

ASSET RESEARCH

Hamburgische Energiehandlung GmbH
(„Hamburgische Energiehandlung“)
„Sonnenstrom alpha“

- FondsPortrait

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Allgemeine Hinweise.....	3
Emissionshaus.....	4
Beteiligungsgrundlagen	5
Asset Portfolio.....	6
Partnerunternehmen	7
Investition und Finanzierung.....	8
Ertragskonzept.....	9
Kostenkonzept.....	10
Verkaufsplanung.....	11
Anlegerprognose.....	12
Fazit	14

Allgemeine Hinweise

In den Analysen von FondsMedia werden Informationen des Beteiligungsprospektes genutzt. Weiterhin werden Leistungsbilanzen, externe Gutachten u.ä. herangezogen. Für Vergangenheitswerte gilt, dass es keinerlei Garantie oder Gewähr dafür gibt, dass diese oder vergleichbare Ergebnisse auch in der Zukunft eintreten. Es liegt daher nicht in der Absicht von FondsMedia vergangene Ergebnisse als Indikator für zukünftige Ergebnisse oder Zukunftserwartungen zu deklarieren.

Im Mittelpunkt dieser Untersuchung steht der Beteiligungsprospekt zur Sonnenstrom alpha GmbH & Co. KG, Stand Juni 2010 (in dieser Untersuchung als „Sonnenstrom alpha“ bzw. „Fondsgesellschaft“ bezeichnet. Die für die Analysen genutzten Quellen werden allgemein für glaubwürdig und zuverlässig befunden. FondsMedia übernimmt jedoch keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen.

Haftungsansprüche gegen FondsMedia, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen.

Die Inhalte der Analysen und Studien von FondsMedia dienen lediglich der Information und stellen keine Anlageberatung, Empfehlung oder Aufforderung für eine Investition dar.

Alle in den Analysen und Studien genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichnungsrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aus der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Marken- und Warenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Das Urheberrecht für veröffentlichte, von FondsMedia selbst erstellte Objekte verbleibt allein bei FondsMedia. Eine Vervielfältigung oder Verwendung der Grafiken und Texte dieser Publikation in anderen elektronischen oder gedruckten Publikationen ist ohne ausdrückliche Einwilligung von FondsMedia nicht gestattet. Entsprechendes gilt gegenüber Dritten.

Der Vermögenszuwachs errechnet sich aus der Summe aller Mittelrückflüsse nach Steuern, von denen die Beteiligung plus Agio abgezogen wird. Der verbleibende Überschuss wird dann durch die Beteiligung und die Laufzeit geteilt. Der Vermögenszuwachs ist im Gegensatz zur Methode des internen Zinsfußes mit den Ergebnissen anderer Anlageklassen problemlos vergleichbar.

Die Laufzeiten werden in dieser Untersuchung ganzjährig ermittelt, bei der Analyse hinsichtlich der Performance der historischen Schiffsfonds der Hamburgischen Seehandlung werden damit das Emissions- und Verkaufsjahr voll angerechnet. Die Ergebnisse verstehen sich nach Steuern und sämtlichen Kosten in EUR.

Hamburg, im Juli 2010

Emissionshaus

Prospektherausgeber des Sonnenstrom alpha ist die Hamburgische Energiehandlung GmbH („Energiehandlung“). Es handelt sich um den ersten Solarfonds, so dass eine langfristige Ergebnisanalyse platzierter Solarfonds derzeit nicht möglich ist, was für nahezu sämtliche Anbieter von Solarfonds gleichermaßen gilt. Die Vorbereitungszeit für die Emission von Sonnenstrom alpha hat ca. drei Jahre in Anspruch genommen, woran der Anspruch an Sicherheit und die dafür notwendige Detailgenauigkeit seitens der Energiehandlung erkennbar ist.

Die Energiehandlung ist ein Schwesterunternehmen der Hamburgische Seehandlung Gesellschaft für Schiffsbeteiligungen mbH & Co. KG („Seehandlung“), die seit dem Jahr 1995 am Markt geschlossener Fonds als Schiffsspezialist präsent ist. Indikativ lässt sich die Planungs- und Managementqualität der Unternehmensgruppe insofern an den Resultaten für die Anleger der Seehandlung ablesen. Die Leistungsbilanz der Seehandlung zum 31.12.2008 dokumentiert die Ergebnisse für zwanzig laufende Schiffsfonds mit einem Investitionsvolumen von umgerechnet rd. EUR 724 Mio. Hauptgesellschafter der Seehandlung ist die Reederei F. Laeisz Gruppe, die seit dem Jahr 1824 in der Schifffahrt aktiv ist.¹

Die Investitionen hat die Seehandlung mit einer marginalen Abweichung von 0,4% präzise eingehalten. Die Chartererlöse des Schiffsportfolios - umgerechnet in EUR - belaufen sich auf 99,0% der Prospektprognosen und fallen damit robust aus. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das laufende Schiffsportfolio eine gewogene Laufzeit von 8,9 Jahren aufweist und insofern auch relativ schwache Marktjahre durchschiffen musste. Für Schiffsgesellschaften mit ausgelaufenen Prospektplanungen wurden die geplanten und realisierten Ergebnisse gleichgesetzt.

Die Ausgaben, residual errechnet aus Einnahmen und Betriebsüberschüssen, liegen 5,1% oberhalb der Prospektplanungen. Mit Hinblick auf stark gestiegene Betriebskosten in Verbindung mit ungünstigen Wechselkursentwicklungen, die Betriebskosten in EUR nochmals verteuern, fallen die Ausgabenerhöhungen moderat aus. Der Betriebsüberschuss umgerechnet in EUR liegt bei rd. 93% der Prospektplanungen und damit nahezu auf Niveau der Prospektprognosen.

Die realisierten Tilgungen für die Schiffe der Seehandlung fallen mit +13,2% deutlich höher aus als geplant. Die Seehandlung hat auf der Mittelverwendungsseite auf eine beschleunigte Entschuldung der Schiffe gesetzt. Parallel wurden die Auszahlungen auf Portfolio-Ebene zu ca. 82,0% wie geplant durchgeführt. Demzufolge konnte die Seehandlung einen stabilen Cash Flow auf Anlegerebene sicherstellen.

Im Endergebnis ergibt sich für Schiffsanleger der Seehandlung aus Tilgungen, Auszahlungen und Liquiditätsreserven ein Gesamtmittelrückfluss von 14,3% p.a. bezogen auf das investierte Anlegerkapital. Das Ergebnis entspricht rd. 95,3% der Ursprungserwartungen und fällt damit praktisch prognosegemäß aus. Die drei Schiffsverkäufe der Seehandlung erbrachten nach einer mittleren Haltedauer von rd. vier Jahren einen Vermögenszuwachs nach Steuern von durchschnittlich 9,6% p.a. In der Berechnung wurde das Ergebnis für das Vorzugskapital des MS „Pilsun“ wie ein vierter Schiffverkauf berücksichtigt.

Im Endergebnis ist der Seehandlung eine solide und nachhaltig positive Performance für die verkauften und in Fahrt befindlichen Schiffe zu bestätigen. Anleger des Sonnenstrom alpha bauen auf einen souveränen Partner, der für sein Kernsegment eine robuste und nachhaltige Performance vorweisen kann.

¹ Quelle: Seehandlung, Schiffsbeteiligungen 2008, Oktober 2009, eigene Auswertungen.

Beteiligungsgrundlagen

Mit einer Beteiligung an Sonnenstrom alpha handelt es sich um einen Kommanditanteil. Der Kommanditist haftet maximal mit seiner geleisteten, nicht durch Entnahmen zurückgezahlten Einlage. Eine gesetzliche oder gesellschaftsvertragliche Nachschusspflicht besteht nicht. Die in das Handelsregister einzutragende Haftsumme entspricht 10% der Pflichteinlage (Zeichnungssumme ohne Agio). Die Mindestbeteiligung beträgt EUR 10.000 zzgl. 3% Agio.

Eine Besonderheit von Sonnenstrom alpha ist in dem geplanten Erwerb von fünf konkreten Solaranlagen in Süditalien mit einer Nennleistung von knapp 5 Megawatt Peak (MWp) zu sehen. Für die Investitionen werden pro Solarpark italienische Betreibergesellschaften zwischengeschaltet, die sich im Eigentum der deutschen Fondsgesellschaft befinden werden. Während der Investitionsphase findet auf Ebene der deutschen Fondsgesellschaft eine formale Kontrolle der Freigabe und Verwendung des bei den Investoren eingeworbenen Kapitals statt. Bis zum Prospektaufstellungsdatum im wurden die Parks Sanarica 1 und San Cassiano an das Stromnetz angeschlossen, Veglie 3 ist nahezu vollständig fertig gestellt. Parabita 1 und Sanarica 2 sollen im weiteren Jahresverlauf angeschlossen werden. Optional kann in Abhängigkeit vom verfügbaren Investitionskapital die Nennleistung auf bis zu ca. 10 MWp verdoppelt werden. Eine Aufstockung des Investitionsvolumens erfolgt nur dann, wenn sich der prognostizierte Gesamtmittelrückfluss nach Steuern auf Anlegerebene prognosegemäß erhöht.

Sonnenstrom alpha weist aufgrund der Investition in konkrete Solaranlagen einen ausgesprochen hohen Seltenheitswert auf. Typischerweise werden „Blind Pools“ angeboten, deren Investitionsgrundlagen – und damit auch die Zukunftsaussichten der Investoren – von der Einhaltung mehr oder weniger verbindlich zugesagter Absichten des Fondsmanagement abhängen. Welche Solarparks zu welchem Zeitpunkt tatsächlich erworben werden und wie sodann die tatsächlichen wirtschaftlichen Rahmendaten aussehen, muss die Zukunft zeigen. Entsprechend vage verhält sich die wirtschaftliche Prognosezuverlässigkeit.

Die Energiehandlung hat der Fondsgesellschaft Sonnenstrom alpha ein Zwischenfinanzierungsdarlehen in Höhe von insgesamt EUR ca. 11,1 Mio. zur Verfügung gestellt. Dieses Darlehen kann zum Ende der Zeichnungsfrist, spätestens am 31.12.2011, in Kommanditkapital gewandelt werden. Bis zu diesem Zeitpunkt wird das Darlehen mit einem Zinssatz von 5% p.a. verzinst. Der Wandlungsbetrag beträgt ca. EUR 9,8 Mio. inkl. Agio. Der Betrag übersteigt das geplante Kommanditkapital bei Investition in Solarparks mit einer Nennleistung von knapp fünf MWp (EUR 9,8 Mio. inkl. Agio) und wurde als Anzahlung an den deutschen Generalunternehmer geleistet (Deposit-Zahlung). Die geplante Eigenkapitalfinanzierung für Sonnenstrom alpha ist durch das Zwischenfinanzierungsdarlehen sichergestellt. Im Gegensatz hierzu weisen Blind Pools auch hier eine offene Flanke auf.

Die Fondsgesellschaft Sonnenstrom alpha ist auf unbestimmte Zeit gegründet. Eine ordentliche Kündigung ist erstmals Ende zum 31.12.2030 möglich. Die Wirtschaftlichkeitsprognose kalkuliert einen präzisen Zeitraum von zwanzig Jahren ab Übernahme der Solarparks für die garantierten Einspeisevergütungen bei einer Gesamtlaufzeit bis zum 31.12.2030.²

² Alternativ zur Wirtschaftlichkeitsprognose über 20 Jahre wird die Fondsgeschäftsführung von Sonnenstrom alpha den Investoren nach zehn Jahren einen vorzeitigen Verkauf der Solaranlagen zur Entscheidung vorlegen.

Asset Portfolio

Die Solarparks von Sonnenstrom alpha befinden sich in der Apulien, Süditalien, Region Lecce. Die Standorte weisen bis zu 300 Sonnentage auf. Die 5 Photovoltaik-Parks des Sonnenstrom alpha mit einer nominellen Leistung von jeweils knapp 1 MWp liegen in räumlicher Nähe, lediglich einige Kilometer auseinander. Sofern das Volumen auf bis zu ca. 10 MWp erhöht wird, werden sich zusätzlichen Photovoltaik-Parks ebenfalls in Süditalien befinden.

In den Photovoltaik-Parks des Sonnenstrom alpha werden sogenannte SunCarrier installiert, die von der a+f GmbH („a+f“), Würzburg, entwickelt wurden. Der SunCarrier ist ein einachsiges Nachführsystem, das die Modulfläche permanent über die vertikale Achse nach dem aktuellen Sonnenstand ausrichtet. Auf diese Weise wird zu jeder Tageszeit ein optimaler Einfallswinkel für das Sonnenlicht gewährleistet und im Vergleich zu fest aufgeständerten Anlagen ein zusätzlicher Energieertrag von bis zu 35% erzielt. Der durch diese innovative Technologie langfristig deutlich erhöhte Stromertrag ist zwingend für sachlich fundierte Kaufpreisbeurteilungen zu berücksichtigen.

Für die Solarparks des Sonnenstrom alpha werden kristalline Solarmodule verwendet. Im Gegensatz zu Dünnschichtmodulen werden kristalline Solarmodule seit Jahrzehnten für die Gewinnung von Sonnenenergie eingesetzt. Eine Feldstudie, beauftragt durch das Ministerium für Umwelt des Saarlandes, kommt zu dem Ergebnis, dass der Stromertrag von kristallinen Solarmodulen ca. 53,8% höher ausfällt als bei Dünnschichtmodulen.³

Technischen Einzelheiten des Sonnenstrom alpha in der Übersicht

- Gesamtgrundstücksgröße: 24,86 ha
- Anzahl der SunCarrier-Systeme: 133
- Anzahl Module: 21.253
- Anzahl Wechselrichter pro Suncarrier: 1 oder 4 (je nach Typ)
- Art der Module: polykristallin, ein Park monokristallin
- Hochleistungswechselrichter der Hersteller KACO und FRONIUS

Bei Solarfonds mit Dünnschichtmodulen ist im Regelfall der Modulhersteller First Solar Inc. (Phoenix, Arizona) (First Solar) eingebunden. Im Gegensatz zu kristallinen Modulen nutzt man hier Kadmiumtellurid (CdTe) als Absorptionsschicht bzw. Halbleitermaterial und Kadmiumsulfid (CdS) als Fensterschicht.⁴ Der Unterschied gegenüber kristallinen Solarzellen liegt insbesondere in einer effizienteren Schwachlicht-Energieausbeute und einer geringeren Temperaturempfindlichkeit. Dünnschichtmodule werden daher eher an weniger sonnenreichen Standorten eingesetzt.

Im Endergebnis ist bei Kostenbeurteilungen grundsätzlich zu berücksichtigen, dass die Herstellung kristalliner Module weitaus kostenintensiver ist als die Produktion von Dünnschichtmodulen. Im Falle des Sonnenstrom alpha ist weiterhin der deutlich erhöhte Stromertrag aufgrund des Einsatzes der SunCarrier relevant.

³ Quelle: ARGE SOLAR e.V. Beratungszentrum für Energie und Umwelt, Studie über das Flächenpotenzial und die daraus resultierende Anlagengröße möglicher Photovoltaik-Freiflächenanlagen (PV-FFA) von 12 ausgewählten Flächen im Saarland, Hrsg. Ministerium für Umwelt des Saarlandes, März 2009, eigene Berechnungen.

⁴ Quelle: Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau e.V., Forum Photovoltaik-Produktionsmittel, April 2008.

Partnerunternehmen

Zentraler Partner von Sonnenstrom alpha ist a+f, ein Konzernunternehmen des Gildemeister-Konzerns. a+f hat bislang ca. 60 Photovoltaik-Parks in 5 Ländern mit einer Nennleistung von rd. 100 MW_p gebaut bzw. im Bau. Insgesamt erzielte die Gildemeister AG trotz eines sehr schwierigen Marktumfeldes in 2009 ein positives Ergebnis. Der Umsatz beläuft sich auf rd. EUR 722,8 Mio., der Jahresüberschuss auf Konzernebene beträgt ca. EUR 4,7 Mio. Zum 31. Dezember 2009 betrug der Auftragsbestand im Konzern rd. EUR 586,7 Mio., davon entfielen ca. EUR 248,2 Mio. auf die Sparte Solartechnik.⁵

Ein Alleinstellungsmerkmal des Sonnenstrom alpha besteht in der direkten Einbindung von Führungspersonen von a+f in die Geschäftsführung der Betreibergesellschaften und der Fondsgesellschaft. Diese Konstellation geht über rein vertragliche Beziehungen hinaus und führt dazu, dass der Asset Manager quasi mit den Fondsmanagern und Anlegern direkt mit am Tisch sitzt.

a+f bzw. ein italienisches Schwesterunternehmen errichten als Generalunternehmer die Solarparks für Sonnenstrom alpha und übernehmen sodann die laufende Betreuung über die gesamte Planlaufzeit von zwanzig Jahren. Die Übernahme der Solarparks durch die Betreibergesellschaften von Sonnenstrom alpha erfolgt erst, nachdem die Anlagen fertiggestellt und an das Stromnetz angeschlossen sind. Weiterhin müssen alle Voraussetzungen für die Einspeisevergütung nach dem Conto Energia vorliegen und die jeweiligen Auszahlungsvoraussetzungen der finanzierenden Bank erfüllt sein. Ein Großteil der Bauteile für die Anlagen wird durch a+f direkt an die italienischen Betreibergesellschaften von Sonnenstrom alpha angeliefert. Die Gewährleistungsfrist umfasst drei Jahre, erst nach Ablauf dieser Frist erfolgt eine endgültige technische Abnahme.

Bereits während der Projektentwicklungsphase wurde für Sonnenstrom alpha mit der meteocontrol GmbH („meteocontrol“) ein erfahrener technischer Sachverständiger eingebunden. Im Bereich der internetgestützten Fernüberwachung ist meteocontrol mit rd. 1.000 MW_p betreuter Leistung Marktführer. Meteocontrol hat bzw. wird vertragsgemäß die Betreibergesellschaften von Sonnenstrom alpha sowohl in der Investitionsphase, als auch in der späteren Betriebsphase begleiten und dabei folgende Leistungen einbringen:

- Erstellung von Ertragsgutachten, Klärung technischer Bedingungen vor Ort
- Technische Projektbeurteilung (Due Diligence)
- Bauüberwachung / Überprüfung der Modulleistungen / Auswertung Testbetrieb
- Endabnahme
- Kontinuierliche Qualitätsüberwachung

Mit a+f wurde ein renommierter Anlagenbauer und Betriebsführerin in Sonnenstrom alpha eingebunden. Durch die Integration von meteocontrol sorgt ein unabhängiges Fachunternehmen für ein kompetentes Controlling hinsichtlich der Anlagentechnologie. Sonnenstrom alpha ist damit ein überdurchschnittlich intelligentes Partnerkonzept zu bescheinigen, das in dieser Form im Anlagensegment Solarenergie derzeit einmalig ist.

⁵ Quelle: <http://aq.gildemeister.com/de/4-public-relations/post/339-gildemeister-erzielt-2009-positives-ergebnis>. Die Angaben verstehen sich als vorläufig und stehen unter dem Vorbehalt der Abschlussprüfung sowie der Feststellung des Abschlusses durch den Aufsichtsrat, Stand 11.2.2010.

Investition und Finanzierung

Das geplante Investitionsvolumen beträgt ca. EUR 34,4 Mio. (inkl. Agio). Das Kommanditkapital beläuft sich auf rd. EUR 9,6 Mio. Die Investitionsplanung sieht Darlehen in Höhe von ca. EUR 24,5 Mio. vor. Die prognostizierte Fremdmittelquote beläuft sich auf 71,8% bezogen auf das Gesamtinvestitionsvolumen (exkl. Agio). Die Kaufpreise für die Solarparks liegen exkl. Nebenkosten bei EUR 26,0 Mio. Die Kaufpreise sind jeweils abhängig von der tatsächlich installierten Leistung und können sich geringfügig erhöhen oder ermäßigen. Zur Kaufpreisdeckelung wurde vertraglich ein verbindlicher Maximalpreis festgelegt.

Die Betreibergesellschaften haben grundsätzliche Finanzierungszusagen von zwei finanzierenden Banken erhalten, denen wiederum Finanzierungszusagen der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) zugrunde liegen. Die Zusagen stehen unter bestimmten Vorbehalten, die im Beteiligungsprospekt transparent dargestellt werden.

Die wesentlichen Bedingungen der Finanzierungszusagen sind in einem indikativen Termsheet zusammengefasst. Im Rahmen der endgültigen Formulierung der Kreditverträge können sich geringfügige Abweichungen vom Termsheet ergeben. Die Darlehensvaluta ist jeweils begrenzt auf maximal 80% der Projektkosten und werden marktüblich umfangreich dinglich besichert. Die finanzierenden Banken werden das Darlehen über das KfW Unternehmerkreditprogramm KMU refinanzieren. Die Darlehen haben eine Laufzeit von ca. 17,25 Jahren. Der Zinssatz beträgt nach der anwendbaren Preisklasse E der KfW 4,2% p.a. bei 96% Auszahlung und ist für zehn Jahre fixiert. Nach Ablauf der Festzinsperiode beträgt der kalkulierte Zinssatz 6% p.a.

Nach Auskunft der Energiehandlung wurden ca. 70% der Grundstücksflächen auf denen sich die Solarparks des Sonnenstrom alpha befinden, für einen Kaufpreis von TEUR 881 erworben. Für ein weiteres Grundstück besteht eine Kaufoption, die Oberflächenrechte wurde für einen Nutzungszeitraum von 30 Jahren im Voraus bezahlt. Die Dauer der Oberflächenrechte für das fünfte Grundstück beläuft sich auf 25 Jahre. Die Gebühr beläuft sich auf 0,5% der kalkulierten Einspeisevergütungen (vor Quellensteuer).

Die anfänglichen Fondsnebenkosten ergeben sich aus den Positionen 2.1 Projektentwicklung und Übernahme Risiko, 2.2 Eigenkapitalgarantie und 2.3 Vermittlung Fremdfinanzierung. Hierin ist auch das Agio enthalten. Die anfänglichen Fondsnebenkosten belaufen sich auf EUR 1,942 Mio. bzw. 20,2% des Kommanditkapitals und liegen damit auf Niveau seriöser Solarfonds. Es ist darauf hinzuweisen, dass den anfänglichen Nebenkosten aufgrund der feststehenden Investitionen und Partnernetzwerke im Vergleich zu vielen anderen Solarfonds ein überdurchschnittliches Maß an substantiellen Leistungen gegenübersteht. Blind Pool-Konzepte mit nicht konkretisierten Investitionen in italienische Solarparks weisen bei identischer Berechnungsmethodik anfängliche Fondsnebenkosten von bis zu 28,1% auf.

Die laufenden Fondsnebenkosten ergeben sich aus der Position 3.3 Controlling, Sonstiges, 3.4 Verwaltungs- und Beratungskosten - auf Ebene der Betreibergesellschaften - sowie 7.1 Treuhandvergütung und 7.2 Verwaltungs- und Beratungskosten. Die kalkulierte Kostenquote beträgt durchschnittlich 2,2% p.a. des Kommanditkapitals (kalkulierte Laufzeit 20 Jahre). Von dieser kalkulierten Pauschale werden externe Dienstleister, wie z.B. meteorcontrol, vergütet. Die Treuhandvergütung fällt mit 0,34% p.a. äußerst moderat aus.

Ertragskonzept

Die Einspeisevergütungen für den aus Sonnenenergie erzeugten Strom sind in Italien über zwanzig Jahre im Förderprogramm „Conto Energia“ gesetzlich festgelegt. Zusätzlich zur garantierten Einspeisevergütung (34,6 Cent/kWh für 2010 angeschlossene Anlagen) kann der erzeugte Strom veräußert werden. Der langfristigen Ertragskalkulation von Sonnenstrom alpha liegt durchgängig der von der GSE für das Jahr 2010 garantierte Abnahmepreis von ca. 8,7 Cent/kWh zu Grunde.

Auf die Nominalleistung eines Solarmoduls wirken sich verschiedene Faktoren ergebnismindernd aus. Hier spielen z.B. Leistungsverluste durch Wechselrichter, Kabelverluste, Verschattungseffekte, Eigenstromverbrauch und technisch bedingte Ausfallzeiten eine Rolle. Das Verhältnis von Nominalleistung und Netto-Stromerzeugung wird als Performance Ratio bezeichnet. a+f garantiert für die Solarparks von Sonnenstrom alpha eine Mindest-Performance Ratio von 78% über einen Zeitraum von zwanzig Jahren.

Die von unabhängigen Gutachtern ermittelten Werte liegen geringfügig über der Mindestgarantie von a+f. Im Vorfeld der endgültigen Abnahme wird meteocontrol als technischer Berater der italienischen Betreibergesellschaften den vertragsgemäßen Betrieb einschließlich der Einhaltung der garantierten Performance Ratio überprüfen.⁶

Die prognostizierten Einstrahlungswerte und die erzeugten Energiemengen für Sonnenstrom alpha basieren auf Gutachten von meteocontrol und SolPEG. In der langfristigen Ertragskalkulation werden die Gutachten mit den geringeren Prognosewerten (meteocontrol) zu 2/3 gewichtet bzw. die Gutachten mit den höheren Ergebnissen (SolPEG) zu 1/3. Unterschiede zwischen den Gutachten ergeben sich aus den Ermittlungsmethoden sowie den zugrunde liegenden Zeitreihen.

Im Basisszenario zur Ertragskalkulation für Sonnenstrom alpha wird die p90-Methode angesetzt. Statistisch betrachtet bewirkt dieser Ansatz, dass die kalkulierten Erlöse mit 90%iger Wahrscheinlichkeit erreicht bzw. übertroffen werden. Typischerweise wird bei herkömmlichen Solarenergiefonds der einfache Durchschnittswert angesetzt (p50), so dass die prognostizierten Werte mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% erreicht oder übertroffen werden. Infolgedessen bewirkt die p90-Methode eine deutlich erhöhte Prognosesicherheit. Rechnerisch gesehen stellt der Unterschied zwischen der p90- und der p50-Methode mit Blick auf den Sonnenstrom Alpha einen nennenswerten Sicherheitsabschlag von 7,3% dar. Weiterhin wird eine Anfangsdegradation von 1% zum Abzug gebracht und kalkulatorisch ein fortlaufender Abschlag für eine abnehmende Leistungsfähigkeit der Anlagen (Degradation) von 0,3% p.a. kalkuliert. Im Endergebnis ist Sonnenstrom Alpha eine äußerst vorsichtige Ertragskalkulation zu bescheinigen.

Sollte sich der kalkulierte Stromertrag bei ansonsten unveränderten Annahmen dennoch um 10% gegenüber der Prospektplanung reduzierten, würden Anleger des Sonnenstrom alpha lt. einer Sensitivitätsanalyse im Beteiligungsprospekt gleichwohl einen Vermögenszuwachs von ca. 2,5% p.a. nach Steuern erzielen. Die Fondskonzeption berücksichtigt in der Liquiditätsplanung die für Fremdfinanzierungen im Solarbereich gängigen Anforderungskriterien (DSRA: Debt Service Reserve Accounts, DSCR: Debt Service Cover Ratio in Summe Schuldendienstreservekonto). Diese Detailgenauigkeit lassen unseriöse Solarfonds, dann in der Regel Blind Pools, nicht selten vermissen.

⁶ Auf Grund komplexer Genehmigungsverfahren in Italien, deren zeitlicher Ablauf nur schwer abschätzbar ist, geht der Prospektherausgeber des Sonnenstrom alpha aus heutiger Sicht von späteren Übernahmen als kalkuliert aus. Insoweit es zu einer Verzögerung kommt, sind mit der a+f GmbH wirtschaftliche Ausgleichszahlungen vereinbart. Es wurde ferner vereinbart, dass Erträge aus den Stromverkäufen, die im Zeitraum zwischen Netzanschluss der Anlagen und der Übernahme der Anteile an der jeweiligen Betreibergesellschaft durch den Emittenten erzielt werden, zu 10% der Betreibergesellschaft zustehen.

Kostenkonzept

Die italienischen Betreibergesellschaften von Sonnenstrom alpha haben a+f mit dem Betrieb der Photovoltaik-Anlagen beauftragt. a+f übernimmt den Betrieb, die Überwachung und die Wartung der Photovoltaik-Anlagen über einen Zeitraum von rd. 20 Jahren.

Die Wartung der Photovoltaik-Anlagen beinhaltet auch den Austausch von defekten Teilen (einschließlich der Module und der Inverter) und zwar nicht nur während der Dauer der Gewährleistung, sondern während der gesamten Laufzeit des Vertrages. Gleichzeitig ist die Betreiberin verpflichtet, die Photovoltaik-Anlagen zugunsten der Betreibergesellschaften ausreichend zu versichern. Aufgrund dieses umfangreichen Betreuungskonzeptes ist Sonnenstrom alpha ein weit überdurchschnittliches Maß an Kostensicherheit zu bescheinigen. Sehr positiv ist anzumerken, dass die Wartung auch den Austausch defekter Teile über einen sehr langfristigen Zeitraum beinhaltet.

Für den potenziellen Austausch von Wechselrichtern werden im Zeitraum 2020 bis 2024 kalkulatorisch die Auszahlungen abgesenkt und hierdurch Reserven in Höhe von ca. TEUR 258 aufgebaut. Es handelt sich um eine vorausschauende Reservenbildung, die gängige Solarfonds in der Regel nicht berücksichtigen. Die kalkulatorische Reserve wird zum Ende der Planlaufzeit aufgelöst.

In den ersten 5 Jahren nach Abnahme der Photovoltaik-Anlagen beträgt die Vergütung für a+f jeweils 90% des über den kalkulierten Gesamtstromertrag (bezogen auf sämtliche von den Betreibergesellschaften betriebenen Photovoltaik-Anlagen) hinausgehenden tatsächlichen Gesamtstromertrages. In der Prognoserechnung ergibt sich hieraus für die ersten fünf Betriebsjahre bzw. ein Viertel des Prognosezeitraumes, dass keinerlei Betriebskosten anfallen. Sofern die Ertragsprognosen überschritten würden, würden sich die Erlöse bei maximaler Kostensicherheit gleichwohl leicht erhöhen.

Ab dem sechsten Jahr erhält a+f GmbH eine Vergütung in Höhe von 9,93% des Stromertrages bezogen auf die jeweilige Anlage (vor Quellensteuer) sowie zusätzlich eine Vergütung in Höhe von 35% des über den kalkulierten Gesamtstromertrag des Basis-Szenarios hinausgehenden tatsächlichen Gesamtstromertrages. Aufgrund der relativen Vergütungsstruktur entsteht ein konstantes Verhältnis von Einnahmen und Betriebskosten. Daher ist ein Absinken der Einnahmen bei gleichbleibenden Kosten mit entsprechend verringerten liquiden Betriebsüberschüssen über die Gesamtlaufzeit von Sonnenstrom alpha kategorisch ausgeschlossen.

Die Einbindung des Asset Managers a+f in Sonnenstrom alpha ist als vorbildlich zu beurteilen. a+f ist sowohl in die Geschäftsführung der Betreibergesellschaften wie auch in die Fondsgeschäftsführung unmittelbar integriert. Das Unternehmen verdient an Mehrerlösen, welche die konservativ aufgestellte Erlösprognose überschreiten, angemessen mit. Für die ersten fünf Jahre erhält a+f 90% etwaiger Mehrerlöse, im Gegenzug entfallen sämtliche Kostenrisiken auf Ebene der Betreibergesellschaften.

Ab dem sechsten Jahr verbleiben 65% der potenziellen Mehrerlöse auf Ebene der Betreibergesellschaften und damit mittelbar auf Ebene der Fondsgesellschaft des Sonnenstrom alpha. Aus dieser vertraglichen Struktur entsteht ein Ausgleich der Interessen aller Beteiligten. Es wird eine effiziente Grundlage geschaffen, die geplanten Ergebnisse dauerhaft zu übertreffen.

Von den verbleibenden potenziellen Mehreinnahmen in Höhe von 65% ab dem sechsten Betriebsjahr stehen 80% mittelbar den Anlegern von Sonnenstrom Alpha zu. Im Endergebnis partizipieren Anleger von Sonnenstrom alpha zu ca. 52% an potenziellen Mehrerlösen.

Sollten sich die kalkulierten Erlöse durchgängig um 10% erhöhen, würde sich der Vermögenszuwachs nach Steuern für Investoren des Sonnenstrom alpha bei ansonsten unveränderten Annahmen von ca. 5,0% p.a. auf rd. 6,0% p.a. erhöhen. Damit besteht ein aufgrund der konservativen Wirtschaftlichkeitsprognose ein realistisches zusätzliches Ertragspotenzial auf Anlegerebene.

Hinsichtlich der Relation von Kosten und Ertrag ist bei dem Sonnenstrom alpha zu beachten, dass in den ersten fünf Jahren keinerlei Betriebskosten anfallen. a+f erhält in diesem Zeitraum 90% etwaiger realisierter Mehrerlöse. Bezogen auf die Planjahre 5 bis 10 entspricht dieses einer Kostenersparnis von ca. EUR 1,743 Mio. In dieser Hochrechnung wurde im Interesse vergleichbarer Ergebnisse die im Markt gängige p50-Methode angesetzt.

Weiterhin sind die Anschaffungskosten für die Grundstücke in Höhe von TEUR 881 von den Investitionskosten abzuziehen.

Mit Hinblick auf das geplante Investitionsvolumen exkl. der geplanten Liquiditätsreserve (TEUR 154) ergibt sich unter Verrechnung der Betriebskostensparnisse und Abzug der Grundstückspreise ein Kaufpreisfaktor auf Basis der p50-Methode zum 7,6fachen der ersten vollen Jahreseinnahme. Es handelt sich hier um eine Vollkostenrechnung, die implizit den durch den Einsatz von SunCarriern erhöhten Stromertrag würdigt.

Die Investitionsgrundlagen bzw. das Verhältnis von Investitionskosten und Ertragsaussichten für Investoren von Sonnenstrom alpha erweisen sich damit als grundsollide.

Verkaufsplanung

In der Prognoserechnung für Sonnenstrom alpha wird exemplarisch eine Veräußerung der Photovoltaik-Anlagen Ende 2030 zu 10% der Anschaffungskosten inkl. Anschaffungsnebenkosten angenommen. Ca. 29% des kalkulierten Veräußerungserlöses entsprechen den ursprünglichen Anschaffungspreisen für die angekauften Grundstücke.

Aus heutiger Sicht bestehen diverse alternative Optionen zur kalkulierten Verkaufsplanung. Denkbar ist beispielsweise ein „Repowering“. So wäre es durchaus möglich, nach einigen Jahren leistungsfähigere Module auf den langfristig verfügbaren SunCarrier-Systemen zu installieren und die Solarparks mit sodann höheren Stromerlösen zu entsprechenden Verkaufserlösen komplett als Paket oder sukzessive im Sinne von Einzeltransaktionen zu veräußern. Ein zeitlich vorgezogener Verkauf wäre prinzipiell auch ohne Neuinstallationen durchführbar.

Für den Fall, dass die Fondsgesellschaft mehr als ein Jahr vor Ablauf der prospektierten Laufzeit liquidiert wird, erhält die Energiehandlung im Rahmen der Verteilung des Liquidationsgewinns eine erfolgsabhängige Managementvergütung, sofern die Investoren eine Rendite nach IRR-Methode in Höhe von 6,5% p.a. vor Steuern erzielt haben. Die Erzielung einer positiven IRR-Rendite setzt grundsätzlich die vollständige Rückzahlung des eingezahlten Kapitals voraus.⁷

Die Mehrerlösbeteiligung der Energiehandlung beläuft sich auf 20% des verbleibenden Verkaufserlöses nach Rückzahlung des Eigenkapitals und einer IRR-Verzinsung von 6,5% p.a. vor Steuern. 80% des verbleibenden Erlöses würden die Investoren von Sonnenstrom alpha erhalten. Es handelt sich damit um eine faire und anlegerorientierte erfolgsabhängige Managementvergütung.

Weiterhin erhält die Energiehandlung bei einer vorzeitigen Beendigung des laufenden Geschäftsbesorgungsvertrages eine Abfindung in Höhe von 50% der in den letzten 5 Jahren durchschnittlich gezahlten ergebnisbezogenen Vergütung für jedes Jahr der vorzeitigen Beendigung. Eine Hochrechnung ergibt exemplarisch bei einem vorzeitigen Verkauf im Jahr 2025 eine diesbezügliche Managementgebühr in Höhe von TEUR 366 bzw. 3,8% bezogen auf das Kommanditkapital. Insofern würde sich diese anteilige Managementgebühr nicht nennenswert auf den finalen Anlegererfolg auswirken.

Geht man alternativ in einem gesonderten Risikoszenario davon aus, dass ein erzielbarer Verkaufserlös vollständig für Rückbaukosten verbraucht wird und insofern ein „Nullerlös“ auf Anlegerebene eintritt, läge der Vermögenszuwachs nach italienischen Steuern auf Anlegerebene bei ansonsten unveränderten Annahmen bei ca. 3,6% p.a. Die langfristige Ertragsplanung für Investoren von Sonnenstrom alpha ist damit nicht ultimativ vom Eintritt des kalkulierten Verkaufserlöses abhängig.

Anlegerprognose

Die Wirtschaftlichkeitsprognose für Sonnenstrom Alpha geht von einer ca. zwanzigjährigen Laufzeit aus. Die Gesellschaft ist auf unbestimmte Zeit gegründet und kann ordentlich erstmals zum 31.12.2030 gekündigt werden. Es besteht ein Sonderkündigungsrecht nach 10 Jahren zum 31.12.2020. Ausscheidende Gesellschafter erhalten eine Abfindung auf Basis einer Auseinandersetzungsbilanz, bei der ein etwaiger Firmenwert außer Ansatz bleibt, der ausscheidende Gesellschafter an schwebenden Geschäften nicht teilnimmt und der Buchwert der Vermögenswerte durch 85% des Verkehrswertes der von den italienischen Betreibergesellschaften betriebenen Photovoltaik-Anlagen abzüglich üblicher Verkaufskommissionen und Abwicklungskosten sowie abzüglich eines weiteren Sicherheitsabschlages in Höhe von 3% des Verkehrswertes zu ersetzen ist. Zu welchen finalen Anlegerergebnissen eine vorzeitige Kündigung führen würde, kann aus heutiger Sicht nicht beurteilt werden. Insofern sollten potenzielle Investoren das Sonderkündigungsrecht im Rahmen der langfristigen Finanzplanung vernachlässigen.

⁷ Der interne Zinsfuß gibt vereinfacht ausgedrückt die Verzinsung des durchschnittlich gebundenen Kapitals an. Die Zeitpunkte und Höhe der Ein- und Auszahlungen spielen daher eine zentrale Rolle. Durch den Bezug auf die zeitliche Kapitalbindung sind Renditenangaben nach der Methode des internen Zinsfußes grundsätzlich nur mit gleich gelagerten Investitionen vergleichbar. Für das Verständnis der Renditenangaben ist zu beachten, dass sich die Angaben auf das durchschnittlich gebundene Kapital vor Steuern beziehen, also nicht auf die Nominalbeteiligung. Alternativanlagen wie Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere können mit der Methode des internen Zinsfußes nicht sinnvoll verglichen werden.

Die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen werden im Beteiligungsprospekt transparent und ausführlich dargestellt. Die Anleger beteiligen sich mittelbar über den Emittenten an drei italienischen Betreibergesellschaften, die durch Erzeugung elektrischer Energie gewerbliche Einkünfte erzielen. Die Gewinne der Betreibergesellschaften unterliegen ausschließlich dem italienischen Besteuerungsrecht und sind in Deutschland unter Progressionsvorbehalt von der Besteuerung freigestellt. Als aus italienischer Sicht ausländische Personengesellschaft unterliegt der Emittent mit den auf ihn entfallenden Gewinnen der Betreibergesellschaften der italienischen Körperschaftsteuer. Die auf die Fondsgesellschaft entfallenden Ergebnisanteile der Betreibergesellschaften unterliegen im Wesentlichen einem Körperschaftsteuersatz von 27,5%. Einbehaltene Quellensteuerbeträge werden auf die Körperschaftsteuer angerechnet. Weiterhin greifen in Italien geringfügige kommunale Steuern. Die deutsche Fondsgesellschaft erzielt aus den Beteiligungen an den Betreibergesellschaften gewerbliche Einkünfte nach § 15 Abs. 3 Nr. 1 EstG.

Die Anlegerprognose für von Sonnenstrom Alpha sieht im Basisszenario für den Zeitraum 2011 bis 2019 jährliche Auszahlungen in Höhe von 8% p.a. bezogen auf die Nominaleinlage vor. Für die Jahre 2020 bis 2024 werden durchschnittliche Auszahlungen in Höhe von 6,3% p.a. geplant, Hintergrund für die reduzierten Planauszahlungen sind kalkulatorische Rückstellungen für den Austausch von Wechselrichtern. Für den Zeitraum 2025 bis 2029 werden durchschnittliche Auszahlungen von 13,9% p.a. kalkuliert. Der Anstieg der Planauszahlungen ist darauf zurückzuführen, dass die Fremdmittel planmäßig ab dem Jahr 2027 vollständig getilgt sind und damit die auszahlbaren Betriebsüberschüsse entsprechend ansteigen. Im Endergebnis liegt der geplante Vermögenszuwachs nach italienischen Steuern bei ca. 5,0% p.a.

Im Zielszenario zum Sonnenstrom alpha steigt der geplante Vermögenszuwachs nach Steuern auf ca. 8,0% p.a. an. Hier werden die Ertragsgutachten auf Basis der p50-Methode gleichgewichtet und eine Erhöhung der Marktstrompreise um 2% p.a. hochgerechnet. Die kalkulierte Strommenge wird rechnerisch um 4% erhöht, d.h. es wird eine Performance Ratio von 81% statt 78% kalkuliert. Weiterhin wird der kalkulierte Verkaufspreis von 10% auf 20% der ursprünglichen Anschaffungskosten inkl. Nebenkosten erhöht. Das Zielszenario stellt eine Angleichung an gängige Kalkulationsmodelle für Solarfonds dar und ist insbesondere für Vergleichszwecke nützlich.

Fazit

Mit der Energiehandlung handelt es sich um ein Schwesterunternehmen der Seehandlung. Die Seehandlung ist seit dem Jahr 1995 am Markt präsent und kann für das Kernsegment Schiffsfonds eine robuste und nachhaltige Performance vorweisen. Anleger von Sonnenstrom alpha bauen damit auf ein seriöses und erfahrenes Emissionshaus.

Sonnenstrom alpha zeichnet sich durch ein gesichertes Investment in mindestens fünf italienische Solarparks aus und unterscheidet sich hierdurch positiv von den am Markt vorherrschenden „Blind Pools“. a+f als Asset Manager wurde in die Geschäftsführungen der Betreibergesellschaften und der Fondsgesellschaften eingebunden. Das Unternehmen partizipiert nennenswert an gegenüber der Prospektplanung erhöhten Erlösen. Eine solche Integration hat mit Blick auf Solarfonds Seltenheitswert und stellt ein Alleinstellungsmerkmal für Sonnenstrom alpha dar. a+f ist ein Tochterunternehmen des Gildemeisterkonzerns, der im Segment Solarenergie ein Auftragsbuch von einer Viertelmilliarde Euro vorweisen kann. Es handelt sich damit um einen äußerst versierten Asset Manager im Segment Solarenergie.

Die Fondskonzeption verbindet eine Reihe von Sicherheitskomponenten. Der Ansatz der p90-Methode führt faktisch zu einem gesonderten Sicherheitsabschlag von ca. 7,3% auf die kalkulierbaren Stromerlöse. Die Betriebskosten fallen prinzipiell relativ zu den realisierten Stromerlösen an, d.h. Kostenerhöhungen zu Lasten der liquiden Betriebsüberschüsse sind prinzipiell ausgeschlossen. Der Einsatz der SunCarrier-Systeme an einem überdurchschnittlich sonnenreichen Standort ist sinnvoll, da hieraus signifikante Mehrerlöse über einen sehr langen Planungszeitraum zu erwarten sind.

Im Rahmen der Fondskonzeption wird dem Asset Manager a+f mit meteocontrol ein versierter Partner zur Seite gestellt, der die Performance der Solarparks unabhängig vom Asset Manager überwacht und insofern eine kompetente Schnittstelle zwischen Asset Management und Fondsmanagement darstellt. An dieser Konstellation wird einmal mehr deutlich, warum die Energiehandlung mehrere Jahre in die Vorbereitung von Sonnenstrom alpha investiert hat.

Unter Berücksichtigung der spezifischen Besonderheiten für Sonnenstrom alpha ergibt sich auf Vollkostenbasis ein Kaufpreisfaktor zum 7,6fachen der ersten vollen geplanten Jahresstromeinnahme. Simplifizierte Vergleiche, welche die Betriebskostenvorteile, erhöhte Stromausbeute, den Ansatz der p90-Methode und Grundstückspreise vernachlässigen, müssen zwangsläufig zu Fehlurteilen führen.

Der geplante Vermögenszuwachs nach Steuern von rund 5% p.a. basiert auf insgesamt konservativen und damit realistischen wirtschaftlichen Prämissen. Bei Angleichung der Annahmen an die im Segment Solarfonds häufig wenig zimperlichen Kalkulationsgrundlagen schnellert der planbare Vermögenszuwachs nach italienischen Steuern sprunghaft auf rund 8% p.a. an.

Hieran werden zwei Dinge deutlich: Erstens: Die Energiehandlung verspricht lieber konservativ geplante Ergebnisse und verzichtet auf allzu euphorische Zielsetzungen. Zweitens: Im Segment Solarfonds herrscht mit Hinblick auf Fondskalkulationen Kraut und Rüben vor, d.h. insbesondere unseriöse Beteiligungsofferten glänzen mit abenteuerlichen Renditeversprechungen. Wer einen seriösen und qualitativ hochwertigen Solarfonds sucht, wird mit Sonnenstrom alpha zweifellos fündig. Es handelt sich um eine Beteiligungsofferte, die sich wohlthuend von den überwiegend fragwürdigen Solarabenteuern am Markt abhebt.



FMG FondsMedia GmbH
Wichmannstrasse 4
Haus 1 West
22607 Hamburg
Phone: ++49 (40) 854 076 - 0
Fax: ++49 (40) 854 076 - 40
info@fonds-media.de
www.fondsmedia.com