

# M&A REVIEW

**MERGERS & ACQUISITIONS** • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

www.ma-review.de

Publikationsorgan **BUNDESVERBAND  
MERGERS &  
ACQUISITIONS E.V.**

**26. Jahrgang**

**4/2015**

Standpunkt

**M&A-Projektmanagement:  
ein Plädoyer für die Prozess-Sicht**

Industry Special

**Das neue EEG – Marktentwicklung  
und Erfolgsfaktoren von Transak-  
tionen im Sektor der erneuerbaren  
Energien**

Industry Special

**Steigende ITK-Unternehmenswerte  
verstärken M&A-Aktivitäten**

International Column

**M&A-Markt Q4 2014: Abschluss  
eines erfolgreichen Jahres**

Deal des Monats

**Schweizer Tamedia AG übernimmt  
die Ricardo-Gruppe vollständig**



Recht und Steuern

**Gesetzliche Aufklärungs-  
pflichten bei  
M&A-Transaktionen**

**GoingPublicMedia**

AKTIENGESELLSCHAFT

# Das neue EEG – Marktentwicklung und Erfolgsfaktoren von Transaktionen im Sektor der erneuerbaren Energien

Dr. Sebastian Rothe & Tim Ronkartz, BET Büro für Energiewirtschaft und technische Planung GmbH, Aachen

## 1. Einleitung

► Der Markt für erneuerbare Energien zählt zu den wichtigsten Wachstumsmärkten in Deutschland. Viele Akteure wollen an diesem Markt teilhaben. Erfahrene Akteure setzen dabei auf die Entwicklung eigener Projekte, von der Planung über den Bau bis hin zum Betrieb. Darüber hinaus hat sich aber auch ein M&A-Markt etabliert, auf dem bestehende Projektgesellschaften bzw. die darin vorhandenen Assets gehandelt werden. Unabhängig von der Entscheidung über die Entwicklung eigener Projekte oder den Kauf von Bestandsanlagen in Form eines Asset oder Share Deals nimmt die jüngste EEG-Novelle wesentlichen Einfluss auf den Erfolg eines Projekts.

## 2. Hohe Transaktionsaktivität im Sektor der erneuerbaren Energien

### 2.1 Entwicklung im Transaktionsmarkt

Entgegen dem allgemein rückläufigen Trend von Transaktionen in der Energiewirtschaft haben die Deals im Bereich der erneuerbaren Energien (EE) global deutlich zugenommen. Insgesamt wurde im Jahr 2013 ein Transaktionsvolumen in Höhe von über 17 Mrd. EUR erfasst.<sup>1</sup> Dies entspricht einem Anstieg von rund 25% gegenüber 2012. Gleichzeitig konnte auch eine höhere Anzahl an Deals beobachtet werden.

Auch in Deutschland ist langfristig gesehen ein deutlich positiver Trend wahrnehmbar. Während vor dem Jahr 2009 nie mehr als 25 Deals erfasst wurden, tauchten ab 2009 stets mehr als 30 Transaktionen in der Statistik auf (s. Abb. 1). Höhepunkte waren bisher die Jahre 2010, 2012 und 2013. Auch für das Jahr 2015 deutet sich bereits eine hohe Aktivität an. So beteiligte sich jüngst Macquarie Capital mit 720 Mio. EUR an einem Offshore-Windpark der EnBW.<sup>2</sup>

### 2.2 Investitionen in Deutschland

Deutschland hat bei den erneuerbaren Energien eine beachtliche Entwicklung hinter sich. Dies zeigt sich besonders an den Investitionen in den Neubau von EE-Anlagen, welche sich zwischen 2000 und 2010 von 4,5 Mrd. EUR auf über 26 Mrd. EUR pro Jahr steigerten (s. Abb. 2). Hauptursache war die verzögerte und unterproportionale Anpassung der Förderhöhe im Verhältnis zu den sinkenden Preisen für Photovoltaik-Module. Dies führte zu einem Ausbau der erneuerbaren Energien, der selbst die ambitionierten Ziele der Bundesregierung deutlich übertraf. In den Folgejahren bis 2013 gab es – insbesondere bei der Solarenergie – einen Trend zur Normalisierung mit rückläufigen Investitionen. Der Rückgang der Investitionen in Solarenergie (-75% gegenüber 2010) konnte jedoch durch einen deutlichen Anstieg bei der Windenergie (+184% gegenüber 2010), die für die M&A-Transaktionen in Deutschland eine wesentlich größere Bedeutung hat, teilweise kompensiert werden (s. Abb. 3). Für die zukünftige Entwicklung des M&A-Marktes wird sich auch positiv auswirken, dass mit der Offshore-Windenergie eine Technologie zunehmend an Fahrt gewinnt, die bereits in der Vergangenheit – auch im Ausland – Gegenstand zahlreicher großer Deals war.

### 2.3 Akteure in Deutschland

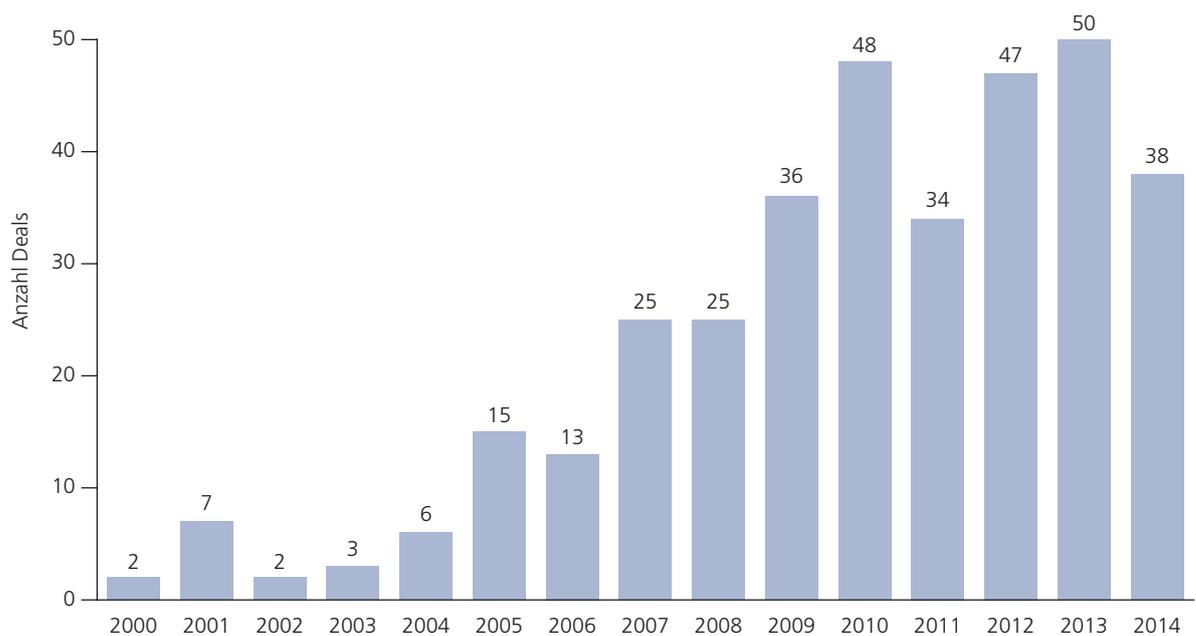
Anlagen zur Produktion erneuerbarer Energie werden häufig aus Haftungsgründen in separate Gesellschaften eingebracht. Deren Eigentümerstruktur unterscheidet sich deutlich von der Struktur in anderen Sektoren, da neben den strategischen Investoren und den Finanzinvestoren weitere Akteure eine tragende Rolle spielen. 60% der installierten Leistung befinden sich derzeit im Eigentum von Privatpersonen, Landwirten oder Unternehmen des Gewerbe- beziehungsweise Industriesektors. Diese Eigentümergruppen haben in den letzten Jahren primär in kleinere Anlagen investiert und dabei besonders vom Solarboom profitiert. Aus Sicht der M&A-Szene sind jedoch eher die größeren Projekte,

<sup>1</sup> PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Hrsg.): Power & Renewables Deals – 2014 Outlook and 2013 Review, Januar 2014.

<sup>2</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung online, Finanzinvestor beteiligt sich mit 720 Millionen Euro an EnBW-Windpark „Baltic 2“. 07. Januar 2014.

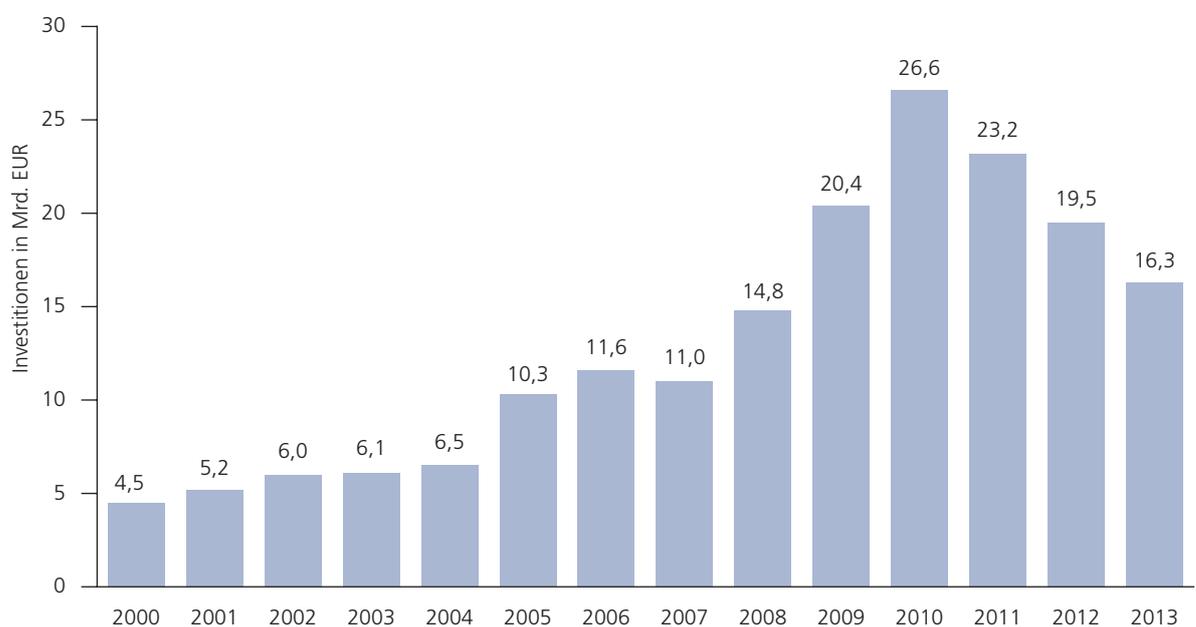
### Abb. 1 • Anzahl Deals mit deutschem Target im Sektor Erneuerbare Energien

Quelle: Bureau van Dijk, zephyr – weltweite M&A-Datenbank



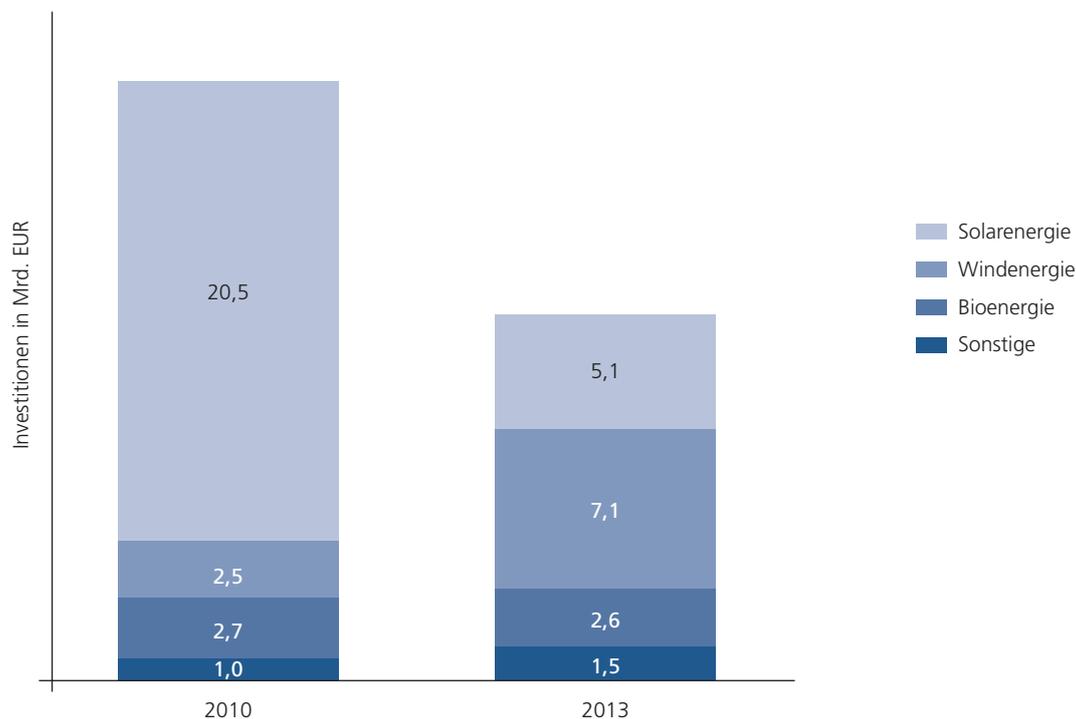
### Abb. 2 • Investitionen in Erneuerbare-Energie-Anlagen in Deutschland

Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Arbeitsgruppe Erneuerbare-Energien-Statistik



**Abb. 3 • Entwicklung der Investitionen nach Technologien (in Mrd. EUR)**

Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Arbeitsgruppe Erneuerbare-Energien-Statistik



zum Beispiel Windkraft, Bioenergie oder größere Solarparks, interessant. Das Engagement von Privatpersonen im Bereich größerer Projekte beschränkt sich dabei im Wesentlichen auf Bürgerbeteiligungsprojekte, die beispielsweise von Energieversorgern initiiert werden.

Relevant für den M&A-Markt sind eher die 40% der Anlagen, die sich im Eigentum von Fonds und Banken, Projektierern oder Energieversorgern befinden. Diese Akteure treten nämlich mit ihren Beteiligungen auch in signifikanter Weise im M&A-Markt auf.

Kerngeschäft der Projektierer ist es, die Projekte zu entwickeln und entweder im Entwicklungsstadium oder nach deren Fertigstellung weiter zu verkaufen. Mitunter veräußern sie nicht sämtliche Anteile, so dass sie weiterhin am Projekt beteiligt bleiben.

Auch Fonds streuen in ihr Portfolio zunehmend Beteiligungen an EE-Anlagen ein, da durch die staatlich garantierte Vergütung die Risiken begrenzt sind und grüne Investments auch bei den Anlegern gut ankommen. Durch das aktuell niedrige Zinsniveau am Kapitalmarkt werden regenerative Erzeugungsanlagen von der Finanzindustrie als alternative, langfristige Anlagemöglichkeiten mit relativ stabilen Cashflows geschätzt. So plant die Allianz, bis 2020 ca. 1 Mrd. EUR zusätzlich in Onshore-Windkraft in Deutschland und Frankreich zu investieren.<sup>3</sup>

Sowohl die großen vier Energieversorger in Deutschland (E.ON, RWE, EnBW und Vattenfall) als auch die zahlreichen kleineren Energieunternehmen und Stadtwerke sind bisher vergleichsweise unterrepräsentiert. Sie besitzen in Summe nur etwa 12% aller Anlagen zur Erzeugung regenerativer Energie, während sie fast alle konventionellen Energieerzeugungsanlagen in Deutschland auf sich vereinen.

**3. Neues EEG wirkt auf Transaktionsaktivität**

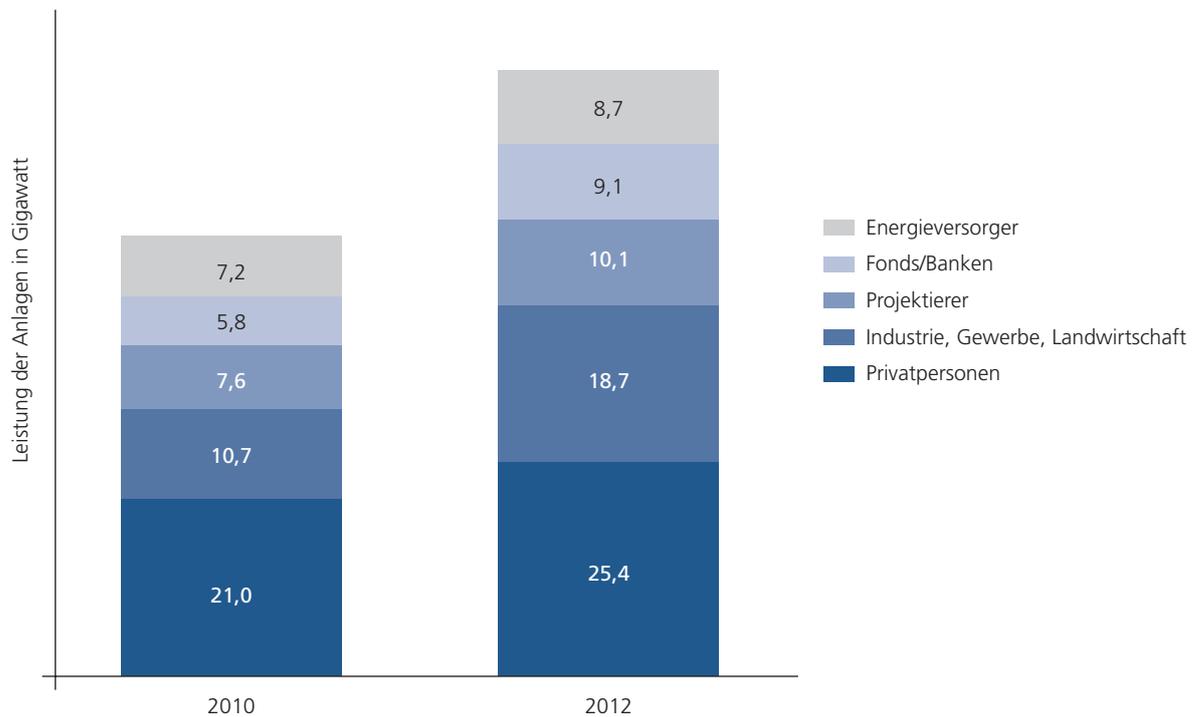
Die Branche der erneuerbaren Energien ist weniger durch eine marktgetriebene Nachfrage geprägt als vielmehr durch die politischen und gesetzlichen Rahmenbedingungen. Dabei steht das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) im Vordergrund, das im Jahr 2000 in Kraft getreten ist. Es hatte zu Beginn den primären Zweck, den jungen Technologien durch feste Vergütungen sowie durch die garantierte Abnahme des Stroms den Markteintritt zu ermöglichen.

Dieses ursprüngliche Ziel wurde inzwischen realisiert. Aus Sicht der Politik soll sich die erneuerbare Erzeugung daher in Zukunft mehr an Preissignalen orientieren, so dass die erneuerbaren Energien stärker in den Markt integriert werden. Daher ist im August des vergangenen Jahres erneut eine Novelle des EEG in Kraft getreten. Diese sieht im Vergleich zu früheren Gesetzesanpassungen neben einer Absenkung der Vergütungen noch weitere reichende Veränderungen der Förderung der regenerativen Energien in Deutschland vor.

<sup>3</sup> Weishaupt: Allianz wird grün. In: Handelsblatt, 25. November 2014.

**Abb. 4 • Eigentümerstruktur der Erneuerbare-Energie-Anlagen (in Gigawatt)**

Quelle: trend:research



Positiv für den Markt der erneuerbaren Energien ist, dass der deutsche Staat im novellierten Gesetz verbindlich festgelegt hat, dass sich der Anteil der erneuerbaren Energien am Stromverbrauch von derzeit etwa 27% auf über 40% bis zum Jahr 2025 erhöhen soll. Das entspricht einem Wachstum von über 4% pro Jahr. Parallel zu dieser Entwicklung kann mit einem Wachstum des M&A-Marktes im Sektor der erneuerbaren Energien gerechnet werden, da mit steigender Anzahl von bestehenden Anlagen auch die Menge potenzieller Targets wächst.

Ein zentraler Punkt des sogenannten EEG 2.0 ist die Verpflichtung von Betreibern größerer Anlagen, den produzierten Strom direkt zu vermarkten. Das bedeutet, dass es in Zukunft nicht mehr möglich ist, den Strom in das Netz einzuspeisen und dafür die gesetzlich garantierte Einspeisevergütung zu beanspruchen. Stattdessen muss die Energie – zum Beispiel über die Strombörse – an Dritte veräußert werden. Zusätzlich zu dem Verkaufserlös erhält der Betreiber eine gleitende Marktprämie, die das Marktpreisrisiko reduziert. Da viele Akteure nicht über das Know-how zur selbstständigen Durchführung der Direktvermarktung verfügen, können sich die Investoren alternativ eines Dienstleisters bedienen oder auf Kooperation setzen.<sup>4</sup>

Als weitere Maßnahme ist im Gesetz vorgesehen, bis spätestens 2017 die Höhe der Förderung aller Anlagen über wettbewerbliche Ausschreibungen zu bestimmen

und das Gesetz damit zum EEG 3.0 weiterzuentwickeln. Der Einführung von Ausschreibungen liegt die Idee zugrunde, dass jeder Investor am besten selbst bestimmen kann, wie hoch seine Förderung sein muss, damit das Investment wirtschaftlich ist. Diejenigen, die die geringste Förderung benötigen, erhalten dann den Zuschlag und eine entsprechende Förderung. Dies hat zur Folge, dass nur noch diejenigen zum Zuge kommen, deren Kostenstrukturen angemessen sind und die ihr Vorhaben hinsichtlich Standort, Finanzierung, Vermarktung und Betriebsführung erfolgreich strukturieren können.

#### 4. Energieversorgungsunternehmen unter Zugzwang

In der Vergangenheit wurden die Energieversorgungsunternehmen vielfach dafür kritisiert, beim Ausbau der erneuerbaren Energien zu passiv zu agieren. Vor diesem Hintergrund haben fast alle Energieversorgungsunternehmen reagiert und eigene Ziele formuliert. Viele strategische Investoren streben an, bis 2020 eine bestimmte Menge regenerativer Erzeugungskapazität in das eigene Portfolio zu integrieren. Um diese konkreten Ziele vor dem Hintergrund verschärfter gesetzlicher Rahmenbedingungen zu erreichen und sich darüber hinaus als innovatives und nachhaltiges Unternehmen zu positionieren, sind einige Energieversorgungsunternehmen mittlerweile sogar bereit, auf Rendite zu verzichten oder zusätzliches Risiko hinzunehmen. Im Rahmen von Transaktionen wird daher immer häufiger über strategische Prämien diskutiert.

<sup>4</sup> Schemm/Brühl: Make or Buy. In: Erneuerbare Energien, 25. Jg., Nr. 10, 2014, S. 40-43.

Andererseits kann die Situation im deutschen Energiemarkt zurzeit durchaus als angespannt bezeichnet werden, was den Handlungsspielraum der Akteure auch in Bezug auf erneuerbare Energien reduziert. Nicht nur E.ON und RWE leiden unter den aktuellen Marktbedingungen. Auch viele Stadtwerke spüren die höhere Wettbewerbsintensität und den Preisverfall an der Strombörse. Das rückläufige Kerngeschäft schränkt dabei die Handlungsfähigkeit zur Umsetzung kapitalintensiver Investitionen ein.

Ein Blick zu den Schweizer Nachbarn zeigt eine etwas komfortablere Situation der Energieunternehmen. Die Liberalisierung des Marktes ist noch nicht so weit fortgeschritten. Dadurch sind die Einkünfte weiterhin auskömmlich, so dass derzeit noch Spielraum für Investitionen besteht. Das führt dazu, dass immer mehr Schweizer Unternehmen auch in deutsche Energieproduktion investieren. So setzte zum Beispiel die Swissspower Renewables AG zu Beginn des Jahres 2014 über 150 Mio. EUR ein, um ein deutsches Windparkportfolio zu übernehmen, das etwa 80.000 Haushalte mit Strom versorgen kann.<sup>5</sup>

## 5. Große Verhandlungsmacht der Sell-Side

Die besten Standorte für Windenergieanlagen und Solarparks wurden bereits in der frühen Ausbauphase der erneuerbaren Energien besetzt. Daher steigt nun der Wettbewerb um die verbliebenen guten Standorte, die für den Bau neuer Anlagen geeignet sind.<sup>6</sup> Im Ergebnis steigen die Kosten für den Flächenerwerb beziehungsweise für die Pachtzahlung.

Um diese Problematik zu umgehen und Projektentwicklung und Bau anderen zu überlassen, bietet sich für Investoren der Kauf von Bestandsanlagen an. Diese verfügen häufig über wind- bzw. solarstrahlungsreiche Standorte mit guter Zuwegung und vorhandener Netzanbindung. Bestandsanlagen haben darüber hinaus den Vorteil, dass sie oft aufgrund des Bestandschutzes noch der Förderung nach der alten Gesetzgebung unterliegen und damit eine sichere Vergütung über einen gesetzlich festgelegten Zeitraum von bis zu 20 Jahren garantiert ist. Diese Vergütung ist in der Regel höher als die durch Neuanlagen erzielbaren Einkünfte. Ein höherer Energieertrag und planbare, stabile Cashflows machen Bestandsanlagen im Vergleich zu Neuanlagen attraktiver, was auch das Interesse von Finanzinvestoren weckt und den M&A-Markt zusätzlich belebt.

Der hohen Nachfrage durch die verschiedenen Investorentypen steht jedoch ein beschränktes Angebot gegenüber, so dass die Verkäufer von Bestandsanlagen über große Verhandlungsmacht verfügen und so hohe

Kaufpreise am Markt zu beobachten sind. So haben sich angesichts der lukrativen Förderung die spezifischen Preise für Windparks in der letzten Dekade nahezu verdoppelt.<sup>7</sup> Allerdings unterscheiden sich die Market Multiples beziehungsweise die spezifischen Preise für Windparks teilweise erheblich in Abhängigkeit des Jahres der Inbetriebnahme sowie des Standorts der Anlagen. Das Jahr der Inbetriebnahme hat einen besonders hohen Einfluss, weil es nicht nur Aussagen über den Zustand der Anlage und damit die zu erwartende Restlaufzeit erlaubt, sondern auch die Höhe und den Zahlungszeitraum der Vergütung bestimmt. So sind im M&A-Markt für Onshore-Windparks sowohl Preise von unter 900 EUR pro Kilowatt zu beobachten als auch Preise, die jenseits von 2.000 EUR pro Kilowatt liegen.

In Verkäufermärkten kommt es darüber hinaus häufiger zu Share Deals, da der Veräußerungsgewinn steuerlich begünstigt ist. Kommt es dagegen zum Asset Deal, muss der Käufer gegebenenfalls einen Teil seines steuerlichen Vorteils aus der Aufstockung der Buchwerte in Form eines höheren Kaufpreises an den Veräußerer abtreten.

## 6. Kooperationen als ein Lösungsansatz

Energieversorgungsunternehmen schichten derzeit ihr Erzeugungsportfolio von konventionellen auf regenerative Energieträger um. Im Vergleich zu anderen Marktteilnehmern im Bereich erneuerbare Energien punkten Stadtwerke mit Regionalität und Bürgernähe und verfügen somit über günstige Voraussetzungen, die Energiewende glaubwürdig umzusetzen. Dieser systematische Vorteil gegenüber anderen Investorengruppen kann für den Erfolg eines EE-Projektes ausschlaggebend sein.

Für Stadtwerke, die nicht über eigenes Know-how in der Entwicklung von Greenfield-Projekten verfügen, bieten sich Kooperationsmöglichkeiten mit Projektentwicklungsunternehmen an. Letztere sind im Planungs-, Entwicklungs- und Genehmigungsprozess versiert, so dass ein Stadtwerk in Zusammenarbeit mit einem Projektentwickler unter Umständen den Entwicklungsprozess gegenüber einem Stand-alone-Ansatz deutlich verkürzen kann und sich die Erfolgchancen verbessern. Bei einem Kauf von schlüsselfertigen Anlagen spiegeln sich die Entwicklungskosten im Kaufpreis wider. Im Falle einer Kooperation lässt sich durch die Verteilung der Risiken auch die Marge aus der Entwicklung teilen.

Das geplante Ausschreibungsmodell im EEG 3.0 wird den Kooperationsdruck zwischen den Marktteilnehmern noch verstärken, da durch die Kooperation Wettbewerbsvorteile aufgebaut werden können, die die

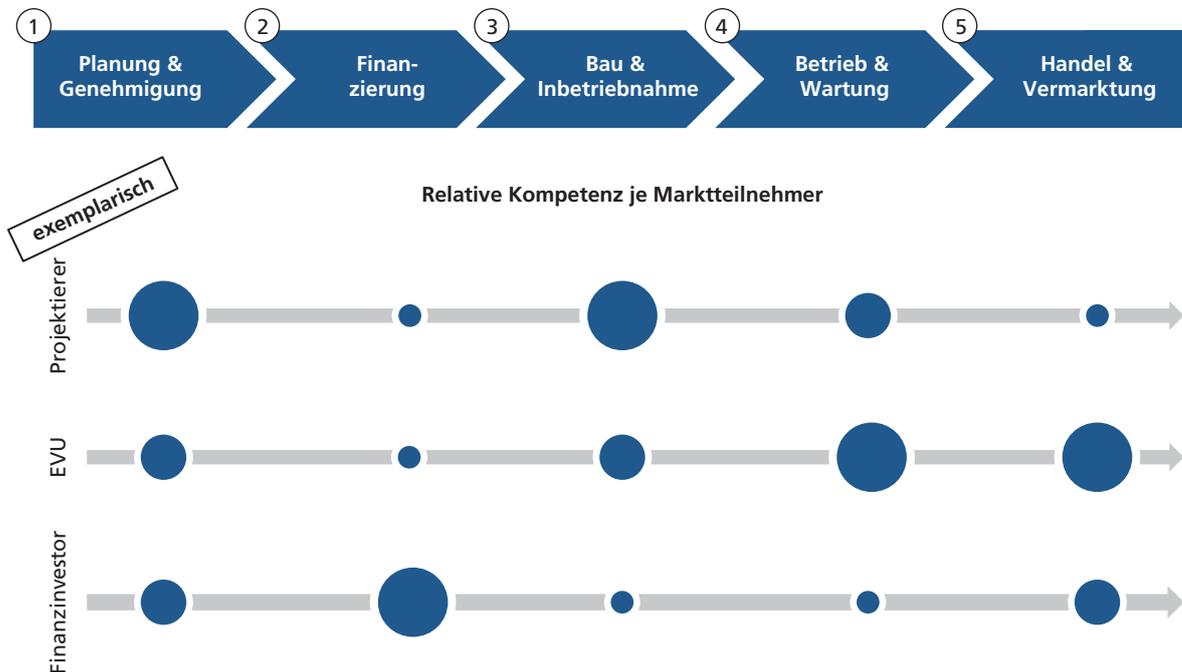
5 Bureau van Dijk, zephyr – weltweite M&A-Datenbank.

6 Bosch/Peyke: Raum und Erneuerbare Energien. In: Standort, 34. Jg., 2010, S. 11-19.

7 Romberg/Holik: Projektentwicklung bei der deutschen Windkraft. In: Bulletin, 102. Jg., Nr. 11, 2011, S. 8-11.

**Abb. 5 • Kooperationspotenziale entlang der typischen Phasen eines EE-Projekts**

Quelle: Eigene Darstellung



Zuschlagswahrscheinlichkeit für EE-Projekte erhöhen. Dies gilt auch für die Projektentwickler, da die Vorlaufzeiten aus dem Genehmigungsprozess eine Vorfinanzierung bedingen, die Kapital bindet, bevor Cashflows aus dem Verkauf von Projekten generiert werden können. Mit der Einführung von Ausschreibungsmodellen müssen auch Projektentwickler ihr Geschäftsmodell überprüfen. Die Beteiligungsstrategie der MVV Energie AG, die im Oktober vergangenen Jahres einen Anteil von 51% an dem Wind- und Solarparkentwickler juwi für circa 100 Mio. EUR erworben hat, ist ein Beispiel für diesen Trend. MVV wird Kapital zur Verfügung stellen – juwi bringt dagegen das Projektentwicklungs-Know-how sowie eine Projektpipeline mit. Zuvor erwarb MVV bereits das Projektentwicklungsunternehmen Windwärts.<sup>8</sup> Mit dem Übergang von der EEG-Novelle vom Sommer des letzten Jahres (EEG 2.0) zu dem auf Ausschreibungsmodellen basierenden EEG 3.0 im Jahr 2017 wird sich diese Tendenz im M&A-Markt weiter fortführen.

Insbesondere vor dem Hintergrund der kommenden Ausschreibungen empfiehlt sich ausdrücklich die Kooperation zwischen Finanzinvestoren und Energieversorgern. Schließlich wird derjenige in einer Ausschreibung zum Zug kommen, der eine kosteneffiziente Projektentwicklung anbieten kann und dabei eine angemessene Verzinsung auf das eingesetzte Kapital erwirtschaftet. Einerseits würde sich dadurch der Anla-

gedruck der Finanzindustrie entschärfen und andererseits würden Energieversorgungsunternehmen Investitionsbudgets zur Verfügung stehen, die die Finanzierungsmöglichkeiten der ambitionierten Ausbauziele erhöht.

Ausschreibungsverfahren erfordern Partnerschaften, in denen sich die spezifischen Stärken ergänzen. So können zum Beispiel Energieversorgungsunternehmen, die über eine eigene Handelsabteilung verfügen, ihr Know-how in der Vermarktung in die Kooperation einbringen. Insgesamt wird das Verständnis der Wirkungszusammenhänge im Energiesystem künftig immer wichtiger, um die Chancen aus dem langfristigen Stromvermarktungserlös zu erhöhen. Hier verfügen Energieversorgungsunternehmen über komparative Vorteile, die Finanzinvestoren über Kooperationen nutzen können. Insgesamt führen Kooperationen dazu, dass die Risiken zwischen den Partnern geteilt und die Chancen auf die Realisierung eines Investitionsprojektes erhöht werden.

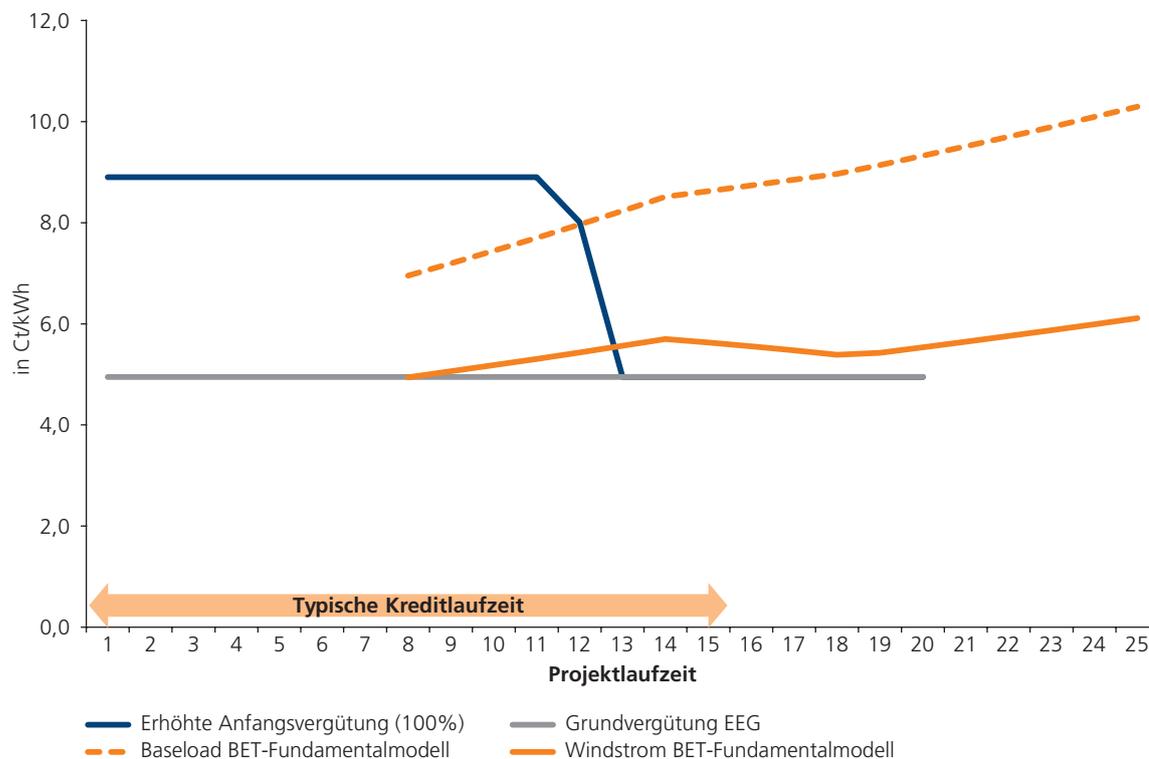
## 7. Finanzierungsform determiniert den Transaktionserfolg

Aufgrund der ambitionierten Investitionsziele der Marktteilnehmer werden in den nächsten Jahren weiterhin hohe Kaufpreise für erneuerbare Energien zu beobachten sein, die eine optimale Finanzierungsform voraussetzen. Letztendlich ist die Finanzierung ein Werttreiber und bestimmt maßgeblich die Wirtschaftlichkeit eines Projektes.

<sup>8</sup> MVV Energie AG, Investor Relations.

**Abb. 6 • Beispiel zu Vermarktungserlösen gemäß EEG 2.0 für Onshore-Windenergie und Kreditlaufzeiten**

Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage des EEG 2014



### 7.1 Eigenkapital

Die Risiken aus Erneuerbare-Energie-Investments spiegeln sich in der Höhe der Risikoprämien sowohl im Eigen- als auch im Fremdkapital wider. Sofern Finanzinvestoren, wie beispielsweise Versicherungsunternehmen, mit anderen Investoren gemeinsam entweder regenerative Erzeugungsprojekte selbst entwickeln oder sich an solchen beteiligen, kann die im Vergleich zu anderen Investorentypen moderate Renditeerwartung von Versicherern und Pensionskassen zum Projekterfolg beitragen. Auch sind Kapitalbeteiligungen von Bürgern denkbar. Im Rahmen von Ausschreibungen sind Vorleistungen erforderlich, die erbracht werden müssen, bevor über den Zuschlag für die Förderung entschieden wird. Folglich bietet es sich an, die Vorleistungsrisiken zu teilen, indem Kapital unterschiedlicher Eigenkapitalgeber gebündelt wird.

### 7.2 Mezzanine-Kapital

Zur Finanzierung von regenerativen Investitionsprojekten bietet sich auch Mezzanine-Kapital an. So stellt die Gothaer Versicherung neben einem Engagement bei juwi renewable IPP GmbH & Co. KG zusätzlich circa 150 Mio. EUR als Genussrechtskapital dem nach eigenen Angaben größten unabhängigen Solarparkbetreiber Capital Stage zur Verfügung, um diese Mittel in regenerative Erzeugungsanlagen zu investieren.<sup>9</sup>

### 7.3 Fremdkapital

Typischerweise bedienen sich Investoren einer Projektfinanzierung, die die Ausnutzung von Leverage-Effekten begünstigt. Dabei spielt weiterhin die klassische Kreditfinanzierung insbesondere unter Nutzung der KfW-Förderkredite eine besondere Rolle.

Unabhängig von der Kreditart werden große Teile der frei werdenden Cashflows in den ersten Projektjahren während der Laufzeit der Kreditverträge für Zins und Tilgung genutzt. Da die technisch-wirtschaftliche Nutzungsdauer der EE-Anlagen die Kreditlaufzeit aber grundsätzlich übersteigt, entsteht durch die Rückflüsse am Ende der Laufzeit sowie durch den Restwert der Anlage ein beträchtlicher Werthebel.

Bei der Onshore-Windenergie bestimmt sich die Dauer der „erhöhten Anfangsvergütung“ in Abhängigkeit der Standortgüte (Referenzertragsmodell). Nach dieser Zeit erhält der Anlagenbetreiber eine Grundvergütung. Diese wirkt für Investoren als Floor. Jedoch sind auskömmliche Renditen allein auf Basis der Grundvergütung nicht möglich – und auch nicht vom Gesetzgeber gewollt, da EE-Anlagen in den Markt integriert werden sollen. Investoren benötigen daher langfristige Strompreisszenarien, so dass der Werthebel aus der Vermarktung nach dem Auslaufen der Kredite und der Förderung durch das EEG quantifiziert werden kann. Dabei sind die spezifischen Vermarktungspreise in der jeweiligen Stunde für Windstrom entscheidend. Die

<sup>9</sup> Weishaupt: Windparks – Erst bündeln, dann an die Börse. In: Handelsblatt, 25. November 2014.

gleichzeitige Einspeisung von Windenergie dämpft den Großhandelspreis an den Strombörsen (Vergleich Baseload-Verlauf und Preisverlauf für Windstrom).

Das derzeit günstige Kreditangebot von unter 2% für Investitionsprojekte im Bereich von Onshore-Windenergieanlagen – auch wenn sie bereits unter das EEG 2.0 fallen – reduziert die Kapitalkosten und erhöht den Asset-Wert. Dies treibt über die derzeitige Kapitalmarktsituation, neben den sich verschärfenden Wettbewerbsbedingungen um gute Standorte, die Kaufpreise nach oben.

Neben dem Asset-Wert sind frühzeitige Überlegungen notwendig, wie gut sich das spezifische Projekt finanzieren lässt. Um die KfW-Förderdarlehen optimal für die Finanzierung zu nutzen, verteilt sich die Finanzierung typischerweise auf verschiedene Kredittranchen. Die Wirkung auf den Cashflow-to-Equity ergibt sich jedoch nicht nur allein auf Basis der Finanzierungsbedingungen, sondern auch über die Tilgungsmodalitäten (annuitätisch vs. unterjährige Verzinsung). Die unterschiedliche Wirkung der Bankenangebote („Term Sheets“) auf das Business Model und die Zahlungsströme ist somit möglichst frühzeitig – parallel zur Due Diligence – vom Investor zu analysieren. Dadurch wird sichergestellt, dass die Eigenkapital-Renditeanforderung auch in der Bewertung adäquat berücksichtigt ist.

## 8. Erfolgsfaktoren für M&A-Aktivitäten im Markt für erneuerbare Energien

Die veränderten regulatorischen Rahmenbedingungen erhöhen die Komplexität einer Transaktion im Markt für erneuerbare Energien. Ein Großteil der Cashflows hängt über die Projektlaufzeit nicht nur vom Energieertrag, sondern außerdem von der Preisentwicklung am Strommarkt ab. Dieser Effekt verstärkt sich mit steigender Lebensdauer der Anlage, da damit der Zeitraum, in dem die Vermarktung ohne gleitende Marktprämie gelingen muss, größer wird. Daher sind ein Verständnis der Wirkungszusammenhänge des Energiesystems und der damit verbundenen möglichen Preisszenarien unerlässlich. Somit empfiehlt es sich, im Rahmen von M&A-Aktivitäten unter Berücksichtigung der fundamentalen Einflussfaktoren konsistente Strompreisszenarien zu entwickeln, die die Veränderung des Energiesystems über die Zeit abbilden.

Die technische Performance der Anlagen hängt von der Qualität der Betriebsführung ab. Ein professionelles Asset-Management, das gezielt Maßnahmen einsetzt, um die Energieausbeute der Anlagen zu erhöhen und die Wartungskosten zu minimieren, ist ein integraler Bestandteil im Betriebskonzept und damit ein wesentlicher Erfolgsfaktor. Die Betriebsführung und die Vermarktung sind die Kostenpositionen, die ein Investor im Wesentlichen beeinflussen kann. Hier sind Synergiepotenziale, die aus Kooperationen zwischen den

Marktteilnehmern entstehen können, zu identifizieren und zu quantifizieren. Pachten und Wartungskosten sind hingegen in der Regel vertraglich fixiert und bieten wenig Spielraum für Kostenoptimierungen vor und während der Projektlaufzeit. Schließlich entscheidet die Ausgestaltung der Finanzierung maßgeblich über den Erfolg von M&A-Aktivitäten im Markt für erneuerbare Energien. Den Rahmen bietet jedoch die sorgfältige Bestimmung des Geschäftsmodells, das noch vor der konkreten Projektprüfung von den Investoren zu erarbeiten ist. Dabei bieten innovative Vermarktungsansätze (z.B. Contracting-Modelle) sowohl für die Finanz- als auch die Energiewirtschaft Wettbewerbsvorteile und rechtfertigen daher unter Umständen auch strategische Prämien.

## 9. Fazit

Der Wachstumspfad der erneuerbaren Energien ist durch die energiepolitischen Ziele der Bundesregierung vorgegeben. Die Ankündigung von E.ON, die zukunfts-trächtigen Assets und Geschäftsmodelle von der konventionellen Erzeugung zu trennen, bestätigt die Attraktivität und die künftige Rolle regenerativer Erzeugungsanlagen. Trotz sinkender garantierter Einspeiseprämien steht fest, dass Investitionen in regenerative Erzeugungsanlagen bzw. deren Betrieb weiterhin erhebliche Chancen bieten. Die hohe Komplexität durch die sich laufend ändernden Rahmenbedingungen sowie die Schwierigkeiten in der Standortwahl erfordern im Rahmen von Transaktionen eine genaue Prüfung in Form einer technisch-energiewirtschaftlichen und finanziellen Due Diligence. Über die Grundvoraussetzungen von Due Diligence und Asset-Bewertung hinaus ist eine Vielzahl weiterer strategischer Überlegungen zu klären. Die Erschließung weiterer Wertschöpfungsstufen (Projektentwicklung, Betriebsführung und Vermarktung) bietet sich an, um stabile Cashflows und Erlöspotenziale zu realisieren. Kooperationen sind dabei ein möglicher Lösungsansatz in Abhängigkeit des gewählten Geschäftsmodells. ■



**Dr. Sebastian Rothe** ist Projektmanager bei der Unternehmensberatung BET mit dem Branchenfokus Energieversorgung. Er verfügt über mehrjährige Erfahrung in der Bewertung von Assets und Unternehmen und hat zahlreiche Transaktionen in der Energiewirtschaft begleitet. [sebastian.rothe@bet-aachen.de](mailto:sebastian.rothe@bet-aachen.de)

**Tim Ronkartz** ist Managementberater bei der Unternehmensberatung BET mit dem Branchenschwerpunkt Energieversorgung. Er ist spezialisiert auf strategische Fragestellungen sowie auf Unternehmenstransaktionen. [tim.ronkartz@bet-aachen.de](mailto:tim.ronkartz@bet-aachen.de)