White Owl Nachhaltigkeitsfonds 02

White Owl bietet einen Nachfolgefonds an, der wiederum in spanische Solarkraftanlagen investieren soll. Die Konzeption ist gelungen, die Zahlen sind sehr konservativ. Für deutsche Anleger gewöhnungsbedürftig ist die Tatsache, daß die Ziel-Investments noch nicht eindeutig definiert und vertraglich angebunden sind.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst

Der Initiator

Die White Owl Capital AG, Berlin, wurde 2007 gegründet. Der vorliegende Fonds ist das zweite Angebot des Hauses, wiederum mit einer Investition in spanische Solarkraftwerke. Die Entscheidungsträger des Hauses sind sämtlich langjährig erfahren im Bereich geschlossener Fonds. Über den Vorgängerfonds wurde ein Eigenkapital von €25 Mio. gesammelt.

Auf Fragen reagierte der Anbieter innerhalb von 11 Tagen. Die Reaktion auf die Fragen war fundiert.

Schwächen | Auf Grund der kurzen Historie ist noch keine Leistungsbilanz möglich.

Stärken | Junger Initiator mit erfahrenen Entscheidungsträgern.

Der Prospekt

Mit rund 212 Seiten sprengt der Prospekt für mich deutlich den Rahmen des angenehm Lesbaren. Vergleichbare Angebote finden auch auf 130 Seiten ausreichend Raum. Durch sehr viele Wiederholungen verliert der Text in meinen Augen an Schärfe und ermüdet. Davon abgesehen ist die Aufmachung ansprechend.

Der Markt

Die weltweite Photovoltaik-Produktion wächst mit jährlichen Zuwachsraten von mehr als 30%. Auf Spanien entfällt mit rund 63% der Gesamtleistung von 2.020 MW der Löwenanteil. Spanien überzeugt durch eine hohe Sonneneinstrahlung, große Gebiete mit geringer Besiedlung und einer hohen Einspeisevergütung. Durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz (in Spanien: Real Decreto RD 661/2007 und künftig RD 1578/2008) ist eine Planungssicherheit bezüglich der Stromabnahme gegeben. Die Betreibergesellschaften bieten den erzeugten Strom in Spanien grundsätzlich über den freien Markt (OMEL-Markt) an. Neben einer Grundvergütung zahlt der Netzbetreiber beim festen Abnahmetarif eine Mindestvergütung gezahlt, die jährlich an die Inflationsrate angeglichen wird. Die Auftragsbücher der Hersteller von Solarmodulen sind gefüllt, was sich deutlich bei den Preisen bemerkbar macht. Derartige Preisschwankungen sind für den Fonds nicht relevant, da es sich nicht um eine Projektentwicklung handelt. Ein Preisrisiko trägt der Projektant, von dem die Kraftwerke erworben werden sollen.

Stärken | Interessanter Markt mit enormem Wachstumspotential. Hohe Planungssicherheit auf Grund staatlicher Förderung.

Die Investitionskriterien

Der Fonds wird in bestehende und noch zu errichtende Kraftwerke in Spanien investieren. Der Kaufpreis für jede Anlage darf das 9,5fache des Jahresertrags nicht übersteigen. Damit ist gewährleistet, daß unabhängig vom Stromertrag die Fondskalkulation aufgeht. Vor dem Erwerb bestehender Anlagen müssen zwei Ertragswertgutachten erstellt werden. Zusätzlich findet eine umfangreiche technische Prüfung durch den für alle Investitionen zuständigen technischen Betreuer statt. Offensichtlich ist vorab ein Zielportefeuille von 6 Kraftwerken identifiziert, aber noch nicht vertraglich angebunden. 4 Kraftwerke sollen zwischen Juni und September 2008 errichtet worden sein. Die beiden anderen (Dachflächen-Anlagen) sollen ab dem dritten und vierten Quartal 2009 in das Stromnetz einspeisen. Insgesamt sollen die Kraftwerke eine Nennleistung von 20 MWp produzieren.

Stärken | Die Investitionskriterien sind nachvollziehbar, die Umsetzung erfolgt durch einen im spanischen Strommarkt etablierten Experten aus dem Haus vor Ort.

Der Fonds wird in bestehende und noch zu errichtende Kraftwerke in Spanien investieren.

Die Anlagen

Da die Zielanlagen noch nicht konkret vertraglich angebunden sind, liegen keine endgültig belastbaren Aussagen zu den technischen Spezifikationen vor. Laut Prospekt sollen die Anlagen in jedem Fall etablierte Technik verwenden.

Die Sicherheitsabschläge sind umfangreich: Insgesamt sollen vom gutachterlich ermittelten Bruttoertrag einer Anlage 22 % als Abschlag für technischen Ausfall und Minderertrag abgezogen werden. Für den Fonds wird ein Leistungsverlust der Anlagen (Degradation) von 0,25 % p. a. angenommen. Derartige Annahmen sind durch Langzeit-Studien, beispielsweise des Fraunhofer-Instituts, belegbar.

Die Anlagen werden schlüsselfertig zu einem Festpreis übergeben. Als technischer Begleiter für den Fonds fungiert die Firma aBalados S. L., Sevilla. Deren Management hat langjährige Erfahrung im Errichten von Solarkraftwerken in Spanien. Bis heute wurde ein Volumen von rund 200 MWp umgesetzt.

Der Initiator hat als Vertreter vor Ort einen versierten Marktkenner (Florian Pfeffer) eingestellt, der langjährige Erfahrung in der Konzeption, Finanzierung und Umsetzung von Solarstromanlagen in Spanien vorweisen kann.

Weder der externe Partner noch Florian Pfeffer erfahren eine leistungsabhängige Vergütung ihrer – für das Fondsergebnis unbedingt essentiellen – Arbeitsqualität.

Schwächen | Bisher sind noch keine Anlagen vertraglich angebunden, damit ist keine endgültige Bewertung ihrer Technik möglich. Partner werden nicht leistungsabhängig entlohnt.

Stärken | Neue und hochwertige Anlagen, die Sicherheitsabschläge fallen sehr hoch aus.

Da die Zielanlagen noch nicht konkret vertraglich angebunden sind, liegen keine endgültig belastbaren Aussagen zu den technischen Spezifikationen vor.

Das Konzept

Der Fonds wird ein Portefeuille spanischer Solarkraftanlagen erwerben. Neben bereits bestehenden Anlagen können auch neue Anlagen errichtet werden. Bisher sind noch keine Zielinvestments angebunden, es wurde aber offensichtlich eine Vorauswahl getroffen. Damit liegt ein eingeschränktes Blind-Pool-Risiko vor. Vorteilhaft ist die Tatsache, daß der Anbieter durch den Vorgängerfonds im Zielsegment Erfahrungen gesammelt hat. Die geplante Laufzeit bis Ende 2034 fällt sehr lang aus. Der Anleger hat eine einmalige Rückgabeoption Ende 2020, was ich für positiv halte. Über die Planlaufzeit soll der Anleger kumulierte Ausschüttungen von mindestens 338 % erhalten. Die Ausschüttungen sind vergleichsweise konservativ. Da der Fonds sehr hohe Risikoabschläge vornimmt, besteht ein ausgeprägtes Mehrertragspotential. Mit rund 20,8 % (bez. auf EK incl. Agio) fallen die Weichkosten durchschnittlich aus. Die Fremdfinanzierungsquote von 68 % ist ebenfalls durchschnittlich. Die Investitionsvorgaben sind nachvollziehbar und sinnvoll. Aus Fondssicht sollte es kaum negative Überraschungen geben. Das Marktumfeld ist sehr positiv. Da Spanien weltweit die höchste Ertragskapazität im Solarbereich bringt, liegen im Land sehr umfangreiche Erfahrungen zum Thema vor. Damit ist die Planungssicherheit sehr hoch. Die gesetzlich verankerte Förderung von Solarstrom ist vergleichsweise hoch. Durch das Einbinden von in Spanien etablierten und erfahrenen Partnern sinkt das Gesamtanlagerisiko weiter. Allerdings vermisse ich eine leistungsabhängige Entlohnung der Partner.

Schwächen | Ziel-Portefeuille ist noch nicht vertraglich angebunden. Partner werden nicht leistungsabhängig entlohnt.

Stärken | Neue Anlagen (geplant) an geeignetem Makrostandort. Hohe Sicherheitsabschläge. Rückgabeoption für Anleger nach 10 Jahren Fondslaufzeit. Hohes Mehrertragspotential. Sehr ausgeprägte Planerfüllungssicherheit.

Zahlen und Fakten

Investition	Erwerb bestehender und Errichten neuer Solarkraftwerke in Spanien
Kapazität	zwischen 1 und 10 MWp
Einkunftsart	Einkünfte aus Gewerbebetrieb
Mindestzeichnungssumme	€ 10.000 zzgl. 5 % Agio
Laufzeit	planmäßige Laufzeit bis 31. 12. 2034, einmalige Rückgabeoption für Anleger zum 31. 12. 2020
Gesamtaufwand	€ 83.758.875
Mindestvolumen	€ 5 Mio.
Kommanditkapital	€ 25 Mio. zzgl. 5 % Agio
Fremdkapital	€ 57.508.875 (68 %), Laufzeit 15 Jahre, Zinsfestschreibung voraussichtlich 10 Jahre, Tilgung innerhalb 15 Jahren
Ausschüttungen	geplant von 9,6 % p. a. (2011) auf 30,6 % p. a. (2023) steigend, kumuliert 338 %
Weichkosten	20,8 % (bez. auf EK), 6,5 % (bez. auf GK), jeweils incl. Agio
Investitionsquote	90,88 % incl. Agio
Liquiditätsreserve	€ 971.389
Kostensteigerungsraten	2 % p. a.
Plazierungsgarantie	keine
Technische Begleitung	aBalados S. L., Sevilla
Gutachten	2 Gutachten müssen jeweils vor Ankauf erstellt werden
Alleinstellungsmerkmale	Außerordentlich hohe Sicherheitsabschläge. Ziel-Portefeuille soll aus bereits laufenden und neu zu errichtenden Anlagen bestehen.

Summa summarum

*halte ich das Angebot „Nachhaltigkeitsfonds 02“ des Initiators White Owl Capital AG, Berlin, für einwandfrei. Das Konzept ist konservativ und sicherheitsorientiert. Tatsächlich kann es auf Einnahmeseite wenig Überraschendes geben. In meinen Augen hat das Angebot eine Bewertung mit **„einwandfrei“ (2+)** verdient.* ■