

## Investments in erneuerbare Energien – positiver Effekt auf das Portfolio

Institutionelle Investoren zeigen zunehmend großes Interesse an Investitionsmöglichkeiten in erneuerbare Energien. Vor dem Hintergrund, dass Anleihen den weitestgehend größten Teil ihrer Portfolios ausmachen und angesichts der Nullzinspolitik der Zentralbanken und der damit einhergehenden niedrigen Verzinsungen sind viele institutionelle Investoren auf der Suche nach Alternativen. Andere Assetklassen, wie zum Beispiel Direktinvestitionen in Aktien, haben in der Vergangenheit häufig zu unbefriedigenden Ergebnissen geführt, da die Kursschwankungen für diese Investorengruppe inakzeptabel hoch sind.

### Attraktive Sachwert-Investments

In diesem Zusammenhang sind Sachwert-Investments interessant. In das Segment fallen Investitionen in Grund und Boden, sonstige Produktionsmittel und Infrastruktur. Zu Letzterer zählen unter anderem Immobilien, Häfen, Brücken, konventionelle Kraftwerke und erneuerbare Energien. Eine Reihe von Eigenschaften machen Sachwerte attraktiv: Sie werden von langfristigen, kapitalmarktunabhängigen Makrotrends getrieben. Dazu zählen das exponentielle Bevölkerungswachstum in der Welt, das damit einhergehende Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern und die Nachfrage nach Konsumgütern. Alle 2,6 Sekunden wird nach Angaben der Deutschen Stiftung Weltbevölkerung (DSW) irgendwo auf der Welt ein Baby geboren. Mehr als sieben Milliarden Menschen leben derzeit auf der Erde. Das Wachstum findet vor allem in Schwellen- und Entwicklungsländern wie China, Indien oder Nigeria statt. Dort soll nach DSW-Angaben allein in den nächsten 40 Jahren die Bevölkerung von 5,7 auf fast acht Milliarden Menschen wachsen. Das damit verbundene Wirtschaftswachstum führt sowohl zu einem steigenden Rohstoffbedarf (Energie- und Agrarrohstoffe)

als auch zu einer erhöhten Nachfrage nach Konsumgütern.

Derzeit haben institutionelle Investoren in Deutschland 0,5 Prozent ihrer Portfolios in Infrastruktur-Assets allokiert. Nach Angaben des Research Center for Financial Service der Steinbeis Universität Berlin ist es das Bestreben der Investoren, diesen Anteil auf zwei Prozent bis 2016 zu erhöhen. Erneuerbare Energien wie Photovoltaik, Wind- und Wasserkraft entwickeln sich als Sachwertanlage vergleichsweise stabil. Sie bieten Investoren ein attraktives Rendite-Risiko-Profil, das heißt relativ hohe Renditen bei vergleichsweise hoher Investitionssicherheit, überschaubarem Risiko und Inflationsschutz. Auch korreliert die Anlageklasse nur in geringem Maße mit den traditionellen Assetklassen Aktien und Anleihen. Dieser Diversifikationsaspekt sowie die Eigenschaft, dass Investitionen in erneuerbare Energien langfristig stabile Cash-Flows bieten, prädestinieren die An-

lageklasse für das Asset-Liability-Management von Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen.

Unterstützend wirkt insbesondere in Deutschland das klare politische Bekenntnis zum Atomausstieg. Bereits im Eckpunktetpapier der Bundesregierung vom 6. Juni 2011 wurde der schrittweise Ausstieg aus der Kernenergie bis 2022 gefordert. Als logische Konsequenz postuliert die Bundesregierung im „Deutschen Klimaziel“, bis 2020 den Anteil der erneuerbaren Energien am Energiemix in Deutschland auf 35 Prozent ansteigen zu lassen.

### Unabhängig von Rohstoffpreisen

Für weiteres Wachstum regenerativer Energiequellen spricht neben weltweiten Makrotrends wie Bevölkerungswachstum, Wirtschaftswachstum und steigendem Konsum sowie politischem Willen vor allem, dass der Einsatz fossiler Energieträger terminiert ist. Auch wenn die Expertenmeinungen hier uneinheitlich sind, muss davon ausgegangen werden, dass das Angebot an fossilen Brennstoffen in den nächsten Jahrzehnten seinen Zenit überschreiten und danach sinken wird. Es ist davon auszugehen, dass bis dahin der Energiebedarf doppelt so hoch ist wie das aus fossilen Quellen zu deckende Angebot. Auch unter Kostengesichtspunkten bieten Sonne, Wind und Wasser, die als Rohstoff weitgehend frei zur Verfügung stehen, deutliche Vorteile gegenüber fossilen Energieträgern, die dem Risiko von Preissteigerungen unterliegen. Im Vergleich zu konventionell energieerzeugenden Infrastrukturanlagen sind erneuerbare Energien unabhängig von sogenannten Fuelkosten, also Rohstoffpreisen. Die Betriebskosten sind somit relativ gering und die Unabhängigkeit von der Fuelkosten-Volatilität senkt das Risiko.

*Susanne Wermter, Senior Fund Manager Renewable Energies, Aquila Capital, Hamburg*

*Es ist mit Blick auf Deutschland nicht zuletzt die politische Beschlusslage zum Atomausstieg, die die Autorin hinsichtlich einer Investition in erneuerbare Energien auch auf mittlere Sicht zuversichtlich stimmt. Und global betrachtet baut sie auf den weiter wachsenden Energiebedarf, der durch das Bevölkerungswachstum getrieben und weltweit sehr durch eine zunehmende Sympathie für Nachhaltigkeit gestärkt wird. Bei allen Bekundungen hinsichtlich einer Eignung der Assetklasse erneuerbare Energien zur Beimischung in das Portfolio institutioneller Investoren räumt sie allerdings eine deutliche Abhängigkeit von den regulierenden Behörden und damit von politischen Strömungen ein. (Red.)*

Abbildung 1: Merkmale verschiedener erneuerbarer Energien im Vergleich

	Solar	Wind (Onshore)	Hydro
<b>Jahreszeiten-Abhängigkeit</b>	höchste Erträge im Sommer	grundsätzlich höhere Erträge im Frühjahr, Herbst und Winter	durchgängig hohe Erträge zu allen Jahreszeiten
<b>Tageszeiten-Abhängigkeit</b>	Erträge nur tagsüber	weitgehend unabhängig von Tageszeiten	vollkommen unabhängig von Tageszeiten; Speichermöglichkeit
<b>Leistungsaufnahme</b>	bis zu 2000 h pro Jahr unter Volllast	bis zu 2000 h (Onshore) p.a. unter Volllast	bis zu 5000 h pro Jahr unter Volllast
<b>Volatilität der Erträge</b>	weitgehend stabil	teilweise volatil	teilweise volatil

Zusätzlich zum finanzwirtschaftlichen Aspekt gewinnt bei Investitionen in erneuerbare Energien der sogenannte ESG (Environmental, Social, Governmental)-Faktor vor allem seitens internationaler institutioneller Investoren bei Anlageentscheidungen in Infrastruktur an Bedeutung. Nachhaltigkeit ist charakteristisch für erneuerbare Energien, somit weisen sie bezüglich der ESG-Anforderungen eine hohe Attraktivität auf.

**Spezifische Eigenschaften und Risiken**

Investitionen in erneuerbare Energien sind im Vergleich zu traditionellen kapitalmarktorientierten Anlagen durch einige besondere Eigenschaften und Risiken gekennzeichnet. Treiber der Investitionsmöglichkeiten sind Makrotrends, das heißt, es existieren volkswirtschaftliche Notwendigkeiten. Anlagen in erneuerbare Energien beinhalten einen gewissen Inflationsschutz, da der Preis des Produktes Strom – sofern er über den Markt verkauft wird – die Inflation berücksichtigt. Von Vorteil für institutionelle Investoren ist, dass langfristige Laufzeiten charakteristisch sind für Anlagen in erneuerbare Energien – ebenso wie die Verbindlichkeiten, die damit bedient werden. Investitionen in erneuerbare Energien unterliegen regulatorischen Rahmenbedingungen. Dies erleichtert die Renditeprognosen, da die Einnahmenseite verlässlich kalkuliert werden kann. Allerdings ist in diesem Zusammenhang eine deutliche Abhängigkeit von den regulierenden Behörden und damit von politischen Strömungen zu berücksichtigen.

Das regulatorische Risiko bezieht sich auf mögliche Veränderungen in den staatlich vorgegebenen Rahmenbedingungen in Län-

dern mit hohen Subventionen. Um potenzielle regulatorische und politische Risiken abzumildern, empfiehlt sich die regionale Diversifikation eines Portfolios. Investoren sollten generelle Marktentwicklungsrisiken im Blick haben, vor allem in Bezug auf die zugrunde liegenden Prognosen zur Strompreisentwicklung.

Da es sich bei Investments in erneuerbare Energien um eine vergleichsweise „junge“ Assetklasse handelt, kann sich die Due Dilligence komplex gestalten. Die Anlageklasse bietet ein Spektrum an verschiedenen Assets mit unterschiedlichen Chancen-/Risikoprofilen und somit einen komplexen Bewertungsprozess für Investoren. Das Investitionsrisiko in erneuerbare Energien hängt entscheidend von der verwendeten

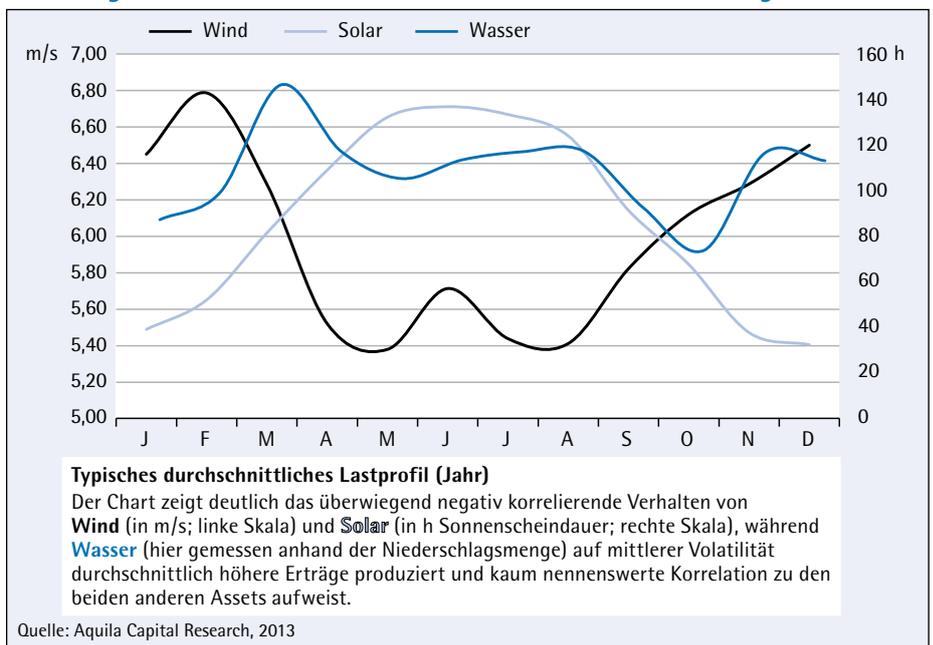
Technologie, dem Vergütungssystem, der Projektphase und dem Preis ab. Eine Reduzierung des Risikos kann durch Diversifikation über verschiedene Technologien, verschiedene Projekte und unterschiedliche Länder mit ihren jeweiligen Vergütungssystemen erreicht werden.

Investoren sollten bei der Bewertung von Projekten mit erfahrenen Partnern kooperieren, die sowohl die Einnahmenseite in Bezug auf die Stromproduktion evaluieren können als auch ihre Erfahrung hinsichtlich der Qualität der Technologie sowie des Standortes einbringen. Eine Investition in Erneuerbare-Energien-Projekte ist von einer relativ aufwendigen Prüfungsphase zu Beginn des Engagements gekennzeichnet. Über die Laufzeit ist der Aufwand vergleichsweise gering, sodass die Assetklasse die Möglichkeit bietet, langfristig investiert zu sein ohne täglich neue Anlageentscheidungen treffen zu müssen. Da es jedoch auch beim Betrieb von Erneuerbare-Energien-Kraftwerken einer Management- und Kontrollfunktion sowie Expertenwissens bedarf, sollten Investoren mit Partnern zusammenarbeiten, die wie sie gleichgerichtete langfristige Interessen verfolgen.

**Diversifikation über verschiedene erneuerbare Energien**

Eine Investition in jede Technologie für sich betrachtet – Photovoltaik, Wind oder

Abbildung 2: Diversifikationseffekt verschiedener erneuerbarer Energien



Wasser – hat bereits einen diversifizierenden Effekt auf das Gesamtportfolio, da die Ertragsflüsse von Marktbewegungen, denen Assetklassen wie Anleihen und insbesondere Aktien unterliegen, losgelöst sind. Analysiert man die Portfolioeigenschaften eines Depots aus erneuerbaren Energien, ist festzustellen, dass jede einzelne Assetklasse ein spezifisches Profil aufweist (Abbildung 1):

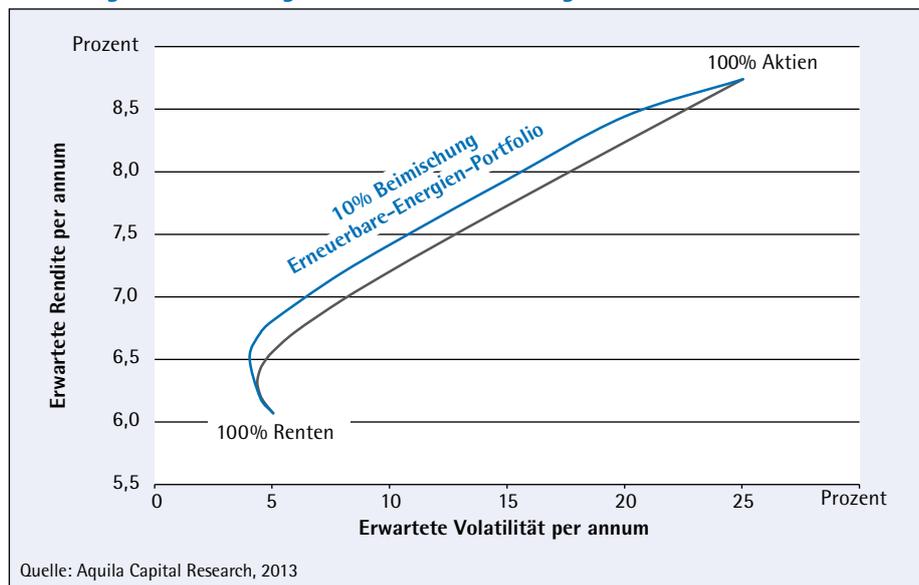
Sonne und Wind korrelieren in ihrem Ertragsprofil negativ miteinander, während Wasser kaum nennenswerte Korrelation zu den beiden anderen Segmenten aufweist. Kombiniert man also die drei dargestellten Segmente, ergeben sich deutliche Diversifikationsvorteile in Form deutlich verringerter Volatilität bei insgesamt hohen Erträgen über das gesamte Jahr (Abbildung 2).

Aquila Capital hat speziell für institutionelle Investoren ein Erneuerbare-Energien-Portfolio in Form einer regulierten luxemburgischen SICAV-SIF Struktur umgesetzt. Der Investitionsansatz sieht langfristige Investitionen in Projekte aus den Segmenten Photovoltaik, Wind- und Wasserkraft vor. Neben der angestrebten Diversifikation über Energieerzeugungstechnologien wird die Strategie einer Allokation über verschiedene Länder und damit unterschiedliche Vergütungssysteme verfolgt. Anlagepolitik des Fonds ist es, in politisch stabile Länder vorwiegend im Euro-Raum zu investieren. Dabei handelt es sich nicht um einen Blindpool, erste Projekte sind bereits angebunden. Je nach erzielbarem Investitionsvolumen können weitere Anlagen aus einer größeren Pipeline an das Portfolio angebunden werden. Die Kapitalabrufe sind für Investoren somit unmittelbar planbar. Die Anlagen sind alle ans Netz angeschlossen, haben die Einschwingphase erfolgreich absolviert und produzieren zuverlässige Erträge.

### Als Beimischung

Die Struktur des Fonds ist maßgeschneidert auf Anforderungen von institutionellen Investoren in Deutschland, die ausschüttungsfähige Erträge suchen. Hinzu kommen steueroptimierende Überlegungen. Die Investition erfolgt überwiegend direkt oder indirekt in verschiedene Inhaberschuldverschreibungen (IHS) von Projektgesellschaften. Diese sind jeweils mit festen und/oder variablen Coupons ausge-

**Abbildung 3: Beimischung eines Erneuerbare-Energien-Portfolios**



stattet. Der Cash-Flow aus den Zinszahlungen der Inhaberschuldverschreibungen teilt sich über die Gesamtlauzeit des Engagements von 20 Jahren in zwei Tranchen auf. Vom ersten Jahr an gibt es konstante Zinszahlungen aus dem Fixcoupon bis zum Laufzeitende. Von Jahr zwei an bis zum Laufzeitende kommen noch Zinszahlungen aus den variablen Coupons hinzu. Bis zum Jahr 15 fließen dem Anlagevehikel nur Zinszahlungen aus den Inhaberschuldverschreibungen zu. Diese beinhalten die ordentlichen und außerordentlichen Erträge der Projektgesellschaften. Ab dem Jahr 16 erfolgen nach Rückführung der Fremdfinanzierungen auch Kapitalrückzahlungen der Inhaberschuldverschreibungen in das Anlagevehikel. Und dies weitestgehend unkorreliert zu anderen Anlageklassen.

Für einen Investor kann die Beimischung eines Erneuerbare-Energien-Portfolios zu einer Verschiebung seiner Effizienzkurve führen. Laut Markowitz-Analyse eines klassischen Portfolios aus 50 Prozent Anleihen und 50 Prozent Aktien wird eine Beimischung von zehn Prozent eines solchen Erneuerbare-Energien-Portfolios zu positiven Portfolioeffekten führen (Abbildung 3).

Eine Investition in erneuerbare Energien kann sich positiv auf das Gesamtportfolio auswirken. Die Makrotrends, die Investitionen in Photovoltaik, Wind- und Wasserkraft für Jahrzehnte treiben werden,

sorgen gemeinsam mit politisch gesetzten Rahmenbedingungen für valide Cash-Flow-Prognosen. Die Beschäftigung mit dem Thema und die Konstruktion von entsprechenden Erneuerbare-Energien-Portfolios erfordern spezifisches Expertenwissen und einen guten Marktzugang. Ein Portfolio aus Investments in den Segmenten Photovoltaik, Wind- und Wasserkraft ist in sich diversifiziert und weist ein optimiertes Risiko-Ertrags-Verhältnis aus. Die Integration einer Beimischung solch eines Erneuerbare-Energien-Portfolios in ein bestehendes klassisches Portfolio diversifiziert dieses, glättet und verstetigt die Erträge und verringert somit das Risiko des Gesamtportfolios.

**Beilagenhinweis**

Dieser Ausgabe liegen  
Prospekte bei  
von  
**Absolut Research GmbH,**  
Hamburg,  
und  
**Verlag C.H.Beck,**  
München.