

Finanzierung und Finanzierbarkeit der Energiewende

**Positionspapier zum Gespräch des Vorstands des
Deutschen Aktieninstituts mit Bundesumweltminister
Peter Altmaier am 17. April 2013 in Frankfurt / Main**

Dr. Norbert Kuhn
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niedenu 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 92915-20
Telefax +49 69 92915-12
E-Mail kuhn@dai.de
Internet <http://www.dai.de>

Einleitung

Der Ausbau der Nutzung erneuerbarer Energien ist ein Kernelement des Energiekonzepts der deutschen Bundesregierung. Die technische Expertise bei der Konstruktion und Implementierung dieser Zukunftstechnologien kann deutschen Unternehmen die Chance eröffnen, im globalen Wettbewerb um effiziente regenerative Energietechnologien eine Vorreiterrolle einzunehmen.

Die Umsetzung der Energiewende muss die Zielsetzungen Umweltverträglichkeit, Wirtschaftlichkeit und Versorgungssicherheit sorgfältig ausbalancieren. Durch die Vernachlässigung des Wirtschaftlichkeits- und des Versorgungsziels droht die Gefahr, im Standortwettbewerb den Anschluss an andere wichtige Volkswirtschaften zu verlieren, insbesondere gegenüber den USA. Es ist ein erstes Warnsignal, dass der Strompreis für industrielle Kunden in Deutschland doppelt so hoch ist wie in den USA. Relativ günstige Energiekosten sind ein wichtiges Element der US-Industriepolitik, die nicht zu einer umfassenden Produktionsverlagerung in die USA führen dürfen. Damit wären Wachstum und Beschäftigung in Europa und Deutschland gefährdet. Eine Verlagerung der Refinanzierungsbasis großer Teile der deutschen Industrie würde auch dem Finanzplatz Deutschland massiv schaden.

Die Initiative von Bundesumweltminister Altmaier, zur Dämpfung der Kosten für den Ausbau erneuerbarer Energien eine Strompreis-Sicherung einzuführen, ist daher grundsätzlich zu begrüßen. Die Förderung erneuerbarer Energien sollte künftig stärker marktwirtschaftlichen Prinzipien folgen, um die Kostensteigerungen in den Griff zu bekommen. Der Abbau der Belastungsreduzierung für die energieintensiven Industrien wäre hingegen ein Kostenschock, der vor dem Hintergrund der konjunkturellen Lage besonders schwer wiegen würde.

Neben der Finanzierbarkeit muss die Finanzierung der Energiewende durch private Investoren gewährleistet sein. Hierfür müssen attraktive Rahmenbedingungen sowohl an den Energie- als auch den Finanzmärkten geschaffen werden. Entscheidend ist ein Ordnungsrahmen, der Investitionen in erneuerbare Energien langfristig kalkulierbar macht und eine effiziente Nutzung des knappen Kapitals sicherstellt. Zudem müssen regulatorische Hindernisse zur Finanzierung erneuerbarer Energien abgebaut werden.

Dieses Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts greift die vielschichtige Problematik der Energiewende aus Sicht der Finanzierung auf. In einem Überblick werden die Lösungsmöglichkeiten des Kapitalmarkts zur Finanzierung erneuerbarer Energien dargestellt (Abschnitt 1). Grundlegende Voraussetzung zur Nutzung der Kapitalmärkte sind konstante Rahmenbedingungen, insbesondere der Bestandsschutz bereits zugesagter Einspeisevergütungen. Aus Gründen der Finanzierbarkeit muss die Förderung erneuerbarer Energien aber künftig auf marktwirtschaftlichen Instrumenten basieren (Abschnitt 2).

Zudem ist eine adäquate Kapitalmarktregulierung *conditio sine qua non* für die Bereitschaft der Investoren, erneuerbare Energien zu finanzieren (Abschnitt 3).

1. Finanzierung erneuerbarer Energien – der Kapitalmarkt als Problemlöser

! *Der Kapitalmarkt stellt eine Reihe von Produkten zur Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung erneuerbarer Energien bereit. Hierzu gehören u.a. der Börsengang und die Anleiheemission sowie Instrumente, die speziell auf die Finanzierung erneuerbarer Energieprojekte zugeschnitten sind.*

Investitionen in erneuerbare Energien sind i.d.R. mit einem sehr hohen Anfangskapitalbedarf verbunden, der sich – bei vernachlässigbaren Betriebskosten – über einen längeren Finanzierungshorizont amortisiert. Für dieses Finanzierungsproblem bietet der Kapitalmarkt unterschiedliche Lösungen an, die sich in zwei Kategorien klassifizieren lassen: (Indirekte) Unternehmensfinanzierung und (direkte) Projektfinanzierung.

1.1 Unternehmensfinanzierung erneuerbarer Energien

Bei dieser Art der Finanzierung erhalten Unternehmen, die typischerweise der Energieversorgerbranche angehören und die damit Projekte in erneuerbare Energien finanzieren, Eigen- und Fremdkapital. Da es sich hierbei um ein strategisches Kerngeschäft der Energiewirtschaft handelt, ist die Beteiligung der Energieversorger auch für die weitere Beteiligung von Finanzinvestoren entscheidend.

Hierfür kommen unterschiedliche Finanzierungsprodukte in Frage:

Zur **Eigenkapitalbeschaffung** eignet sich der Börsengang, der neben der Erstemission von Aktien die Möglichkeit zur permanenten Refinanzierung über weitere Kapitalmaßnahmen bietet. Grundlegende Voraussetzung für den Börsengang ist die „Börsenreife“ des Unternehmens. Dazu zählt ein für die Investoren nachvollziehbares Geschäftsmodell, das mit einem entsprechenden Wachstumspotenzial verbunden ist. Gerade Unternehmen aus dem Bereich der regenerativen Energiegewinnung verfügen über eine gute „Equity Story“, da es sich hierbei um eine Zukunftstechnologie handelt, die insbesondere bei steigenden Energiepreisen an Bedeutung gewinnen kann. Weitere Voraussetzungen für die Börsenreife sind eine gewisse Umsatzgröße und die Bereitschaft des Managements, die von den Investoren und den gesetzlichen Regeln geforderte Kapitalmarkttransparenz zu erfüllen.

Der Börsengang ist nicht ausschließlich sehr großen Unternehmen vorbehalten. Vielmehr bieten Segmente mit spezifischen Anforderungen, die den Interessen der kapitalsuchenden Unternehmen und deren Investoren Rechnung tragen, größeren Mittelständlern die Möglichkeit zum kostengünstigen Börsengang. Beispiele für diese Segmente sind der Entry Standard in Frankfurt oder der m:access in München.

Insgesamt kommt der Sektor „Greentech“ (Energie- und Umwelttechnik) an der Frankfurter Wertpapierbörse Ende März 2013 auf eine Marktkapitalisierung von 580 Mrd. Euro. Von den 101 Unternehmen sind 37 Prozent aus dem Bereich erneuerbare Energien und 7 Prozent aus der Versorgerbranche (Quelle: Deutsche Börse AG).

Für die Finanzierung von erneuerbaren Energien über **Fremdkapital** bieten sich Unternehmensanleihen an. Auch hier existieren für mittelständische Unternehmen zugeschnittene Segmente wie der Entry Standard in Frankfurt oder der m:access in München. Diese Segmente werden von zahlreichen Unternehmen aus dem Bereich erneuerbare Energien zur Kapitalaufnahme genutzt.

Weltweit wird das ausstehende Volumen an „Green Bonds“ für 2012 auf 174 Mrd. USD geschätzt, von dem 82 Prozent auf Unternehmensanleihen zurückgeht. In Deutschland wurden 2012 „Green Bonds“ in Höhe von 14 Mrd. USD emittiert, davon stammten mehr als 2 Mrd. USD von Unternehmen aus dem Energiesektor (Quelle: Climate Bonds Initiative).

Eine Alternative zur Anleihe ist das Schuldscheindarlehen, das nicht an der Börse gehandelt wird. Dementsprechend geringer sind die Transparenzanforderungen, was das Schuldscheindarlehen insbesondere für Mittelständler attraktiv macht, die oftmals den organisatorischen und prozessualen Aufwand zur Bereitstellung kapitalmarktrelevanter Informationen scheuen. Als weiteres Instrument der Fremdkapitalbereitstellung kommt schließlich noch der langfristige Bankkredit in Frage.

1.2 Projektfinanzierung erneuerbarer Energien

Die Projektfinanzierung erfolgt unmittelbar in ein spezifisches Projekt im Bereich der erneuerbaren Energien. Als erster Schritt der Projektfinanzierung muss die Projektgesellschaft mit Eigenkapital ausgestattet werden, dessen Höhe die Möglichkeiten zur weiteren Kapitalbeschaffung bestimmt.

Als **Eigenkapitalgeber** kommen institutionelle Investoren in Frage, typischerweise Versicherer oder Pensionsfonds, die an gut kalkulierbaren, langfristigen Anlagemöglichkeiten interessiert sind, um die Ansprüche ihrer Kunden aus den Versicherungsverträgen und den Pensionszusagen zu erfüllen. Allerdings liegt das Eingehen von langfristigen Managementrisiken erklärterweise nicht im Interesse dieser Investorengruppe. Von daher sind Industrieunternehmen, insbesondere aus der Energieversorgungsbranche, wichtige strategische Eigenkapitalinvestoren.

Die Bereitstellung von **Fremdkapital** zur Projektfinanzierung erfolgt i.d.R. durch Banken. Ein angemessenes Eigenkapital durch (industrielle / institutionelle) Investoren ist allerdings Voraussetzung für die Kreditvergabe.

Neben diesen klassischen Projektfinanzierungen ist der Einsatz innovativer Kapitalmarktinstrumente konkret geplant bzw. wird diskutiert, die hier exemplarisch aufgelistet werden. Der Kapitalmarkt stellt eine Alternative zur Bankfinanzierung dar, die u.a. durch verschärfte Regulierungen (Basel III) zunehmend schwieriger wird. Bei diesen Instrumenten wäre zu prüfen, inwiefern die Zeichnung und der Handel über transparente, regulierte und liquide Börsenplätze einen Zusatznutzen bringen können:

- Ende 2012 hat die Europäische Kommission eine Pilotphase für Projektanleihen („Europa-2020-Projektanleiheninitiative“) gestartet. Diese Initiative soll den Anleihemarkt beleben und u.a. die Finanzierung transeuropäischer Energienetze unterstützen, indem die Europäische Investitionsbank (EIB) einen Teil des Finanzierungsrisikos übernimmt. Damit soll sich die Bonitätsbewertung der von Projektgesellschaften emittierten Anleihen verbessern, was wiederum Investitionen durch institutionelle Anleger erleichtert bzw. erst ermöglicht. Daher wäre es sinnvoll, dass die EIB insbesondere dort eine nachrangige Finanzierungstranche übernimmt, wo ohne eine solche Beteiligung kein Rating im Investment-Grade erreicht würde. Zudem sollten die Obergrenzen von 200 Mio. Euro oder 20 Prozent des Anleihevolumens überdacht werden, da sich dieses Volumen gerade für größere Projekte als zu niedrig erweisen könnte;
- Bundesumweltminister Altmaier möchte die Bürger durch Emission einer Stromanleihe an dem Ausbau der Netzinfrastruktur beteiligen. Dabei sollen Investitionen ab 500 Euro möglich sein. Der Zinssatz soll fünf Prozent p.a. betragen;
- Ferner gibt es Überlegungen, wie der Markt für Pfandbriefe zur Finanzierung erneuerbarer Energien genutzt werden kann. Die Deckungsmasse wären Kredite in erneuerbare Energienprojekte. Durch die relativ strengen Anforderungen haben Pfandbriefe eine hohe Bonität. Dementsprechend attraktiv sind diese Wertpapiere für institutionelle Investoren. Allerdings müssten für die Emission von „Erneuerbare-Energien-Pfandbriefe“ in Deutschland die gesetzlichen Voraussetzungen geschaffen werden. Eine Alternative hierzu wäre der Weg über eine vertragliche Einigung. Zudem wird diskutiert, ob die staatliche Übernahme eines Teils des Risikos als Initialzündung für diesen Markt notwendig wäre.

2. Rahmenbedingungen auf den Energiemärkten: Investitionssicherheit erhalten – Finanzierbarkeit gewährleisten

! *Investitionen in erneuerbare Energien benötigen einen Ordnungsrahmen, der eine langfristige Kalkulation der Renditen ermöglicht. Wichtig ist daher ein Bestandsschutz bereits zugesagter Einspeisevergütungen nach dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG). Allerdings droht das EEG in seiner jetzigen Form die Finanzierbarkeit und damit die Akzeptanz der Energiewende in breiten Bevölkerungsschichten zu gefährden. Das Deutsche Aktieninstitut hält daher ein Umdenken dieses Fördermechanismus durch die Integration wettbewerblicher Komponenten für notwendig. Kalkulierbare Renditen aus erneuerbaren Energieprojekten setzen ebenfalls belastbare Genehmigungsverfahren voraus. Auflagen, die nach Abschluss des Genehmigungsverfahrens erlassen werden, sind kontraproduktiv. Schließlich müssen Verzögerungen im Projektablauf durch Widerspruchs- oder Klageverfahren der Bevölkerung vermieden werden. Eine breite Beteiligung der unmittelbar betroffenen Bevölkerung, bestenfalls auch an der Finanzierung der Projekte, ist daher wünschenswert.*

Staatliche Fördermechanismen wie die Einspeisevergütung nach dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) sollen Investitionsanreize zur Umsetzung des politischen Ziels setzen, den Anteil der erneuerbaren Energien an der Gesamtenergieerzeugung zu erhöhen. Das EEG sollte aber kein Vertrag zu Lasten Dritter sein, bei dem einzelne Gruppen die Risiken auf andere abwälzen können. Investoren müssen kalkulierbare Risiken übernehmen und dafür eine adäquate Risikoprämie erhalten. Nur so kann eine Fehlallokation des knappen Investitionskapitals vermieden werden.

Vor diesem Hintergrund darf die Subventionierung erneuerbarer Energien die Finanzierbarkeit und die Akzeptanz der Energiewende in weiten Teilen der Bevölkerung nicht gefährden. Auch sollte die Förderung erneuerbarer Energien unabhängig von der konkret verwendeten Technologie erfolgen, um den Wettbewerb zwischen alternativen Formen erneuerbarer Energien und damit den technischen Fortschritt nicht zu behindern.

2.1 EEG-Einspeisevergütungen: Mehr Markt notwendig

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die im Zusammenhang mit den Vorschlägen des Bundesumweltministeriums zu einer Strompreis-Sicherung angestoßene Diskussion, hält aber rückwirkende Änderungen der Einspeisesätze für kontraproduktiv. Diese beeinträchtigen das Vertrauen der Investoren in die Konstanz der Rahmenbedingungen und auch deren zukünftige Bereitschaft, in erneuerbare Energien zu investieren. Die Pläne des Bundesumweltministeriums, einen „befristeten Energiesoli“ für Bestandsanlagen zu erheben, sind abzulehnen. Umso wichtiger ist es, dass sich die Bundesregierung und

die Ministerpräsidenten am 21. März 2013 darauf verständigt haben, die Fördersätze nicht nachträglich anzupassen.

Trotzdem sollte die Förderung nach dem EEG für künftige Projekte überdacht werden. Ursprünglich als Investitionsanreiz für ein Nischenprodukt eingeführt, hat die EEG-Förderung dazu beigetragen, dass sich der Anteil erneuerbarer Energien am deutschen Bruttostromverbrauch im Zeitraum von 1995 bis 2012 mehr als verdoppelt hat und im Jahr 2012 voraussichtlich 23 Prozent betrug. Als Kehrseite dieses Wachstums sind die Ausgaben für das EEG enorm angestiegen und machen im Jahr 2012 0,6 Prozent des deutschen Bruttoinlandsprodukts aus (Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2012/2013).

Kritisch an diesem Förderkonzept ist insbesondere der staatlicher Eingriff in den Preismechanismus: Der Preis für die Abnahme von Strom aus erneuerbaren Energien entspricht nicht dem Marktpreis, sondern einem vom Gesetzgeber fixierten Mindestpreis. Die Differenz zwischen dem Marktpreis und der gesetzlich fixierten Einspeisevergütung wird durch die EEG-Umlage von den Endverbrauchern getragen.

Hieraus ergeben sich folgende Probleme:

- **Fehlende Anreize für den Ausbau effizienter Energietechnologien:** Durch das Ausschalten des Preismechanismus wird bei einer ausreichend hohen Einspeisevergütung der Wettbewerb der Energietechnologien deutlich eingeschränkt. Damit kommt nicht die effizienteste Technologie zum Einsatz, sondern die am meisten geförderte. Anschauungsbeispiel hierfür ist der signifikante Ausbau der Photovoltaik, obwohl Deutschland für den Einsatz dieser Art der Energieerzeugung nur bedingt geeignet ist. So könnten die auf den deutschen Dächern installierten Solarzellen rund 40 Prozent der Leistung aus erneuerbaren Energien beitragen. Aufgrund der geringen Sonnenintensität beträgt die Ausbeute aus der Photovoltaik aber nur rund 17 Prozent der regenerativen Stromerzeugung (Quelle: BDEW; Bezugsjahr 2011). Zudem bleibt zu beachten, dass die EEG-Förderung längst nicht nur der deutschen Photovoltaikbranche zugute kommt, sondern insbesondere chinesischen Anbietern. Im Jahr 2011 stammten nur noch rund 15 Prozent der in Deutschland montierten Photovoltaik-Zellen aus deutscher Produktion.
- **EEG-Umlage ist wesentlicher Bestandteil des Strompreises:** Die EEG-Einspeisevergütungen werden per EEG-Umlage von den Endverbrauchern getragen. Für nicht-begünstigte Industriebetriebe – dies sind 96 Prozent aller Industriebetriebe – betrug der Anteil der EEG-Umlage am durchschnittlichen Strompreis Anfang 2013 35,1 Prozent, für private Haushalte 18,5 Prozent. 2010 war dieser Wert

halb so hoch: 17,0 Prozent (Industrie) und 8,7 Prozent (private Haushalte) (Quelle: BDEW).

Diese zusätzlichen Kosten schaden der Akzeptanz der Energiewende in weiten Teilen der Bevölkerung. Wichtig ist daher ein Gegensteuern, um dieses Projekt nicht zu gefährden. Dabei sollten marktwirtschaftliche Prinzipien den Vorrang vor staatlicher Preisregulierung erhalten:

- **Wettbewerbliche Förderung:**
Wesentlicher Nachteil der EEG-Förderung ist die staatliche Fixierung des Mindestpreises für die Einspeisung von Strom aus erneuerbaren Energien. Die Integration wettbewerblicher Komponenten in Form einer technologieunabhängigen Förderung würde die Effizienz des Systems insgesamt steigern.
- **Reservekapazitäten erhalten:**
Die Energiegewinnung aus Solar- und Windenergie ist volatil als konventionelle Energiegewinnung. Dies stellt das Ziel, eine kontinuierliche und bedarfsgerechte Stromversorgung zu gewährleisten, vor große Herausforderungen. Aufgrund der vermehrten Einspeisung von Strom aus erneuerbaren Energien können konventionelle Kraftwerke – insbesondere Gaskraftwerke – durch die Verschiebung der „Merit-Order“ teilweise nicht mehr wirtschaftlich betrieben werden. Flexible konventionelle Kraftwerke werden aber als Reserve bei kurzfristig fehlender Einspeisung aus erneuerbaren Energien weiterhin benötigt. Hierfür sollte eine Lösung gefunden werden, die marktwirtschaftlichen Prinzipien folgt und das Interesse der Investoren an kalkulierbaren Renditen berücksichtigt.
- **Netzausbau forcieren:**
Die Energiewende stellt hohe Ansprüche an die Stromübertragungsnetze. Durch den Ausbau der erneuerbaren Energien wird Strom nicht mehr nur da produziert, wo er verbraucht wird. Beispielsweise muss Windenergie von der deutschen Küste zu den Verbrauchern in ganz Deutschland transportiert werden. Verschärfend kommt hinzu, dass es bei der nur stockend verlaufenden Anbindung von Off-Shore-Windparks zum Teil an Alternativen zu den etablierten Anbietern mangelt. Zudem muss der europäische, transnationale Netzausbau gefördert werden, damit vermehrt durch Ex- und Importe ein Lastenausgleich erfolgen kann. Darüber hinaus nutzen dezentrale Produzenten, die sich tagsüber mit eigenem Strom aus Solarenergie selbst versorgen, nur noch sporadisch die Netze, obwohl diese dennoch permanent zur Verfügung stehen müssen. Insgesamt ist es für Erfolg der Energiewende entscheidend, dass der Ausbau der Netze forciert wird. Hierfür müssen geeignete Finanzierungs- und Gebührenmodelle gefunden sowie administrative Prozesse beschleunigt werden.

- **Koordinierung mit dem EU-Emissionshandelssystem:**
Die nationale Energie- und Umweltpolitik und die damit verbundenen vielfältigen politischen Instrumente sollten besser untereinander abgestimmt und stärker mit EU-weiten Mechanismen verzahnt werden, deren Zielsetzung ebenfalls die Minderung von CO₂-Emissionen ist. Dazu gehört insbesondere das EU-Emissionshandelssystem als zentrales Element der europäischen Klimapolitik und als marktwirtschaftliches Instrument zur nachhaltigen Reduktion von CO₂-Emissionen.

2.2 Genehmigungsverfahren: Keine nachträglichen Auflagen

Die Projektierung erneuerbarer Energien und Netzinfrastrukturen ist i.d.R. mit einem aufwendigen Genehmigungsprozess verbunden. Am Ende dieses Genehmigungsprozesses muss rechtssicher feststehen, unter welchen Anforderungen das Projekt gestartet werden kann. Nachträgliche Änderungen dieser Anforderungen bedeuten Zusatzkosten, die die Kalkulierbarkeit von Projekten in erneuerbare Energien und Netzinfrastruktur erschweren. Weitere Auflagen nach der Beendigung des Genehmigungsverfahrens sind daher kontraproduktiv, denn sie erhöhen das Investitionsrisiko insbesondere für den Eigenkapitalgeber und damit die risikoadäquate Rendite, die ein Projekt voraussichtlich erzielen muss, damit es überhaupt begonnen werden kann.

2.3 Akzeptanz in der Bevölkerung sicherstellen

Zwar herrscht in weiten Teilen der Bevölkerung eine positive Einstellung gegenüber der politischen Entscheidung, die Energieversorgung auf erneuerbare Energien umzustellen. Wird aber beispielsweise ein Windrad in der unmittelbaren Nachbarschaft installiert, wandelt sich die Zustimmung leicht in eine strikte Ablehnung („not-in-my-backyard-Effekt“). Damit verbundene Widerspruchs- und Klageverfahren können den Projektablauf erheblich verzögern und zu deutlichen Zusatzkosten führen.

Daher muss ein sinnvoller Ausgleich zwischen den Interessen der Bevölkerung und den Interessen der Kapitalgeber an einer Kalkulierbarkeit der Projektkosten gefunden werden. Erfolgversprechend ist eine möglichst breite Beteiligung der unmittelbar betroffenen Bevölkerung, idealerweise auch an der Finanzierung dieser Projekte und der damit verbundenen Rendite. Die Idee der Emission einer Stromanleihe zur Finanzierung der Netzinfrastruktur, an der sich u.a. auch die unmittelbar betroffenen „Anrainer“ beteiligen können, weist in die richtige Richtung. Je enger die – auch räumliche – Verbindung zwischen Projekt und Privatinvestoren ist, desto leichter dürfte die Realisierung gelingen. Dabei sollten die Rahmenbedingungen jedoch so gestaltet werden, dass es keine Anreize zum Eingehen von „Klumpenrisiken“ durch Privatanleger gibt.

3. Kapitalmarkt zur Finanzierung erneuerbarer Energien nutzen – Hindernisse abbauen

! *Die Problemlösungskapazitäten der Kapitalmärkte zur Finanzierung erneuerbarer Energien werden durch nicht angemessene Regulierungen deutlich eingeschränkt. Kontraproduktiv sind die Pläne zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer, die Investitionen in erneuerbare Energien und das Risikomanagement mit Derivaten erschweren. Ferner darf der Kapitalmarktzutritt insbesondere für mittelgroße Unternehmen aus dem Bereich erneuerbare Energien nicht unnötig erschwert werden. Zudem sollten Maßnahmen der ökonomischen Bildung ergriffen werden, auch um die finanzielle Beteiligung der Bevölkerung an dezentralen Energieprojekten zu erleichtern. Unangemessene Regulierungen dürfen ferner die Energieversorger nicht in ihren Möglichkeiten einschränken, in erneuerbare Energien zu investieren. Schließlich müssen adäquate Rahmenbedingungen für institutionelle (Eigenkapital-)Investoren und Banken den Besonderheiten der Finanzierung langfristiger Energieprojekte Rechnung tragen.*

Funktionierende Kapitalmärkte können entscheidend zur Finanzierung der Energiewende beitragen. Voraussetzung hierfür sind adäquate und berechenbare rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen. Die Notwendigkeit, einen effizienten Ordnungsrahmen für langfristige Investitionen u.a. „in kohlenstoffarme Energien, Energie- und Ressourceneffizienz und Infrastrukturen“ zu schaffen, unterstreicht auch die Europäische Kommission in ihrem Grünbuch „Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft“ vom 25. März 2013.

Allerdings hat der Gesetzgeber seit dem Ausbruch der Finanzkrise die Regularien auf den Finanzmärkten drastisch verschärft. Selbstverständlich war es wichtig, die richtigen Lehren aus den vergangenen Ereignissen zu ziehen und die Effizienz des Regulierungsrahmens zu stärken. Allerdings ist Vorsicht angebracht: Die verschiedenen Regulierungsinitiativen dürfen die Finanzierungsmöglichkeiten für erneuerbare Energien nicht beeinträchtigen, wenn das Potential des Kapitalmarktes für das Gelingen der Energiewende genutzt werden soll.

Vor diesem Hintergrund ist in vielen Bereichen der Finanzmarktregulierung ein Gegensteuern notwendig. Ziel muss ein Kapitalmarktrahmen sein, der langfristige Finanzierungen in erneuerbare Energien ermöglicht und nicht erschwert.

3.1 Kontraproduktive Wirkung der Finanztransaktionssteuer

Die Pläne von (bislang) elf EU-Mitgliedstaaten, eine Finanztransaktionssteuer einzuführen, sind kontraproduktiv. Finanzinstitute sollen künftig den Kauf

und Verkauf von Wertpapieren wie Anleihen, Aktien und Derivaten versteuern. Mit der Finanztransaktionssteuer müssten institutionelle Investoren eine steuerliche Zusatzlast tragen, die die Anlage in Aktien und Anleihen von Unternehmen auch aus dem Sektor erneuerbare Energien verteuern wird. Darunter wird die Attraktivität der Kapitalbeschaffung über diese Instrumente leiden.

Zwar erscheint der Steuersatz von 0,1 Prozent des Marktwertes der gehandelten Aktien und Anleihen vordergründig niedrig. Es muss aber berücksichtigt werden, dass beim Wertpapierhandel über die Börse i.d.R. mehrere Intermediäre zwischen den Käufer und den Verkäufer geschaltet sind. Dementsprechend löst eine Wertpapiertransaktion weitere Transaktionen aus, so dass es zu einer Besteuerungskaskade kommt, die den Steuersatz für die ursprüngliche Transaktion vervielfacht. Darüber hinaus schichten institutionelle Investoren ihr Portfolio zur Renditeoptimierung regelmäßig um. Diese Umschichtungen lösen Finanztransaktionssteuer in erheblichem Umfang aus.

Die Finanztransaktionssteuer verringert zudem die Marktliquidität und erhöht damit die Transaktionskosten des Wertpapierhandels. Insbesondere Anleihen und Aktien mittelgroßer Energieversorger wären hiervon negativ betroffen. Die Liquidität dieser Papiere liegt bereits jetzt deutlich unter dem Marktdurchschnitt. Dies beeinträchtigt die Bereitschaft der Investoren, eine solche Anlage zu tätigen und Kapital für erneuerbare Energien bereitzustellen.

Schließlich wird auch der Derivateinsatz verteuert, da dieser ebenfalls der Finanztransaktionssteuer unterliegen soll. Derivate werden u.a. zur Absicherung von Zinsrisiken bei der Durchführung von Energieprojekten eingesetzt. Die Zusatzkosten durch die Besteuerung von Derivaten werden die Rendite des Projekts deutlich schmälern. Eine steuerinduzierte Reduktion des Absicherungsniveaus ist keine Alternative, da dies die Volatilität der Einnahmen erhöht und die Möglichkeiten zur Fremdkapitalaufnahme („debt capacity“) verringert oder verteuert.

Die überwältigende öffentliche Zustimmung zur Finanztransaktionssteuer ist ein Beispiel dafür, dass der Kapitalmarkt in weiten Teilen der Bevölkerung als Problem und nicht als Problemlöser wahrgenommen wird. Die Finanzierung erneuerbarer Energien ist hingegen ein anschauliches Beispiel für die „dienende“ Funktion der Kapitalmärkte. Über diese Vorteile stärker aufzuklären, muss Aufgabe von Marktteilnehmern und politischen Entscheidungsträgern gleichermaßen sein.

3.2 Regulierungsflexibilität mittelständischer Börsensegmente bewahren

Mittelständische Versorgungsunternehmen nutzen spezielle Börsensegmente, um sich über eine Aktien- oder Anleihenemission Finanzierungsmittel für Investitionen in erneuerbare Energien zu beschaffen (siehe oben). Diese Segmente sind mit gutem Grund im sog. Freiverkehr angesiedelt, der anders als

der regulierte Markt einen flexiblen, auf die Bedürfnisse von Mittelständlern angepassten Regulierungsrahmen bietet.

Durch die Revision der EU-Marktmisbrauchsverordnung droht aber nun eine deutliche Erhöhung der Pflichten der im Freiverkehr notierten Unternehmen. So sollen die Unternehmen der Ad-hoc-Meldepflicht, der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen und der Pflicht zur Meldung von Aktiengeschäften des Managements (sog. Directors' Dealings) unterworfen werden, wenn sie die Notierung im Freiverkehr aktiv betreiben oder ihr zugestimmt haben.

Im Ergebnis dürfte damit das Regulierungsniveau des Freiverkehrs künftig weitgehend dem des regulierten Marktes entsprechen. Die damit einhergehenden Zusatzkosten werden Anleihe- oder Aktienemission und damit die Finanzierung von erneuerbaren Energien erschweren. Von diesen Regelverschärfungen sollte daher abgesehen werden.

3.3 Ökonomische Bildung als effizienter Verbraucherschutz

Die finanzielle Beteiligung der direkt betroffenen Bürger kann wesentlich zur Akzeptanz des Ausbaus erneuerbarer Energien beitragen. Auch kann die Anlage in diese Zukunftstechnologien beispielsweise über Aktien, Anleihen oder nachhaltige Fonds mit einer attraktiven Rendite verbunden sein. Wie bei jeder Geldanlage sollte aber auch die Investition in erneuerbare Energien auf einer fundierten Informationsbasis erfolgen. Dazu gehört die Fähigkeit des Privatanlegers, das Chancen- und Risikoprofil des Finanzprodukts einschätzen zu können. Zugleich gilt es, bestimmte Grundregeln der Geldanlage zu beachten, insbesondere eine ausgewogene Mischung aus Sicherheit und Ertrag.

Vor diesem Hintergrund setzt auch die Geldanlage in erneuerbare Energien ein fundiertes Verständnis wirtschaftlicher Zusammenhänge voraus, das aber in breiten Schichten der Bevölkerung bestenfalls rudimentär vorhanden ist. Eine solide ökonomische und finanzielle Allgemeinbildung ist auch der beste Anlegerschutz: Ob eine bestimmte Anlageform für einen Anleger geeignet ist oder nicht, kann letztlich nur er / sie selbst beurteilen und entscheiden.

Umso wichtiger ist es, die ökonomische Bildung und das finanzielle Allgemeinwissen in der Bevölkerung zu stärken, etwa durch ein eigenständiges Fach Ökonomie an allen allgemeinbildenden Schulen. Hierfür tritt das Deutsche Aktieninstitut schon seit längerem ein.

3.4 Finanzmarktrichtlinie: Belastung für Energieversorger vermeiden

Die Finanzmarktrichtlinie MiFID, die derzeit überarbeitet wird, soll u.a. den Anlegerschutz auf den Kapitalmärkten erhöhen und die Integrität des Wertpapierhandels stärken. Im Fokus der Reformüberlegungen stehen auch die Warenderivatemärkte, zu denen die Märkte für Energiederivate zählen. Bislang

galten für Unternehmen der Realwirtschaft sachgerechte Ausnahmeregelungen, die im Zuge der Neuausrichtung der MiFID jedoch deutlich eingeeengt werden könnten. Von diesen restriktiveren Ausnahmeregelungen wären insbesondere Energieversorger betroffen, die in großem Umfang mit Warenderivaten handeln. Die Unternehmen könnten u.U. gezwungen sein, den Status einer Wertpapierfirma anzunehmen. Dies wäre u.a. mit einer Registrierungspflicht, der Anwendung aufwendiger Eigenmittelvorschriften nach der Capital Requirements Directive / Regulation (CRD IV bzw. CRR), die sich eigentlich primär an Banken richten, sowie der Clearingpflicht nach der Derivateverordnung EMIR verbunden, von der es eigentlich Ausnahmeregelungen für die Realwirtschaft gibt.

Die mit diesen Anforderungen verbundenen Zusatzkosten würden zu Lasten von Investitionen und Beschäftigung gehen. Damit verringern sich auch die Möglichkeiten der Energiewirtschaft, in erneuerbare Energien zu investieren. Daher sollte im laufenden Gesetzgebungsprozess klargestellt werden, dass Unternehmen der Realwirtschaft weiter von wesentlichen Bestimmungen der Finanzmarkttrichtlinie ausgenommen sind, zumal ein zu weiter Anwendungsbereich keinen Zusatznutzen für den Anlegerschutz und die Systemstabilität bringen würde.

3.5 Regulatorische Hürden für institutionelle Investoren abbauen

3.5.1 Solvency II: Angemessene Eigenmittelunterlegung von Energieinvestitionen

Mit Solvency II erfolgt eine Überarbeitung der Eigenmittelregulierung für Versicherer. Die Höhe der regulatorisch erforderlichen Eigenmittel berechnet sich darin nach einem Standardmodell oder nach internen Methoden, bei denen die Versicherer verschiedene Risikoparameter nach vorgegebenen Mindestanforderungen selbst schätzen können.

Nach dem derzeitigen Beratungsstand zu Solvency II droht im Standardmodell die Eigenkapitalbereitstellung durch die Versicherungswirtschaft erschwert zu werden. Beteiligungen an erneuerbaren Energieprojekten werden mit Anlagen in nicht börsennotierte Beteiligungen gleichgesetzt und dementsprechend mit einem Risikogewicht von 49 Prozent versehen, was aber – unter der Voraussetzung stabiler politischer Rahmenbedingungen – dem relativ niedrigen Risiko dieser Investitionen widerspricht. Die mit der hohen Eigenmittelunterlegung verbundenen Kosten würden diese Investitionen erschweren.

Eine eigene Risikoklasse mit einer niedrigeren Eigenmittelunterlegung für erneuerbare Energien sollte dem spezifischen Risikoprofil dieser Investitionen adäquat Rechnung tragen. Statt an Aktienrisiken könnte sich das Risikogewicht dieser Investitionen an den deutlich niedrigeren Risikogewichten für

Zinsrisiken orientieren. Konsequenterweise muss sich diese Risikosicht auch in der Zertifizierung der internen Modelle widerspiegeln, wenn es um Anlagen in erneuerbare Energien geht.

3.5.2 *Überarbeitung der BaFin-Anlageverordnung: (Netz-)Infrastrukturen berücksichtigen*

Um im Insolvenzfall die Leistungsansprüche der Versicherungsnehmer bedienen zu können, müssen Versicherer einen Teil ihrer Kapitalanlage als gebundenes Vermögen zurücklegen, wovon der größte Teil das Sicherungsvermögen darstellt. Was Teil dieses Sicherungsvermögens sein darf, regelt die Anlageverordnung der BaFin, die im Jahr 2013 überarbeitet werden soll.

Um den Versicherern mehr Spielraum für Investitionen in erneuerbare Energien zu geben, sollten bei der Überarbeitung der Anlageverordnung folgende Aspekte berücksichtigt werden:

- Direkte und indirekte Anlagen in Beteiligungen bei Konzernunternehmen des Versicherungsunternehmens sind bislang u.a. auf Unternehmen beschränkt, deren alleiniger Zweck im Betrieb von Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien besteht. Konsequenterweise sollte diese Ausnahme auf konzerneigene Infrastrukturprojekte erweitert werden, um die Möglichkeiten der Versicherer, diese Projekte zu finanzieren, nicht unnötig zu beschränken;
- Zudem sollten auch Fremdkapitalfinanzierungen von Infrastrukturprojekten als Sicherungsvermögen unter der Anlageverordnung anerkannt werden. Allerdings sollte auf prohibitive Besicherungsanforderungen, z.B. durch Immobilien, verzichtet werden.

3.5.3 *Keine überzogen strikte Trennung von Erzeugung und Transport*

Ziel der vom Gesetzgeber geforderten eigentumsrechtlichen Trennung von Energieerzeugung und Energietransport ist es, Wettbewerbsverzerrungen zu verhindern und somit gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Marktteilnehmer zu schaffen.

Institutionelle Investoren sind i.d.R. faktisch nicht hinreichend integriert bzw. verfügen nicht über entsprechende Voraussetzungen, um den Wettbewerb tatsächlich zu stören. Häufig finden die Investitionen in Energieerzeugung und Energietransport auch in weitgehend getrennten Märkten bzw. unterschiedlichen Ländern statt.

Die geforderte eigentumsrechtliche Trennung von Energieerzeugung und Energietransport sollte daher für institutionelle Investoren keine unangemessene Hürde darstellen, die Produktion von erneuerbaren Energien und den Netzausbau gleichzeitig zu finanzieren. Eine Situation, in der sich ein institu-

tioneller Investor entweder für die Energieerzeugung und gegen den Energietransport oder vice versa entscheiden muss, ist wenig zielführend. Auch wird das Anlageuniversum unnötigerweise eingeschränkt, wenn sich ein institutioneller Investor auf die Rolle des Fremdkapitalgebers beschränken muss oder in die Rolle eines über Gebühr passiven Eigenkapitalgebers gezwungen wird. Eine stärkere Differenzierung der Entflechtungsvorschriften, die diese Aspekte berücksichtigt, wäre daher wünschenswert.

3.5.4 Benachteiligung von Langfristfinanzierungen in der Bankenregulierung vermeiden

Die europäische Umsetzung von Basel III durch die Capital Requirements Directive CRD IV bzw. Capital Requirements Regulation CRR betrifft die Kreditwirtschaft und deren Fähigkeit, als Kreditgeber erneuerbare Energien zu finanzieren.

In diesem Zusammenhang relevant sind insbesondere die geplanten Liquiditätsanforderungen durch eine strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR) sowie eine Verschuldungsgrenze (Leverage Ratio). Die Kennziffer NSFR, die ab 2018 verbindlich werden soll, erfordert künftig eine stärkere Fristenkongruenz der Refinanzierung langfristiger Kredite. In der Konsequenz werden langfristige Investitionskredite, zu denen auch Kredite für erneuerbare Energien gehören, deutlich teurer.

Die NSFR darf die Möglichkeiten der Banken, langfristige Kredite für Energieprojekte bereitzustellen, nicht über Gebühr einschränken. Bei der Evaluierung und der finalen Festlegung dieser Kennziffer, für die zunächst eine Beobachtungsphase vorgesehen ist, sollten daher die Auswirkungen auf langfristige Finanzierungen wie Kredite für Energieprojekte angemessen analysiert und, wenn nötig, Anpassungen der Regeln vorgenommen werden.

Die Leverage Ratio, welche nach den jüngsten Vorschlägen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht von 2015 bis 2018 eingeführt werden soll, ist insbesondere für die Vergabe von Kommunalkrediten kritisch, die ein wichtiges Instrument zur Finanzierung von kommunalen Energieprojekten sind. Kern dieser Kennziffer ist eine Begrenzung des Verschuldungsgrads einer Bank, dem Verhältnis zwischen bilanziellem Fremdkapital und Eigenkapital, auf drei Prozent.

Eine Möglichkeit, den Verschuldungsgrad zur Einhaltung der aufsichtlichen Anforderungen zu senken, ist der Abbau von Aktiva. Es ist zu befürchten, dass Kommunalkredite als wenig risikoreiche und margenarme Geschäfte hiervon besonders betroffen sein werden. Damit wäre mit einer Verknappung dieser Kredite zu rechnen, die aber wesentlich dazu beitragen, kommunale Energieprojekte zu finanzieren. Die Leverage Ratio sollte daher auch über 2018 hinaus nicht verbindlich vorgeschrieben werden. Vielmehr sollte es ge-

nügen, wenn diese Kennziffer von den Banken berechnet und gegenüber den Aufsichtsbehörden offengelegt wird.

Fazit: Energiepolitik aus einem Guss erforderlich

Für die deutschen privaten und unternehmerischen Energieverbraucher wie auch für die Energieerzeuger ist eine grundlegende und tabulose Diskussion um die Finanzierung und die Finanzierbarkeit der Energiewende von großer Bedeutung. Ergebnis muss eine Energiepolitik aus einem Guss sein – Stückwerk muss vermieden werden. Allerdings darf diese Diskussion nicht zur Hängepartie werden, die in den Mühlen des anstehenden Bundestagswahlkampfes zermahlen wird. Sowohl Unternehmen als auch Investoren haben ein Bedürfnis nach rechtssicheren und langfristig kalkulierbaren Rahmenbedingungen. Hieran müssen alle politisch Beteiligten gemeinsam arbeiten. Bei allen Interessenunterschieden muss dabei der Erfolg des Projektes Energiewende das alle Verhandlungspartner einende Moment darstellen.