

DER MARKT FÜR REGENERATIVE ENERGIEN – VOM HYPE ZUM BUSINESS-CASE

Mit der Zunahme an Meldungen über Klimawandel, CO₂-Ausstoß und nicht zuletzt den stetig steigenden Energiekosten hat sich in den letzten beiden Jahren auch für Investoren die Überlegung konkretisiert, in diesen Markt einzusteigen. Ist eine konservative Betrachtung von Geschäftsmodellen in emotional durchdrungenen Märkten überhaupt möglich? Eine kleine Fallstudie ...

Der Gedanke einer Investition in regenerative Energiequellen irgendwelcher Art wird natürlich grosso modo auch dadurch befördert, dass sich die weitere Steigerung der Energiepreise aus Erdöl und Gas aufgrund des kontinuierlichen Aufstiegs der Schwellenländer und BRIC-Staaten und deren Nachfrage als langfristige Tendenz zu etablieren scheint. Dennoch, so sagt einem die nüchterne Überlegung, ist die Investition in „Umweltunternehmen“ kein „No-Brainer“, in den man ohne Weiteres, das heißt ohne Verlustrisiko, investieren kann. Denn gerade aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist oder wird der Markt der regenerativen Energien ein Markt wie jeder andere sein. Nicht nur werden sich verschiedene technologische Methoden zur Energiegewinnung unterschiedlich entwickeln und in den einzelnen Segmenten ein massiver Wettbewerb entstehen, spätestens nach dem Ende der Subventionierung wird sich auch zeigen, welche Art von Unternehmen sich vom Geschäftsmodell und Wertschöpfungskonzept her als fähig erweist, betriebswirtschaftlich eigenständig und dauerhaft profitabel zu bestehen. Überdies wird es auf Sicht auch hier not-

wendigerweise zu Konsolidierungen kommen. Die Frage lautet also am Ende nicht nur, ob die Investition in regenerative Energiegewinnung wirtschaftlich sinnvoll ist, sondern auch und vor allem, welches Investment mit welchen Rahmenbedingungen vor dem Hintergrund welcher Zielsetzung das richtige ist.

Im Jahre 2006 erhielt Allert & Co. seitens eines seit Jahren betreuten Family Office den Auftrag, dieser Frage aktiv nachzugehen, den Markt für erneuerbare Energien zu untersuchen und unter Abwägung von Kriterien wie Zukunftsfähigkeit, Skalierbarkeit und Erfolgsaussichten von M&A-Transaktionen das ideale Segment zu bestimmen.

Mit mehreren parallel laufenden Studien zu verschiedenen Bereichen analysierte Allert & Co. die einzelnen derzeit aktiven Segmente wie Geothermie, Biodiesel, Solar und Biomasse im Detail auf ihre Marktfähigkeit hin. Aufgrund der Marktzahlen und belastbaren Annahmen über die Entwicklung der Rohstoffpreise und der Gesteigungs- und Weiterentwicklungskosten wurde gemeinsam mit dem Investor die Festlegung auf das Segment Biogas/Biomasse beschlossen. In einer weiteren, vernünftigen und konservativen Entscheidung wurde die Konzentration auf die Hersteller von Anlagen und nicht auf Projektbetreiber festgelegt. Die Überlegung, die hinter diesem Entschluss steht, sollte einleuchten: Das Investment in Anlagenhersteller, also im Grunde in Anlagenbauunternehmen mit besonderem Know-how, ist nicht nur die konservativere Variante, weil es die unternehmerischen Unwägbarkeiten und Unbekanntes im Verhältnis zu Projektbetreibern massiv reduziert, es schafft darüber hinaus auch die Möglichkeit, die durch die öffentliche Diskussion des Energiethemas steigende Nachfrage frühzeitiger mit einem Hebel zu versehen. Vor der CO₂-neutralen Energiegewinnung steht die Herstellung einer Anlage, die dazu befähigt. Außerdem ist der Markt der Anlagenhersteller naturgemäß immer überschaubarer als derjenige der -betreiber.

In einer zweiten Phase wurden die wichtigsten Marktteilnehmer in diesem Segment in der Tiefe auf ihr Geschäftsmodell, Management, Marktaufstellung und Gesellschafterhintergrund analysiert. Es ergab sich hier eine sog. Shortlist von interessanten Unternehmen, die von uns diskret angesprochen wurden – und die klare Er-

kenntnis, dass die Kriterien für ein Investment in solch einen neuen Markt am Ende auch keine anderen sind als bei der Investition in alte, etablierte Märkte.

In persönlichen Gesprächen zeigten sich einige wenige Unternehmen von ihrer Entwicklungsgeschichte und den agierenden Unternehmer- und Gesellschafterpersönlichkeiten als geeignet. Aber wie immer spielen auch im umweltfreundlichen Bereich die Faktoren Managementqualität und Strategie eine wesentliche Rolle.

Insbesondere ein Unternehmen erwies sich als Pionier der Branche in mehreren Bereichen der erneuerbaren Energien als interessant. Allerdings waren der starke Wachstumskurs und die Planungsunterlagen des Unternehmens nur schwer nachvollziehbar, was – wie man weiß – als ein Spiegel der Managementqualität gesehen werden darf. Ein ähnlich kritischer Punkt zeigte sich bei Gesprächen mit einem anderen Unternehmen: Hier war der Organisationsgrad sehr hoch, aber die finanzwirtschaftlichen Vorstellungen über die Möglichkeiten des Unternehmens wichen zu stark von dem eher vernünftig-konservativen Konzept des Investors ab. Einer der Gründe dafür war sicherlich auch der vom Unternehmer geplante und anschließend auch tatsächlich umgesetzte Börsengang, der von einer Strategie der „großen Zahlen“, die von der den IPO begleitenden Investmentbank gepflegt wurde, geprägt war.

Der konservativ denkende strategische Investor wird sich am liebsten in Projekten engagieren, die ihm auch tatsächlich eine ausreichend hohe strategische Einflussmöglichkeit erlauben. Ein Problem im Organisationsgrad und Management eines Unternehmens ist leichter zu lösen als völlig unterschiedliche Sichtweisen über Unternehmenswerte und die Unwägbarkeiten eines Börsenganges, inklusive der Abhängigkeiten vom derzeit eher instabilen Finanzmarkt. Deshalb wurden schließlich die Gespräche mit dem ersten Unternehmen wieder aufgenommen. Erneut zeigte sich, dass Geduld bei Investitionen auch heute noch das beste Instrument ist – denn nicht zuletzt aufgrund unserer Anregungen hatte das Unternehmen mittlerweile die ursprünglich abgegebene Planung verifizierbar gemacht und eindrucksvoll gezeigt, dass man die eigenen Planungen auch realisieren kann. Die geplanten strategischen Schritte und damit verbundenen Wachstumssprünge waren nun mit belast-



baren Zahlen hinterlegt. Für einen Anlagenbauer, der viel Geld investiert und lange Kapitalbindungszyklen hat, ist das gerade bei Skalierungsstrategien ein ganz wesentliches Kriterium. Auf der Basis der Planung konnte der zukünftige Kapitalbedarf belastbar abgegrenzt und als Basis zur Erstellung sowohl einer Unternehmensbewertung als auch einer möglichen Transaktionsstruktur dienen.

Ausgehend von einer das Bild bestätigenden Due Diligence wurden nun unter Mitwirkung von Allert & Co. die Vertragsgestaltung und nicht zuletzt auch die Kaufpreisverhandlungen durchgeführt. Und wieder zeigte sich, dass – auch eine vom Berater verordnete – Geduld zum besten Ergebnis führt. Nach über zwei Jahren konnte das Signing und Closing zu Konditionen erfolgen, die realistisch und vernünftig waren und die vor allem ganz ohne irgendwelchen „Hype-bedingten Antizipationen künftiger Entwicklungen“ im Kaufpreis auskamen.

Fazit:

In Summe betrachtet stellte diese Transaktion aus unserer Sicht nicht nur eine geradezu exemplarische klassische M&A-Leistung auf der Buy-Side – nämlich die Transaktionsinitiierung „aus dem Nichts“ und Begleitung mit dem gesamten Spektrum an M&A-Dienstleistungen – dar, sondern vor allem auch ein sehr gutes Exempel für eine Sicht- und Handlungsweise in „neuen Märkten“, die sich von den Fantasien der anderen nicht anstecken lässt und stattdessen durch bewährte Analysemethoden und Handlungsrezepte (Kapitalbedarf, Transaktionsstruktur, Unternehmensbewertung, Due Diligence etc.) am Ende auch zum Erfolg führt.

Manch einer wird ggf. sagen, dass es ja aus finanzwirtschaftlicher Sicht im Wesen des Hypes liege und geradezu seine Funktion sei, dass er als emotionaler Hebel Kaufentscheidungen zu beeinflussen hilft, bei denen vor allem schnelles Geld zu machen ist. Der Business-Case – so könnte man vermuten – ist in solchen Fällen oft genug die Transaktion selbst. Allert & Co. sieht das nicht so. Wir sind davon überzeugt, dass für strategische Investoren auch in Zukunft und insbesondere langfristig die richtige Denkweise diejenige ist, die den Return-on-Investment erzielt, indem sie die Unternehmen fördert und sie nicht zu einem Instrument des schnellen Geldes macht.]