

# Fixiert oder beweglich

Der rasche Ausbau der Solaranlagen hat auch **Italien zu einer Senkung der Förderung** gezwungen. Die Initiatoren **Chorus, Enrexa** sowie **Voigt & Coll.** haben dafür individuelle Lösungen.

**S**olarflächen, weit und blau wie das Tyrrhenische Meer, das nur einige hundert Meter westlich liegt. So weit das Auge reicht, sind hier SunPower-Module verbaut. Genau genommen sind es 276.156 Minikraftwerke mit je 227 Watt Nennleistung. Gebaut hat den riesigen Photovoltaik-Park der Anbieter der jeweils 1,56 mal 1,05 Meter großen Module.

Eigentlich hätte in Montalto ein Atomkraftwerk stehen sollen, doch Italien handelte (nicht nur) nach dem Tschernobyl-Desaster schneller als Deutschland. Drei Volksabstimmungen und aus war es mit Planung und Bau neuer Kernkraftwerke. Heute steht in Montalto ein Gasturbinenkraftwerk mit 3600 Megawatt Leistung und der größte Photovoltaikpark Europas.

SunPower übernimmt dort auch nach dem Verkauf die fortlaufende Wartung und den Betrieb. Eine Tranche hat sich das Düsseldorfer Emissionshaus Voigt & Kollegen gesichert und daraus den Solarfonds Sol Es 23 gemacht. Neben diesem Fonds sind aktuell auch noch Enrexa mit dem Azzuro Uno und Chorus mit dem CleanTech Solar 5 und (wohl zumindest teilweise) mit dem CleanTech Portfolio Fonds in Italien unterwegs.

Das auf Solarfonds spezialisierte Düsseldorfer Emissionshaus Voigt & Kollegen ist für den SolEs 23 eine Kooperation mit Metlife, einem US-amerikanischen Lebensversicherer, und Fondo PPP, einem italienischen Infrastrukturfonds eingegangen. Über dieses Konsortium erwirbt der Fonds Anteile an der bereits bestehende Anlage. Geschäftsführer Markus Voigt begründet den Strategiewechsel – bisher waren die Düsseldorfer früher eingestiegen – so: „Wegen des Vergütungs-Hickhacks in Italien sollten unsere Anleger, gemeinsam mit renommierten institutionellen Investoren, in eine bereits bestehende Anlage investieren können.“

**Hintergrund:** In Italien hat sich binnen kurzer Zeit die Förderung von Solaranlagen grundlegend geändert. Erster Akt: Im April 2010 erklärte das italienische Verfassungsgericht das vereinfachte Genehmigungsverfahren DIA für verfassungswidrig, das in Apulien seit 2008 üblich war: Anlagen unter einem Megawatt Nennleistung benötigten bis dahin keine Baugenehmigung, eine einfache Erklärung bei Baubeginn genügte. Kurzzeitig wurde befürchtet, dass selbst in

Betrieb gegangene DIA-Anlagen stillgelegt werden könnten.

Zweiter Akt: Kurz nach dem Richterspruch erzwangen EU-Richtlinien die landesweite Einführung eines vereinfachten Genehmigungsverfahrens für kleine Anlagen. Im Prinzip galt die apulische DIA-Regelung nun in ganz Italien.

**Szenenwechsel, dritter Akt:** Nun begann ein Hickhack um die Neuregelung der Einspeisevergütung. Das bisherige Conto Energia II galt von Februar 2007 bis Ende 2010, die Übergangsregelung Salva Alcoa sicherte allerdings auch Anlagen, die bis Ende 2010 installiert und vor Ende Juni 2011 am Netz waren, diese Vergütung.

Vierter Akt: Die enormen Zubauten – unter dem Conto Energia II wurde rund doppelt so viel Photovoltaik-Leistung neu installiert wie erwartet – führten zu einer rigideren Kürzung als prognostiziert. Im Conto Energia III, verabschiedet im August 2010, wurden als neues Ausbauziel bis 2020 acht Gigawatt fixiert. Schnell war klar, auch dieser Zubau würde viel zu früh erreicht. Also kündigte man noch eine Neuregelung an, nicht aber, wie diese ausgestaltet wird.

## EXECUTIVE SUMMARY

Das Hickhack um die Solarförderung in Italien hat die Fondshäuser gezwungen, neue Lösungen zu suchen. Blind-Pools kamen bei den neuen Fonds ebenso zum Einsatz wie Portfolio-Konzepte oder Investitionen in Bestandsanlagen.



Der beabsichtigte Effekt trat ein: Projektentwickler und Investoren können ohne Vergütungssatz nicht kalkulieren. Das Neugeschäft kam also ins Stocken.

Fünfter Akt: Erst Anfang Mai 2011 schuf die Regierung Berlusconi mit dem Conto Energia IV Klarheit. Ab Juni 2011 sinken die Fördertarife monatlich, so dass künftig der pünktliche Netzanschluss wichtiger wird. Entsprechend sind Netzbetreiber für verschuldete Anschlussverzögerungen entschädigungspflichtig.

Für Großanlagen über ein Megawatt Leistung gilt zudem ein Kostendeckel. Für Juni bis Dezember 2011 liegt dieser bei 300 Millionen Euro, für ganz 2012 sind es 280 Millionen. Kostet die Förderung 2011 mehr, wird der Rahmen fürs zweite Halbjahr 2012 entsprechend reduziert. Zudem müssen Großanlagen in ein Register eingetragen werden, sofern sie ab 1. September 2011 ans Netz gehen.

**Auf Nummer Sicher** gehen nur Bestandsanlagen. Die Anlage im SolEs 23 erhält noch die 2010er-Vergütung nach Conto Energia III von 34,6 Cent pro Kilowattstunde. Daran dürfte sich nach den bisherigen Erfahrungen in Italien rückwirkend nichts mehr ändern (siehe Interview auf Seite 63). Läuft der Vertrieb gut, will Voigt & Coll. mehr als die geplanten 17,5 Millionen Euro einsammeln und in weitere fertig projektierte Anlagen in Italien, Frankreich oder Spanien mit einer Rendite von mindestens acht Prozent investieren. Vertriebs-Geschäftsführer Hermann Klughardt ist zuversichtlich.

Die 63-prozentige Fremdfinanzierung wurde über eine Bond-Struktur in zwei Tranchen dargestellt, die jeweils bei institutionellen Investoren in Italien platziert wurden und bis 2028 laufen. Für das (vorläufige) Volumen von 17,5 Millionen Euro besteht also Investitionssicherheit.

Dass sich internationale und institutionelle Investoren bereits für die Anlage – ausgerüstet mit Modulen und Trackern von Sunpower und Wechselrichtern vom Marktführer SMA – entschieden haben, kann Privatinvestoren die Entscheidung durchaus erleichtern. Wie üblich kalkuliert Voigt & Coll. mit Sicherheitspuffern, spekuliert aber auf deutlich steigende Strompreise. Nach zehn Jahren sollen die Anlagen verkauft werden und insgesamt 185 Prozent an die Anleger zurückfließen.

**Endlich am Start** ist auch der neue Anbieter Enrexa Capital Investors. Das Team um den Firmengründer André Wreth (siehe FoCo 1/2011) hat sich viel vorgenommen. In der Fondskonzeption weicht man von gängigen Konzepten ab und hat dafür bereits einiges Lob eingesteckt. Das Analysehaus Seppelfricke & Co. etwa urteilt, der Enrexa Azzurro Uno setze neue Maßstäbe im Bereich des Anlegerschutzes und vergab seine Bestnote. Auch die Dextro Group Germany konstatiert eine „solide, konservativ ausgelegte und somit anlegerfreundliche Kalkulation“.

Trotzdem war Wreths erster Höhenflug nur kurz. Wenige Tage vor dem Ankauf von zwei Anlagen in der Nähe von Rom musste er den Vertrieb stoppen: „Wir können kei-

nem Anleger und keinem Vertrieb ein Produkt anbieten, dessen neue Konditionen wir selbst noch nicht kennen.“

Zu den Highlights seines ersten Solarfonds, der als Blind-Pool mehrere Solarparks in Mittel- und Süditalien kaufen will, zählt neben strenger Auswahl von Standorten und Projekten eine Viertel-million eigenes Engagement im Produkt und eine erfolgsabhängige Vergütung des Managements. Zeichnen wird nach fünf, zehn und 15 Jahren jeweils eine Ausstiegsoption geboten, die Vermittler sollen sich dank Betreuungshonorar mit Kunden und Produkt identifizieren. Zudem kalkuliert Enrexa nur mit einer Performance-Ratio von 79 Prozent. Viele Wettbewerber rechnen hier weniger Puffer ein.

Läuft alles nach Plan, sollen Investoren nach 20 Jahren insgesamt 265 Prozent ihres Kapitalaufwands inklusive Agio zurückerhalten haben. Die Performance könnte sogar noch steigen, falls Enrexa seine Parks zu niedrigeren Baukosten einkaufen, mit niedrigeren Betriebskosten operieren oder höhere Marktpreise für den erzeugten Strom erzielen kann.

**Weiterhin auf Blind-Pools** setzt auch die Chorus-Gruppe. Seit 2006 hat sie zwei kleinere Private-Equity-Fonds mit Fokus Cleantech und fünf Solarfonds aufgelegt. Letztere investieren alle in noch nicht fixierte italienische oder deutsche Solaranlagen, haben aber bereits während der Platzierung erste Projekte erworben. Nun tritt der Initiator mit einem ersten Portfoliofonds jenseits reiner Solarinvestments an: »



» Das Chorus CleanTech Portfolio soll in gewohnter Blind-Pool-Manier in Anlagen zur Strom- und Wärmeerzeugung aus erneuerbaren Energien in Deutschland und Europa investieren. Dabei sind Investments in Solar- und Bioenergie ebenso möglich wie Wind- und Wasserkraftanlagen

**Die fehlende Festlegung** auf einzelne Technologien oder Regionen bringt dem Fonds viel Flexibilität. Er kann auf Marktverwerfungen schnell adäquat reagieren.

Andererseits hängt die Performance von der Qualität des Fondsmanagements umso mehr ab, je größer die Freiheit bei der Kapitalanlage ist. Gefordert wird zudem etablierte Technologie: „Wir finanzieren keine Prototypen, sondern nur Anlagentypen, die ihre Funktionsfähigkeit bereits über mehrere Jahre hinweg bewiesen haben“, stellt Chorus-Geschäftsführer Peter Heidecker klar.

Die Anlagen müssen zudem fertig projektiert sein, alle maßgeblichen Genehmigungen vorliegen und die Finanzierung muss gesichert sein. Die Anlage muss zudem eine Einspeisezusage mit entsprechender Vergütung und Abnahmeverträge vorweisen und eine jährliche Rendite von acht Prozent erwarten lassen.

**Solaranlagen** sind bislang der Deutschen liebstes (Fonds-)Kind; Windfonds haben wegen der überwiegend mauen Perfor-

mance der ersten Generation einige Kritik einstecken müssen. Doch auch hier haben Entwickler und Initiatoren deutlich hinzugelernt. Zwar ist die Windausbeute weniger gut prognostizierbar als die Sonneneinstrahlung, doch können durch Repowering alter Anlagen und weiterentwickelte Technik heute auch an Standorte mit durchschnittlichem Windaufkommen gute Erträge erzielt werden, ohne neue Anlagen gegen politischen Widerstand erstellen zu müssen. Davon dürfte auch Chorus mit seinem CleanTech Portfolio profitieren wollen. Zudem ist Windkraft auf dem Weg, auch ohne staatliche Subventionen oder Vergütungen rentabel zu sein, schon erheblich weiter vorangekommen als Solarstrom, bei dem der Abstand zum Marktpreis nach wie vor etwa 20 Cent pro Kilowattstunde beträgt.

Ein renommierter Hersteller von Windkraftwerken wie Enercon gibt heute zudem eine Verfügbarkeitsgarantie von 97 Prozent – für Investoren eine ausgesprochen vertrauensbildende Maßnahme, die das Risikoprofil eines Windinvestments zwar nicht auf das Niveau einer Photovoltaikanlage bringt, jedoch die Angleichung deutlich fördert.

Der Einkaufskonkurrenz der großen Stromversorger, die in den zurückliegenden Jahren den Markt für Onshore-Windkraftwerke in Deutschland praktisch leergefegt hatten, will Chorus durch den Erwerb

kleinerer Anlagen begegnen. Diese sind für große Versorger unattraktiv, passen jedoch gut in ein Portfolio für Privatanleger.

**Am Startportfolio** arbeitet Chorus – wie üblich – bereits vor Platzierungsstart. Es wird voraussichtlich eine Solaranlage in Umbrien mit Netzanschluss im August, eine Windkraftanlage in Brandenburg, die bereits seit Juni Strom produziert, und einige Wasserkraftwerke enthalten. „Chorus beschäftigt sich bereits seit einigen Jahren mit verschiedenen Bereichen der Erneuerbaren Energien, da sich die Bedingungen der einzelnen Sparten ständig ändern können. So können wir immer genau in dem Bereich investieren, der gerade die attraktivsten Investitionsbedingungen bietet“, bilanziert Geschäftsführer Heidecker. Grundsätzlich darf der Fonds auch Anteile an anderen (Publikums-) Fonds mit Energieerzeugungsanlagen investieren, daher kommen auch Zweitmarktinvestments infrage.

Dem Portfoliofonds können Anleger entweder als Einmalzahler mit mindestens 10 000 Euro plus fünf Prozent Agio oder als Ratensparer beitreten. Letztere müssen mindestens zehn Prozent ihres Beteiligungsbetrages (ebenfalls mindestens 10 000 Euro) plus Agio einzahlen sowie siebeneinhalb Jahre lang monatliche Raten von einem Prozent ihrer Beteiligung leisten. Wegen des sukzessiven Mittelzu-

## FondsCheck\*

FONDS IM ÜBERBLICK	VOIGT & COLL. SOL ES 23	CHORUS CLEAN TECH PORTFOLIO	ENREXA AZZURRO UNO
Zielmarkt	Photovoltaik Italien	Erneuerbare Energien	Photovoltaik Italien
Fondsvolumen	49,4 Mio. €	20,0 Mio. €	60,0 Mio. €
Mindestbeteiligung	10 000 €	10 000 €	10 000 €
Agio	5,0 %	5,0 %	3,0 %
Gesamtausschüttung (v.St./n.St.)	185 % / 157,3 %	205,0 % (Ansparplan 171 %) / k.A.	265,2 % / 237,54 %
Laufzeit	2021	2026	2032
<b>Berechnungen</b>	<b>Scope-Berechnungen</b>	<b>Unternehmens-Berechnungen</b>	<b>Dextro-Group/Seppelfricke</b>
Weichkosten zu Fondsvol. exkl./inkl. Agio	6,8/8,42 %	2,75 % / 4,1 %	-/5,3 %
Weichkosten zu Eigenkap. exkl./inkl. Agio	19,1/23,0 %	8,9 % / 13,5 %	-/19,9 %
Rendite nach Steuern (Mid Case)	5,2 %	4,9 % (Ansparplan 4,7 %)	7,9 %
High-Case-Renditen nach Steuern	8,1 %	k.A.	9,1 %
Low-Case-Renditen nach Steuern	2,6 %	k.A.	4,1 %
Scope-Rating	A- (gut)	-	-
Fondstelegramm-Wertung	-	-	-
TKL-Note Initiator	-	-	-
TKL-Note Fonds	-	-	-
TKL-Gesamtwertung	-	-	-
<b>Fonds&amp;Co.-Urteil**</b>	<b>gut</b>	<b>gut</b>	<b>gut</b>
Kontakt	www.voigtundcollegen.de	www.chorus-gruppe.de	www.enrexa.de

\* Erklärungen auf Seite 5; \*\* bezogen auf die Risikoklasse

flusses soll die Investitionsphase des Fonds bis zum Jahr 2019 gehen. Mittel, die bis dahin zurückfließen, werden reinvestiert. Erst danach beginnen die Ausschüttungen an die Anleger, die sich während der 15-jährigen Fondslaufzeit auf 205 Prozent für Einmalanleger und 171 Prozent für Ratensparer summieren sollen. Den häufig geäußerten Vorwurf, erste Ausschüttungen aus der Liquiditätsreserve zu zahlen und damit dem Anleger sein eigenes geparktes Geld lediglich wieder zurückzugeben, kann man Chorus dank dieser Konzeption nicht machen.

**Der gängigen Kritik an Ansparfonds,** sie sprächen ein falsches Publikum an, ist sich Chorus durchaus bewusst. Häufig haben Ansparfonds das Problem, dass die tröpfelnden Einzahlungen der Anleger für Verwaltungskosten und wegen ihrer Kleinteiligkeit nicht für Investitionen verwendet werden: „Unser Portfoliofonds hat die Möglichkeit, nur anteilig in Anlagen zu investieren, deren restliche Anteile in einen unserer anderen Fonds übernommen werden. Dadurch können wir bereits mit niedrigen Beträgen diversifizierte Investitionen sicherstellen“, stellt Heidecker klar.

Konkret hat er bereits einen weiteren Solarfonds mit Fokus Italien in Vorbereitung, außerdem plant er einen Fonds mit Wasserkraftanlagen in Italien und einen mit Windkraftwerken. Für den Portfoliofonds gibt Chorus eine Platzierungsgarantie in Höhe von zwei Millionen Euro ab, das Planvolumen liegt bei 20 Millionen. Nach 15 Jahren sollen die Anlagen verkauft werden – sie dürften dann noch über eine Restförderungsdauer zwischen fünf und 14 Jahren verfügen und deshalb für Drittinvestoren attraktiv sein.

**Drei Emissionshäuser – drei Strategien,** um trotz der zunehmenden Schnellebigkeit der Märkte weiter die Renditeansprüche der Anleger erfüllen zu können. Generell gelten Fonds mit einer Bestandsanlage wie der von Voigt & Coll. als konservativer als Blind-Pools. Dem gegenüber punktet Enrex mit dem neuen Konzept und die Chorus-Portfoliolösung mit breiter Streuung über mehrere Länder, Energiearten und Vergütungsregelungen. Beide verlangen jedoch vom Investor Vertrauen in eine „Black-Box“-Beteiligung. ● Stephanie von Keudell

## „Förderkürzungen, bringen Italien nichts“

*In den vergangenen Wochen wurde Italien als viertes Land des Euro-Raums heftig von der Schuldenkrise erfasst. Immer größere Zweifel an der Bonität Roms wurden laut. Fonds & Co. fragte bei Herrmann Klughardt, Geschäftsführer des Initiators Voigt & Kollegen nach, ob Anleger, die Geschlossene Photovoltaikfonds auf dem Stiefel gezeichnet haben, besorgt sein müssen.*



**Fonds & Co.:** Müssen Investoren italienischer Solarfonds befürchten, dass die Haushaltsnotlage die italienische Regierung zu einer rückwirkenden Kürzung der Solarstromförderung veranlassen wird?

**Herrmann Klughardt:** Solche Bedenken sind sowohl von rechtlicher wie auch von ökonomischer Seite unbegründet. Die Photovoltaik-Förderung ist in Italien – wie übrigens auch in Deutschland – keine staatliche Subvention. Sie wird vielmehr im sogenannten Umlageverfahren von allen Stromverbrauchern getragen und tangiert den Staatshaushalt damit nicht.

? Das bedeutet?

**Klughardt:** Würde der italienische Staat die Förderung rückwirkend kürzen, hätte er dadurch keinerlei Ersparnisse. Im Gegenteil: Er würde dadurch zusätzliche Haushaltslöcher schaffen, da jeder Solarpark sowohl Gewerbe- als auch Umsatzsteuer zahlt. Diese würden im Fall einer gekürzten Vergütung entsprechend geringer ausfallen.

? Einige verweisen aber auf das Beispiel Spanien. Dort wurden die Einspeisevergütungen für Solarstrom im Dezember 2010 doch auch rückwirkend zurückgeschnitten. Lässt das nicht Schlimmes befürchten?

**Klughardt:** Die Situation in Italien ist nicht mit der in Spanien vergleichbar. Zwar wird auch die spanische Solarstromförderung über die Umlagen der Verbraucher finanziert. Allerdings subventioniert die dortige Regierung den Strommarkt zusätzlich, um den Anstieg der Energiepreise aufzuhalten – im vergangenen Jahr immerhin mit vier Milliarden Euro. Dieses sogenannte „Tarif-Defizit“ veranlasste im vergangenen Jahr Regierung und Parlament des überschuldeten Spaniens, die Vergütung für Solarstrom rückwirkend zu kürzen.

? Aber in Italien gab es im vergangenen Jahr doch auch ein unfassbares Regulierungs-Chaos. Da kam erst das Verfassungsgericht, dann die EU, dann mehrmals das Parlament. Da blickte doch zum Schluss kaum mehr einer durch ...

**Klughardt:** Das stimmt zwar, dennoch ist die Lage völlig anders als in Spanien. Auf der Apenninen-Halbinsel herrscht trotz des Hin und Hers im vergangenen Jahr ein Höchstmaß an Rechtssicherheit. Dies zeigte sich auch bei den durchaus chaotisch anmutenden Reformen des Einspeise-Gesetzes Conto Energia. Die Umstellung vom Conto Energia III auf das Conto Energia IV erfolgte unter voller Berücksichtigung der für Investoren und Initiatoren wichtigen Prinzipien des Investitionsschutzes und der Rechtssicherheit. Sämtliche beschlossenen Neuregelungen betrafen nur die Zukunft. Auch der „sanfte“ Übergang zu niedrigeren Einspeise-Tarifen, der in monatlichen Schritten erfolgt, ist im Einklang mit den Investoreninteressen und auch aus Investorensicht als absolut verträglich zu bewerten.