoll, auch zu nutzen. Nationale und internationale Finanzinvestoren können dabei eine wichtige Rolle einnehmen. Es ist zu beobachten, dass sich diese nicht nur bei Unternehmenstransaktionen im Bereich der Übertragungs- bzw. Fernleitungsnetzbetreiber, sondern auch im Bereich der nicht-regulierten Versorgungsaktivitäten der Energiebranche mit Investments verstärkt zuwenden.

Diese Entwicklung ist nicht zuletzt vor dem Hintergrund der aktuellen Verhältnisse am Kapitalmarkt zu betrachten. Institutionel-

le Anleger sind derzeit aufgrund volatiler Aktienmärkte zurückhaltend. Der in der Vergangenheit als vergleichsweise sicher eingestufte Bereich der Staatsanleihen wird jedoch durch die europaweite Schulden- und letztlich auch Eurokrise hinsichtlich der Einschätzung von Chancen und Risiken neu bewertet. Investitionen in Infrastruktur bzw. regulierte Assets sind bei zahlreichen Investoren heute sehr gefragt, da sie langfristig ausgelegt sind. Es lassen sich zwar keine überdurchschnittlich hohen Renditen erzielen, gleichwohl weisen diese Investitionen niedrigere Risiken gegenüber alternativ zur Verfügung stehenden Investments auf. Derzeitigen Einschätzungen zufolge wird sich die Entwicklung eines zunehmenden Interesses von Finanzinvestoren für Energie und Infrastruktur noch steigern.

Mögliche Beteiligungsmodelle und Zielsetzungen

Horizontale Kooperationen entlang der energiewirtschaftlichen Wertschöpfungskette prägen bisher die strategischen Überlegungen von Versorgern, um Synergieeffekte zu realisieren. Die veränderten energiewirtschaftlichen Rahmenbedingungen bedingen jedoch, auch alternative Kooperations- und Beteiligungsformen in Erwägung zu ziehen. Während vertikale Kooperationen mit strategischen Investoren aus der Energiebranche ebenfalls existieren, spielen direkte oder indirekte Beteiligungen von Finanzinvestoren an Energieversorgungsunternehmen bisher eine untergeordnete Rolle.

Strategische Investoren bieten Versorgungsunternehmen durch die Kenntnis des Marktumfeldes und den damit verbundenen spezifischen Besonderheiten die Chance, neben Erlösen auch einschlägiges branchenspe-

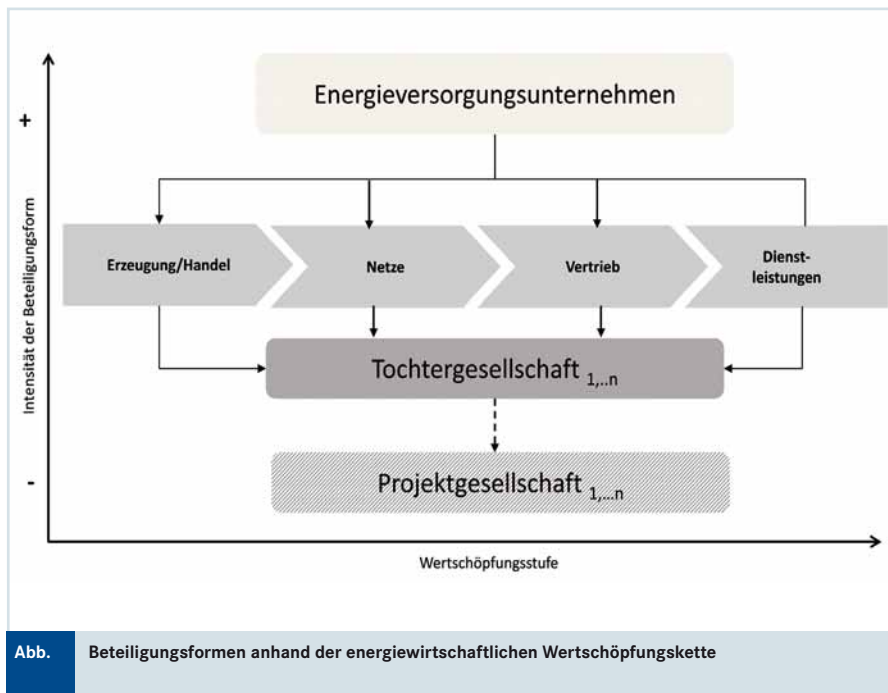


Abb. Beteiligungsformen anhand der energiewirtschaftlichen Wertschöpfungskette

energiwirtschaftliche Wertschöpfungskette. Eine indirekte Beteiligung erfolgt klassischerweise im Kraftwerksgeschäft über eine Projektfinanzierungsgesellschaft, die gleichzeitig von der Tochtergesellschaft der Erzeugungssparte des Energieversorgers getragen wird. Die Intensität des Engagements lässt sich durch eine direkte Beteiligung am Energieversorgungsunternehmen maximieren. Zwischenstufen bilden die Beteiligung an den spezifischen Tochtergesellschaften ohne die Einbeziehung von Projektgesellschaften.

Auch wenn die aufgezeigten klassischen Beteiligungsformen auf unterschiedliche Gruppen von Finanzinvestoren übertragbar sind, unterscheiden sich deren Zielsetzung und Anlagehorizont. Bei Venture Capital als einer Private-Equity-Form erfolgt die Finanzierung von Unternehmen, die noch nicht profitabel sind, um ein vielsprechendes, allerdings stark risikobehaftetes, Geschäftsmodell zu fördern. So verkündeten kürzlich RWE Innogy und Conetwork Erneuerbare Energien die Bündelung ihrer Venture Capital-Aktivitäten im Bereich regenerativer Energien. Im November 2011 wurden 22,5 % der Anteile des Innogy Renewables Technology Fund I (IRTF I) erworben, der in Technologien der Bereiche regenerative Erzeugungsanlagen, Energieeffizienz und Speichertechnologien investiert [2].

Eine hohe Aktivität von Finanzinvestoren in Form von Private Equity Firmen ist in der jüngsten Vergangenheit im Offshore-Windenergie-Geschäft zu verzeichnen [3]. Da bisher nur geringe Erfahrungswerte in der Entwicklung von Investitionsprojekten im Wind-Offshore-Bereich bestehen, führt die Beteiligung durch Finanzinvestoren zu einer Beschleunigung der Projektaktivitäten.

Versicherungs- und Pensionsfonds hingegen suchen sicherer erscheinende Anlagemöglichkeiten mit kalkulierbaren Risiken. Staatsanleihen mit einer sehr guten Bonität versprechen derzeit nur eine äußerst geringe Rendite. Ende Dezember 2011 erreichten Bundesobligationen mit Renditen unter 1 % ein Allzeittief. Da der Energiebranche hohe Einlagen aus Versicherungen und Pensionen zur Verfügung stehen, gibt es einen Bedarf, alternative Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren. Das regulierte Netzgeschäft mit seiner durch die Bundesnetzagentur vor-

zifisches Know-how beizusteuern. Ziel des strategischen Investors ist es dabei häufig, sich durch die Beteiligung zusätzliche Anteile an der Wertschöpfungskette oder aber Synergien im operativen Betrieb bzw. der Abwicklung zu sichern. Das kann aber die unternehmerische Entscheidungsfreiheit einschränken bzw. unter Umständen die Unternehmenskultur verändern.

Zudem gehören Unternehmenstransaktionen bei einem strategischen Investor nicht zwingend zum Tagesgeschäft mit der entsprechenden Umsetzungsroutine, so dass Transaktionsphasen unter Umständen mit einer langwierigen Abwicklung verbunden sein können und dadurch das Risiko eines unerwarteten Scheiterns entsteht.

Für Finanzinvestoren stehen meist finanzielle Interessen im Vordergrund. Sie greifen häufig nicht nur auf ihre Transaktionserfahrung zurück, sondern bieten auch Lösungen zu Finanzierungs- und Strukturierungsfragen. Allerdings bedingt die oft rein finanziell ausgeprägte Motivation häufig eine höhere Rendite- und Wachstumserwartung. Für welchen Investorentyp sich ein Energieversorger entscheidet, muss er vor dem Hintergrund des Trade off aus dem Grad der unternehmerischen Freiheit und den finanziellen Anforderungen abwägen.

Die Beteiligung insbesondere von Private-Equity-Firmen stößt häufig auf Akzeptanzprobleme. Dies erklärt sich hauptsächlich durch die langfristige Ausrichtung von Versorgern, entgegen der zum Teil auch kurzfristig verfolgten Exit-Strategien von Finanzinvestoren. Traditionell sind Investitionsentscheidungen über energiewirtschaftliche, reale Vermögensgegenstände mit einem hohen Kapitaleinsatz verbunden. Die lange technisch-ökonomische Nutzungsdauer von Erzeugungsanlagen oder Netzbetriebsmitteln führt somit zu einer Kapitalbindung, die langfristig ausgelegt ist.

Allerdings ergibt sich durch die proklamierte Energiewende und der damit verbundenen Erwartungshaltung der Interessensgruppen gerade jetzt die Herausforderung, die Erzeugungsstrategie nachhaltig auszurichten und fossile durch regenerative Erzeugungsanlagen zu ersetzen. Die Vorteilhaftigkeit eines Investitionsprojektes wird maßgeblich von den Finanzierungsbedingungen bestimmt. Ob ein Projekt tatsächlich realisiert wird, hängt somit insbesondere von den Finanzierungsbedingungen ab, so dass Finanzinvestoren zur Erfüllung klimapolitischer Ziele eine entscheidende Rolle zukommen kann.

Beteiligungsmöglichkeiten ergeben sich – wie in der Abb. dargestellt – über die gesamte

gegebenen Eigenkapitalverzinsung ist somit für ein Engagement von Versicherungs- und Pensionsfonds interessant. Der Verkauf der Übertragungsnetze wie bspw. von Amprion an ein Konsortium von Finanzinvestoren im vergangenen Sommer bestätigt diese Einschätzung. Hierbei hat die Nachfrage nach diesem Investment das Angebot bei Weitem überschritten [4].

Aufgrund der sich verstärkenden Aktivitäten von nationalen und internationalen Finanzinvestoren entlang der energiewirtschaftlichen Wertschöpfungskette kommt es darauf an, die Erfolgsfaktoren einer Partnerschaft herauszuarbeiten.

Erfolgsfaktoren für eine erfolgreiche Zusammenarbeit

Die Kooperation von Finanzinvestoren und Energieversorgungsunternehmen wirft eine Reihe von Fragen auf, die das Zusammenspiel der „Systeme“ betreffen: Passen die Welten überhaupt zusammen? Wo genau liegen die Chancen? Worin bestehen mögliche Gefahren? Wie können sich die Systeme sinnvoll ergänzen und wie können Win-Win-Situationen geschaffen werden? Welche Erwartungen haben Finanzinvestoren an die regulatorischen und sonstigen gesetzgeberischen Rahmenbedingungen der Branche?

Know-how-Lücken schließen und Anforderungen transparent machen

Um sich gegenseitig auf die Kooperation einlassen zu können, sind eine Reihe von Know-how-Lücken zu schließen. Dies gilt gleichermaßen für das Management der EVU und der Finanzinvestoren wie für die oftmals kommunalen bzw. öffentlichen Gesellschafter der Versorgungsunternehmen und Stadtwerke sowie die Kapitalgeber.

Während es für die Seite der Finanzinvestoren entscheidend ist, die Spielregeln und oftmals historisch gewachsene Besonderheiten der Energiebranche kennenzulernen und zu verstehen, sollte sich die Energieversorgerseite intensiv mit den Investitionszielen und den Steuerungsprinzipien der neuen Kapitalgeber auseinandersetzen.

Für die Finanzinvestoren sind insbesondere Kenntnisse über die zu erwartende Beteili-

gung wichtig. Dabei muss im Rahmen der Transaktionsvorbereitung nicht nur die finanzielle oder vertragliche bzw. juristische Situation der Beteiligung hinsichtlich seiner Chancen und Risiken detailliert untersucht werden. Die Versorgungswirtschaft ist in ihren jeweiligen Wertschöpfungsstufen durch ein hohes Maß an Gesetzen, Verordnungen und Umsetzungsbestimmungen geprägt.

Diese müssen neben ihrer Relevanz auch auf sich ergebende mögliche wirtschaftliche Chancen und Risiken analysiert und quantifiziert werden. Es ist somit unbedingt empfehlenswert, sich mit den energiewirtschaftlichen Stärken und Schwächen des Unternehmens auseinanderzusetzen. Es muss aber nicht nur die betreffende Beteiligung selbst untersucht, sondern ggf. auch das gesamte Marktumfeld beleuchtet werden. Bspw. bestimmt bei Investitionen in Erzeugungsanlagen die Entwicklung des nationalen Kraftwerkparcs in hohem Maß das Preisniveau am Absatz- und Beschaffungsmarkt, welches wiederum maßgeblich die Wirtschaftlichkeit beeinflusst.

Bei regulierten Infrastruktur-Assets sollten die Regulierungsmechanismen und deren Auswirkungen vertieft untersucht werden. Die Mechanismen der Regulierung weisen

auch im internationalen Vergleich ein sehr hohes Maß an Komplexität auf. Dies macht eine Einschätzung über die Entwicklung der Erträge entsprechend aufwändig und unter Umständen bei nicht hinreichender Kenntnis des Marktes für Finanzinvestoren schwierig nachvollziehbar. Geringe Branchenkenntnis in der Einschätzung der Vorgehensweise der Regulierungsbehörden und Verordnungsgeber kann zu zusätzlicher Unsicherheit führen, da das „gefühlte“ vom tatsächlich objektiv vorhandenen Risiko abweichen kann. Eine vertiefende Analyse und ein Auseinandersetzen mit diesen Fragen kann diese Unsicherheiten reduzieren und dem Investor mehr Komfort in der Bewertung und in der Entscheidung für eine Beteiligung gestatten.

Um die Basis für eine erfolgreiche Zusammenarbeit zu schaffen, sollten sich Management bzw. Gesellschafter der EVU mit den Schlüsselfaktoren einer gemeinsamen Beteiligung unterschiedlicher Gesellschaftertypen an einem Asset beschäftigen. Damit eine gemeinsame Beteiligung an einer Gesellschaft glückt, sollten die jeweiligen Erwartungen an den anderen Partner im Vorfeld analysiert und artikuliert werden. Erforderlich ist neben der erfolgreichen Kommunikation auch die Bereitschaft, sich auf die jeweiligen Anforderungen einzulassen.

sen und diese zu akzeptieren. Gerade die mangelnde Bereitschaft, bei der Erreichung eigener Ziele Kompromisse einzugehen oder auch Dritte an Entscheidungen zu beteiligen bzw. deren Entscheidungen zu akzeptieren, führt häufig zum Scheitern von Kooperationen.

Verhältnis von Renditeerwartung und langfristiger Ausrichtung klären

Wie oben beschrieben können die Vorstellungen über Anlage- und Investitionszeitraum zwischen Versorgern und Finanzinvestoren unterschiedlich ausgeprägt sein und sollten daher geklärt werden. Mit einer Beteiligung von Finanzinvestoren an einzelnen Projekten oder Projektgesellschaften lässt sich unter Umständen mit den Exit-Strategien bspw. von Private Equity-Gesellschaften besser umgehen als im Falle einer Beteiligung an größeren Einheiten oder dem gesamten EVU. Ziele im Rahmen der Daseinsvorsorge kommunaler Gesellschafter stehen hier möglicherweise im Spannungsfeld zu den Renditeerwartungen der Investoren.

Es ist somit eine Herausforderung, Spannungen und Interessensunterschiede zu identifizieren und nach Möglichkeit zu lösen. Gelingt dies nicht, so besteht eine nicht geringe Wahrscheinlichkeit, dass das Verhältnis der Kooperation belastet oder gar überstrapaziert wird. Soweit möglich und sinnvoll kann sicherlich eine vertragliche Fixierung von Eckpunkten der Zusammenarbeit erfolgen. Dies ersetzt jedoch nicht die erforderliche ziel- und ergebnisorientierte Kommunikation.

Für die Fälle, dass die vertragliche Zusammenarbeit nicht hinreichend lange gesichert werden kann oder soll bzw. die Kooperation scheitern könnte, muss aus Sicht der beteiligten Partner sinnvollerweise im Vorfeld einer Kooperation ein mögliches Exit-Szenario durchdacht werden. Häufig verkaufen die Finanzinvestoren in diesen Fällen ihre Beteiligung am Projekt. Je nach Motivation und Bewertung der strategischen Aspekte ist dies für das EVU nicht beliebig möglich oder auch sinnvoll, da weitere Bereiche des Unternehmens betroffen sein können. Es wäre zu vermeiden, dass entsprechende Abhängigkeiten eingegangen werden. Das EVU sollte darauf achten, dass die Beteiligung so

organisiert wird, dass es ebenfalls aus dem Investment aussteigen oder aber die Anteile des scheidenden Investors selbst übernehmen bzw. an einen neuen Investor verkaufen kann.

Hinsichtlich der Steuerung und des Betriebs des Investments ergeben sich häufig unterschiedliche Anforderungen zwischen EVU und Finanzinvestor an das Berichtswesen hinsichtlich einer stringenten Wertorientierung. Eine diesbezügliche Ausrichtung kann dazu beitragen, die Ziele der zunächst heterogen erscheinenden Gesellschafter anzunähern und Kommunikationsbarrieren zu reduzieren.

Umfang der Einflussnahme auf Unternehmensentscheidungen bestimmen

Je nach Intensität und Umfang der Beteiligung durch Investoren stellt sich die Frage, inwieweit Einflussmöglichkeiten auf Entscheidungen des Unternehmens bestehen. Gerade im Zusammenhang mit den anhaltenden Bemühungen von Kommunen nach einer zunehmenden Rekommunalisierung erscheint es auf den ersten Blick fraglich, inwieweit die Gesellschafter bzw. die Kommunalpolitik Einflüsse privater Anteilseigner zulassen werden. Den Umgang mit den politischen Einflüssen im kommunalen Umfeld zu erlernen, bedeutet auf der anderen Seite gerade für viele Finanzinvestoren, Neuland zu betreten. Wenn es aber beiden Seiten gelingt, sich „aufeinander einzulassen“, kann die Partnerschaft zwischen EVU und Investor gelingen.

Klassische Elemente, um die Einflussnahme zu regeln, werden im Gesellschafts- bzw. Konsortialvertrag fixiert und beziehen sich zum einen auf die Besetzung von Gremien sowie möglicherweise Sonderrechte in Einzelfragen wie bspw. in der Frage der Besetzung der Geschäftsführung. Strategische Aspekte lassen sich zudem unter Umständen dadurch sichern, dass bestimmte Entscheidungen nur unter eigener Zustimmung getroffen werden können bzw. qualifizierte Mehrheiten erforderlich sind. Hierbei muss aber berücksichtigt werden, dass solche Regelungen bei regulierten Assets nicht beliebig frei zwischen den Vertragspartnern gestaltbar sind, sondern energierechtlichen Restriktionen unterliegen.

Die richtigen Modelle und Wege finden

Die Frage, ob Finanzinvestoren und Energieversorger gemeinsam Projekte realisieren oder als wettbewerbliche Partner auftreten können, muss im Einzelfall betrachtet und bewertet werden.

Neben der Höhe der Verzinsung der Einlage sind bei diesen Modellen auch Einflussmöglichkeiten auf die Ausgestaltung und die operative Entwicklung des Investments zu betrachten. Entscheidend wird sein, dass beide Branchen ein Verständnis der jeweiligen Kultur, „Sprache“ und des Marktes aufbauen, um eine erfolgreiche Kooperation in Form von Projekten oder durch direkte Beteiligungen zu gewährleisten.

Entscheidend zur Sicherstellung der Finanzierung der Energiewende ist es, wie aufgezeigt, die richtigen Modelle und Wege zu finden. Dabei kann es von hoher Bedeutung sein, unterschiedliche Partner mit ihren individuellen Interessen mit geeigneten Konzepten in Projekten zusammenzuführen.

Literatur

- [1] Vgl. Klaus Novy Institut (Hrsg.): Marktakteure Erneuerbare-Energien-Anlagen in der Stromerzeugung, Köln 2011.
- [2] RWE: RWE Innogy und Bankhaus Lampe bündeln Venture Capital Aktivitäten im Bereich Erneuerbare Energien. Presseinformation; Hamburg/ Essen, November 2011.
- [3] Werner, K.: Finanzinvestoren retten Energiewende. In: Financial Times Deutschland, Ausgabe vom 29.12.2011.
- [4] Commerz Real AG: Commerz Real platziert temporär erworbene Amprion-Anteile vollständig an institutionelle Investoren aus. Pressemitteilung vom 11.1.2012.

Dr. K. Neuhäuser, Geschäftsbereichsleiter Managementberatung, R. Kremp, Teamleiter Unternehmenssteuerung, Dr. S. Rothe, Projekt Manager, Team Unternehmenssteuerung, BET – Büro für Energiewirtschaft und technische Planung GmbH, Aachen
klaus.neuhaeuser@bet-aachen.de
ralph.kremp@bet-aachen.de
sebastian.rothe@bet-aachen.de