
Wie wird die Energiewende gesteuert? Welche Rolle spielt der Kapitalmarkt?

*PD Dr. Michael Faust
Dr. Rüdiger Mautz*

Rathaus Stuttgart
18. Juli 2012

Wandel staatlicher Steuerung im Energiebereich

- Die Energieversorgung gehörte traditionell zu den „staatsnahen Sektoren“
→ z.B. staatlich garantierte Gebietsmonopole bis zur Liberalisierung des Strommarkts 1998
- Traditionell starke Interessenverflechtung zwischen Staat und Stromwirtschaft:
 - „symbiotische Beziehung“
 - besonderer staatlicher Steuerungsanspruch
 - „korporatistische Regelungsstruktur“
- Die *Energiewende* geht ursprünglich *nicht* auf staatliche Politik zurück → wichtige Rolle von Technikpionieren und den neuen sozialen Bewegungen der 1970er und 1980er Jahre
- Staatliche Förderung der erneuerbaren Energien ist heute unverzichtbar: sie bedeutete nicht nur eine Wende in den Zielen und Inhalten, sondern auch in den Strukturen und Instrumenten politischer Einflussnahme in den Energiesektor
 - Entwicklung einer „netzwerkartigen Regelungsstruktur“

Politische und gesellschaftliche Erfolgsfaktoren der erneuerbaren Energien

- *Erstens* lagen günstige *soziokulturelle Bedingungen* vor, unter denen sich ab den 1980er Jahren eine neue Produzentenbasis für elektrischen Strom jenseits der Stromkonzerne herausbilden konnte → Entstehung zivilgesellschaftlicher und professioneller Branchennetzwerke

Politische und gesellschaftliche Erfolgsfaktoren der erneuerbaren Energien

- *Erstens* lagen günstige *soziokulturelle Bedingungen* vor, unter denen sich ab den 1980er Jahren eine neue Produzentenbasis für elektrischen Strom jenseits der Stromkonzerne herausbilden konnte → Entstehung zivilgesellschaftlicher und professioneller Branchennetzwerke
- *Zweitens* öffnete sich in den späten 1980er Jahren – nach der Tschernobyl-Katastrophe – ein *politisches Möglichkeitsfenster*, das von den politischen Förderern der erneuerbaren Energien parteiübergreifend genutzt werden konnte

Politische und gesellschaftliche Erfolgsfaktoren der erneuerbaren Energien

- *Erstens* lagen günstige *soziokulturelle Bedingungen* vor, unter denen sich ab den 1980er Jahren eine neue Produzentenbasis für elektrischen Strom jenseits der Stromkonzerne herausbilden konnte → Entstehung zivilgesellschaftlicher und professioneller Branchennetzwerke
- *Zweitens* öffnete sich in den späten 1980er Jahren – nach der Tschernobyl-Katastrophe – ein *politisches Möglichkeitsfenster*, das von den politischen Förderern der erneuerbaren Energien parteiübergreifend genutzt werden konnte
- *Drittens* kam es mit der *staatlichen Förderpolitik* - insbesondere dem Erneuerbare-Energien-Gesetz und seinen diversen Novellierungen – zu einer immer ausgefeilteren Anreizpolitik, die die erneuerbaren Energien vor den Kräften Marktes bis auf Weiteres schützt

Politische und gesellschaftliche Erfolgsfaktoren der erneuerbaren Energien

- *Erstens* lagen günstige *soziokulturelle Bedingungen* vor, unter denen sich ab den 1980er Jahren eine neue Produzentenbasis für elektrischen Strom jenseits der Stromkonzerne herausbilden konnte → Entstehung zivilgesellschaftlicher und professioneller Branchennetzwerke
- *Zweitens* öffnete sich in den späten 1980er Jahren – nach der Tschernobyl-Katastrophe – ein *politisches Möglichkeitsfenster*, das von den politischen Förderern der erneuerbaren Energien parteiübergreifend genutzt werden konnte
- *Drittens* kam es mit der *staatlichen Förderpolitik* - insbesondere dem Erneuerbare-Energien-Gesetz und seinen diversen Novellierungen – zu einer immer ausgefeilteren Anreizpolitik, die die erneuerbaren Energien vor den Kräften Marktes bis auf Weiteres schützt
- *Viertens* entstanden *neue Interessenallianzen* zwischen der Erneuerbare-Energien-Branche und branchenfremden Akteuren, z.B. aus der Landwirtschaft, der Kommunalpolitik oder der regionalen Wirtschaftsförderung → Erweiterung der Unterstützernetzwerke der Energiewende

Politische und gesellschaftliche Erfolgsfaktoren der erneuerbaren Energien

- *Erstens* lagen günstige *soziokulturelle Bedingungen* vor, unter denen sich ab den 1980er Jahren eine neue Produzentenbasis für elektrischen Strom jenseits der Stromkonzerne herausbilden konnte → Entstehung zivilgesellschaftlicher und professioneller Branchennetzwerke
- *Zweitens* öffnete sich in den späten 1980er Jahren – nach der Tschernobyl-Katastrophe – ein *politisches Möglichkeitsfenster*, das von den politischen Förderern der erneuerbaren Energien parteiübergreifend genutzt werden konnte
- *Drittens* kam es mit der *staatlichen Förderpolitik* - insbesondere dem Erneuerbare-Energien-Gesetz und seinen diversen Novellierungen – zu einer immer ausgefeilteren Anreizpolitik, die die erneuerbaren Energien vor den Kräften des Marktes bis auf Weiteres schützt
- *Viertens* entstanden *neue Interessenallianzen* zwischen der Erneuerbare-Energien-Branche und branchenfremden Akteuren, z.B. aus der Landwirtschaft, der Kommunalpolitik oder der regionalen Wirtschaftsförderung → Erweiterung der Unterstützernetzwerke der Energiewende
- *Fünftens* setzten die genannten Einflussfaktoren eine *soziotechnische Nischendynamik* in Gang, die bis heute technologische Lernkurven sowie die dezentrale Verbreitung der erneuerbaren Energien vorantreibt

Rolle des Kapitalmarkts beim bisherigen Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland

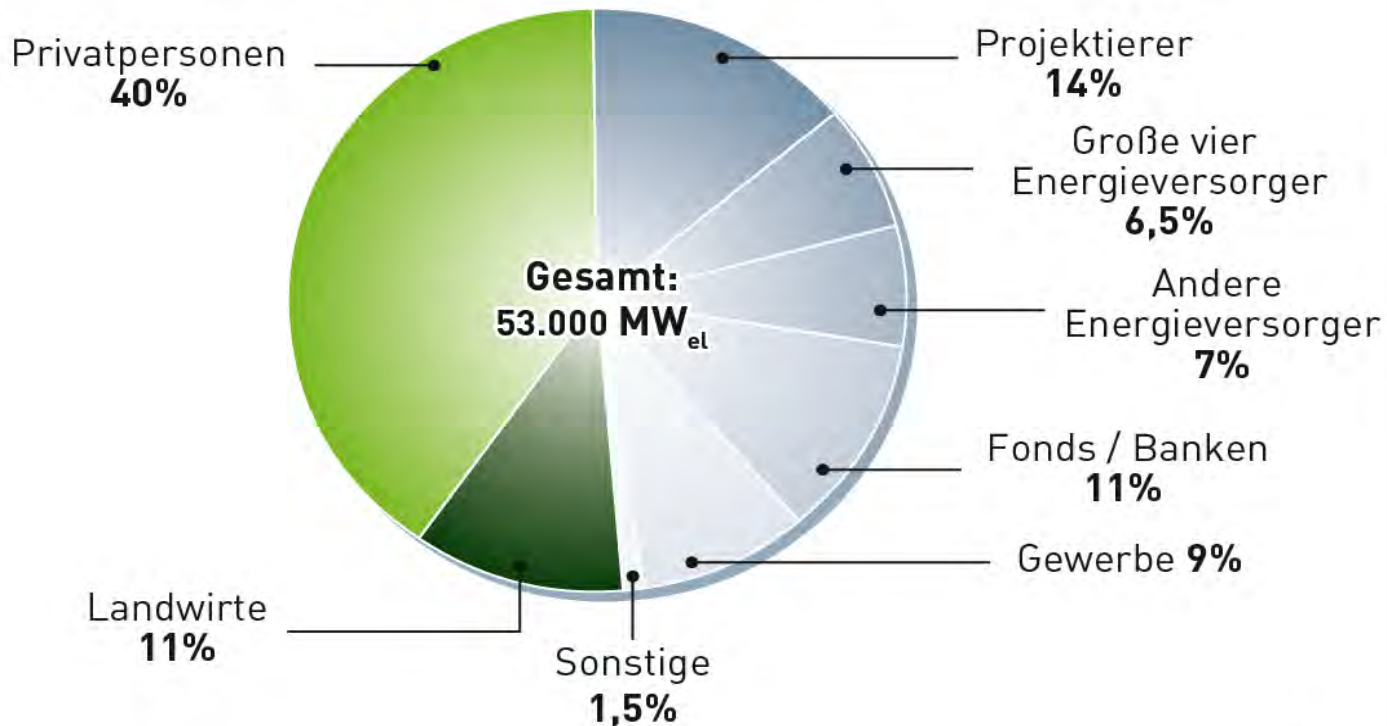
- In der *Pionierphase* der späten 1980er / frühen 1990er Jahre: große Probleme, Fremdkapital zur Finanzierung von Firmengründungen oder von Windenergie- oder Solaranlagen zu akquirieren → Geburtsstunde des umlagefinanzierten Bürgerkraftwerks
- Mit Beginn und Ausbau der *staatlichen Förderung* erneuerbarer Energien: Der Kapitalmarkt entwickelte ein zunehmendes Interesse an Ökostromprojekten und –firmen
- Banken / Sparkassen als Kreditgeber für Ökostromprojekte: in der Regel überschaubare Kreditrisiken aufgrund der über einen Zeitraum von 20 Jahren garantierten Höhe der Einspeisevergütung für den erzeugten Strom aus Wind-/Solar- oder Bioenergie → allerdings Unwägbarkeiten aufgrund von Witterungsabhängigkeit oder unerwarteten technischen Problemen
- Übliche Relation zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung, z.B. bei Bürgerkraftwerken: 20% Eigenkapital : 80% Bankenkredit
- Finanzkrise der letzten Jahre: nicht spurlos an der Erneuerbare-Energien-Branche vorbeigegangen, doch in ihren Auswirkungen bisher eher moderat ausgefallen → bisher immer noch „intakter Bankenmarkt in Deutschland“, zumindest für kleinere und mittelgroße Projekte im Ökostrombereich

Rolle des Kapitalmarkts beim bisherigen Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland

- bewährte Finanzierungsmethode für professionelle Ökostromprojekte: Eigenkapital über *geschlossene Fonds* bei Privatanlegern einzusammeln
- *Konjunktoren der Fondsfinanzierung*: auf einen Boom bei Windparkfonds folgte ein kurzer Boom im Bereich Biogas/Biomasse sowie ein länger anhaltender Boom im Solarbereich
- Hinzu kommt ein Zuwachs im Bereich *festverzinslicher Wertpapiere*, z.B. Anleihen und Genussrechte, die von Firmen der Erneuerbare-Energien-Branche ausgegeben werden
- Zunehmende Bedeutung *institutioneller Investoren* im Bereich erneuerbarer Energien, z.B. deutsche wie ausländische Pensionskassen, Lebensversicherungen, auch Private-Equity-Firmen:
 - Investiert wird auf vielen Wegen: in Aktien und Aktienfonds, in direkte Firmenbeteiligungen, aber vor allem in geschlossene Fonds, z.B. für Windkraft- oder Solarprojekte, oder in sonstige spezialisierte Infrastrukturfonds
- Interesse der institutionellen Anleger an *relativ risikoarmen Anlagemöglichkeiten*, die auf längere Sicht – wegen der langfristig berechenbaren Einspeisevergütung für Ökostrom – angemessene Renditen versprechen.

Erneuerbare Energien in Bürgerhand

Verteilung der Eigentümer an der bundesweit installierten Leistung zur Stromerzeugung aus Erneuerbaren-Energien-Anlagen 2010 (53.000 MW).



Quelle: trend research; Stand: 10/2011

www.unendlich-viel-energie.de



Rolle des Kapitalmarkts beim bisherigen Ausbau der erneuerbaren Energien Deutschland

- Steuernde Wirkung institutioneller Investoren auf den Ausbau erneuerbarer Energien?
 - Investorenentscheidungen sind abhängig von technologiespezifischen Risiko-Rendite-Abwägungen
 - Beispiel „Münchner Rück“: großes Interesse an Investitionen in Photovoltaik und Windenergie an Land; skeptisch bei Offshore-Windenergie und Geothermie; Desinteresse an Biogasanlagen
- Offshore-Windenergie als Achillesferse der Energiewende:
 - Starke Zurückhaltung bei institutionellen Investoren, da das Rendite-Risiko-Profil nach wie vor schwer kalkulierbar ist
 - Auch Zurückhaltung bei den Banken als notwendige Kreditgeber: gegenwärtige „Kreditklemme“ belastet auch die Fremdfinanzierung von Offshore-Projekten sowie den Ausbau der Stromnetze
 - Forderung aus der Finanzwirtschaft nach Übernahme von Haftungsrisiken für Offshore-Projekte durch den Staat bzw. die Stromkunden
 - Politisches Steuerungsdilemma: soll der Staat die Förderbedingungen immer weiter nachbessern oder eine mögliche Überförderung vermeiden, die zu Lasten anderer förderungswürdiger Sparten der erneuerbaren Energien gehen könnte?

Zwischenfazit

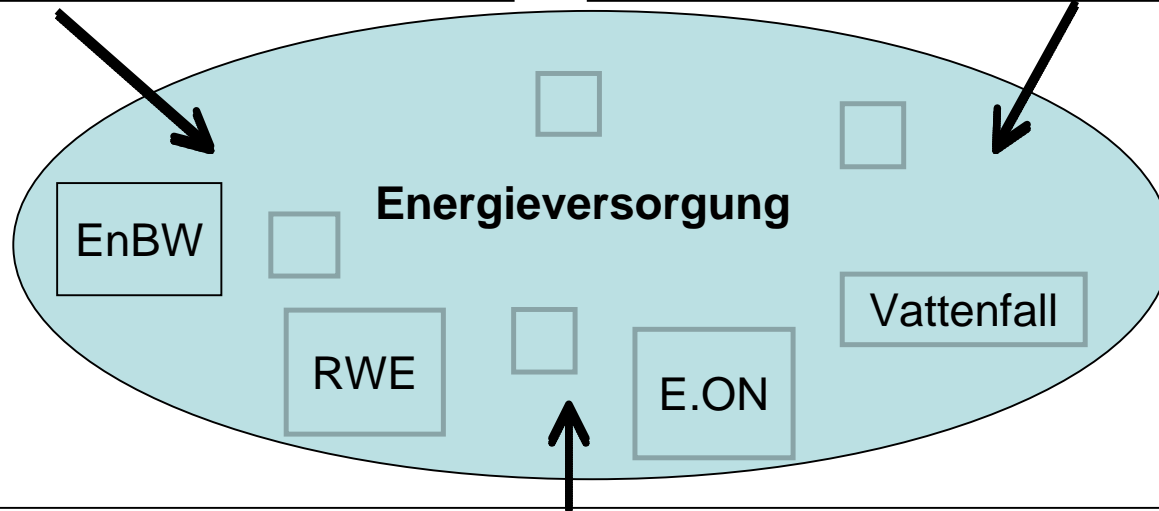
- Der Kapitalmarkt ist zur wichtigen Finanzierungsressource für den Ausbau der erneuerbaren Energien geworden
- Kapitalmarktakteure entscheiden sich in Deutschland zurzeit eher gegen die zentralisierte Großtechnologie Offshore-Windenergie und für die Finanzierung dezentraler Varianten der Energiewende
- Die Investitionsentscheidungen der Kapitalmarktakteure werden im hohen Maß von den staatlichen Rahmenbedingungen beeinflusst, insbesondere von Höhe und Dauer der Einspeisevergütung für Ökostrom
- Das Zusammenspiel von staatlichen Anreizen und den Renditeerwartungen institutioneller Investoren als eine treibende Kraft der Energiewende
- Steuernde Effekte des Kapitalmarkts sind möglich: z.B. auf die Ausgestaltung staatlicher Förderbedingungen; auf die Übernahme von Investitionsrisiken durch den Staat oder deren Abwälzung auf die Verbraucher

Regulierung:

- Kapitalmarkt, Corporate Governance
- Liberalisierung EU Strommarkt
- Förderung EE (EEG); Atomausstieg

Eigentumsstrukturen:

- Kommunen/Staat : Ankerinvestor
- Institutionelle Investoren (Übernahme)
- Neue Akteure

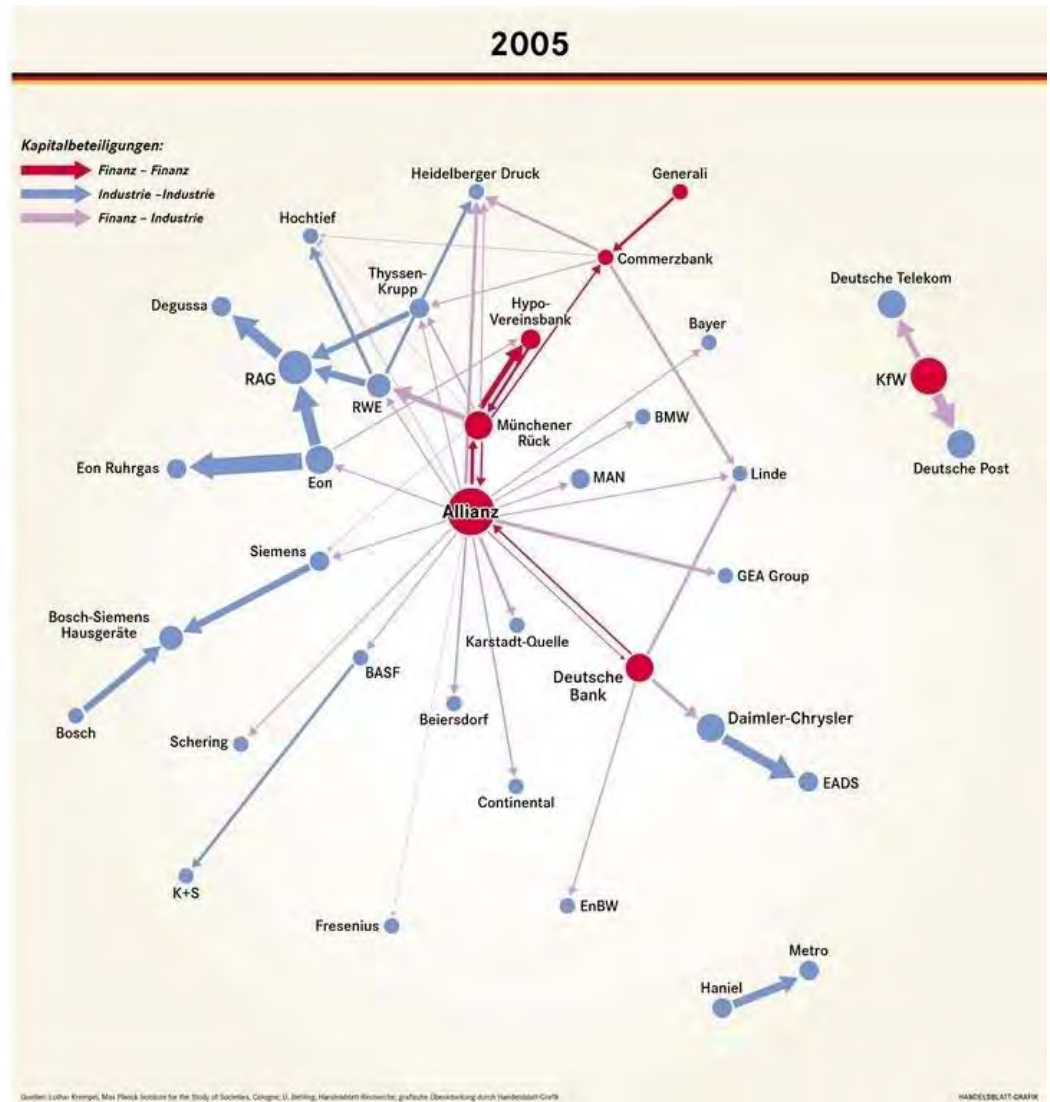


Managementkonzepte:

- Shareholder Value-Orientierung (Equity-Story; Rendite, Ausschüttung)
- Internationalisierung (erweiterte EU, teilweise „global player“)
- Konzentration auf Kerngeschäfte (von Mischkonzernen zu (Multi)-Utilities;
- Nachhaltigkeit, Daseinsvorsorge

Deutschland AG

Die Energieunternehmen 2005 noch Reste des Verflechtungszentrums der deutschen Wirtschaft



Quelle: Handelsblatt bzw. MPIfG

Aktionäre und Kapitalmarktexposition der großen Vier

Kapitalmarktexponiert

E.ON

- Vormalig VEBA in öffentlicher Hand, bis 1987 schrittweise privatisiert,
- Seit Fusion mit VIAG (2000) in Streubesitz (79% institutionelle; Mehrheit ausländisch); DAX

RWE

- 2000 Fusion mit VEW zur neuen RWE
- Schrittweise Reduktion der kommunalen Anteilseigner;
- rund 75% Streubesitz; DAX

Kapitalmarktgepuffert

EnBW

- Zusammenschluss aus ba.-wü. EVUs;
- Verkauf Staatsanteile an franz. Staats-EDF, 2010: Rückkauf von EDF
- Heute: 46,75% Land, 46,75% OEW (kommunale); CDAX

Vattenfall (Europa)

- Nach Liberalisierung aus EVUs aus Hamburg, Berlin, neue Länder;
- 100% Tochter von Vattenfall AB (schwedischer Staat).

Liberalisierung und Kapitalmarktorientierung: wichtigste Entwicklungen

Das Ausgangsmodell

- Gemischt-wirtschaftlich: Gewinnaufschlag auf Kostpreis; sofern börsennotiert: „Witwen- und Waisenpapiere“ (stetige Dividende für Kommunen)
- Gebietsmonopole
- Versorgungsauftrag/Versorgungssicherheit
- Großtechnische Versorgungsinfrastruktur (teilweise Rohstoffabbau, Erzeuger, Netze, Händler)
- „fossil-atomares“ Geschäftsmodell (in Variationen: etwa EnBW)
- Erweiterte Rolle in der Deutschland AG: Konzerndach für hochdiversifizierte Geschäftsbereiche
 - RWE: Hochtief, Heidelberger Druckmaschinen
 - VEBA: Öl, Telekommunikation, Chemie (Degussa), Logistik (Stinnes)

Liberalisierung und Kapitalmarktorientierung: wichtigste Entwicklungen

- Aufhebung der Gebietsmonopole und des Versorgungsauftrags: Wettbewerb (Vattenfall) im Ursprungsgebiet und nationale und internationale Expansionsmöglichkeiten
- Klare(re) Profitorientierung; sofern börsennotiert: Renditedruck von Seiten der Investoren und Analysten; tiefgreifende Restrukturierungen und Rationalisierungen;
- Notwendigkeit einer Börsenstory: „Value“-Story + internationale Expansion, teilweise „multi-utility“ (RWE: Wasser + Umwelt)
- Internationale Expansion in Kerngeschäften als „Versorger“
- Konzentration auf Kerngeschäfte; Verkauf von Randbereichen
- (Atom)kraftwerke als Cash-cows für Dividendenstrategie
- Unsicherheiten bei Investitionsstrategien: Innovationszurückhaltung; neue Standbeine im Bereich erneuerbare Energien, aber großtechnisch und zentral (Offshore-Windkraft; Desertec)
- Neue Problemlage und unklare Zukunft nach EEG und Atomausstieg?

Neue Problemlage und unklare Zukunft nach EEG und Atomausstieg

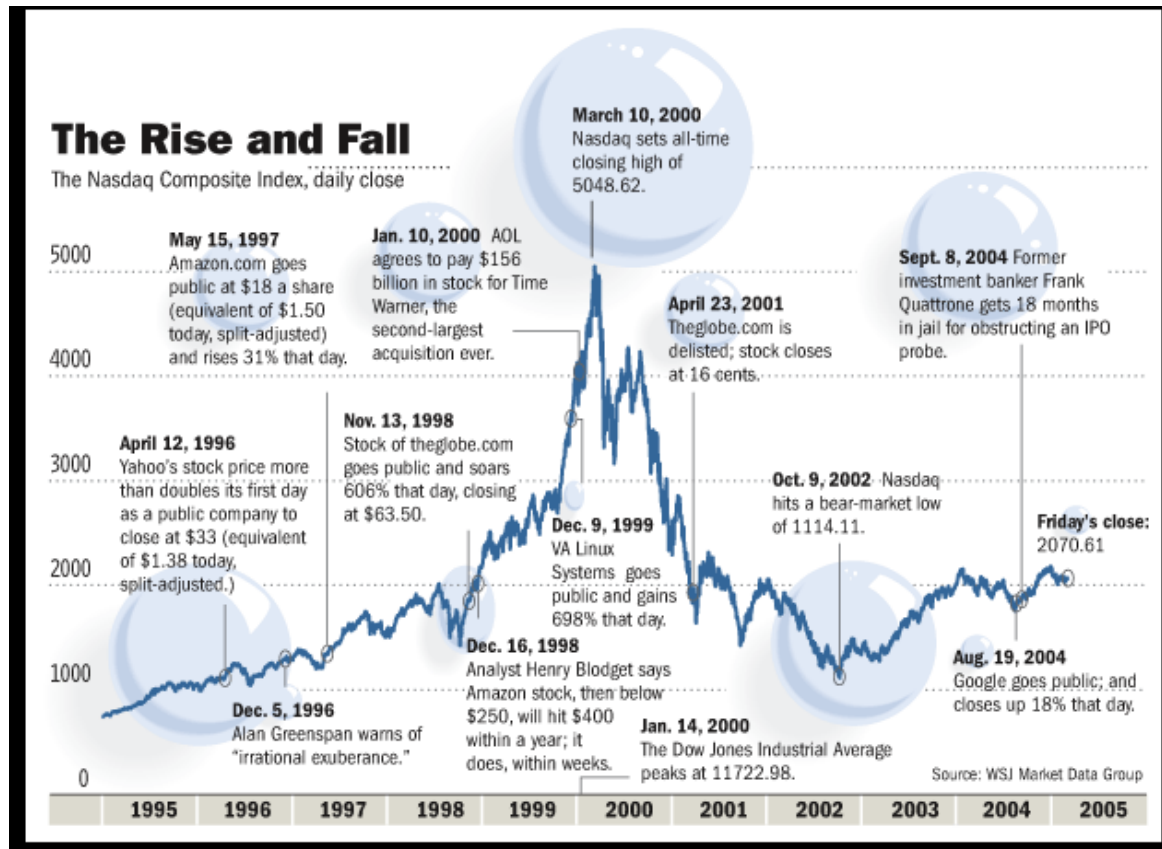
- Retten, was zu retten ist: Klagen gegen Atomausstieg als „Enteignung“
- Heil in der Flucht? Verschärfung der internationalen Expansion
- Festhalten am Kohlepfad? Aber Akzeptanzprobleme; Risiken CCS-Technologie; Kosten Emissionsrechte
- Verkauf der Netze: Kapitalschwache neue Betreiber
- Verstärkte Investitionen in Erzeugung Erneuerbare Energien bevorzugt auf großtechnischer Basis und im Ausland: denn im Inland verstärkter Wettbewerb durch inländische dezentrale Erzeugung.
- Sonderfall EnBW nach grün-roter Regierungsübernahme und Eigentümerrolle? Modellprojekt für politische Steuerung des Energiesektors?
- **Neue Regulierungen und unklare Zukunft im Energiesektor: Was machen die Kapitalmarktakteure?**

Was interessiert Fondsmanager und Analysten?

- Kapitalmarktadäquate Rendite
- Vergleich der Unternehmen im europäischen Wettbewerb
- Modewellen und Homogenisierungsdruck: z.B. multi-utility, das Enron-Energiehändlermodell
- Konzentration auf Kerngeschäfte:
 - das Recht des Investors, die Diversifizierung selbst vorzunehmen
 - Fokussierte Firmen besser verständlich/vergleichbar
- Notwendigkeit einer Equity-Story: stetiger cash-flow für Dividendenstrategie oder „Growth at a Reasonable Price“ (GaRP)
- Nach EEG und Atomausstieg: keine überzeugende Börsenstory mehr
- **Was nun? Wie bewerten Fondsmanager und Analysten Innovationen? Zählt nur der kurzfristige Profit?**

Wie bewertet die Börse Innovationen? Eine Erinnerung an die Internet-Euphorie zur Jahrtausendwende

Nasdaq
USA 1994-2005



Der Glaube an eine „neue Ära“ unbegrenzten Produktivitätswachstums

Wie bewerten Fondsmanager und Analysten Innovationen? Zählt nur der kurzfristige Profit?

Eigentümerstruktur hat Bedeutung: Kommunale bei RWE gegen Atomkurs

Bereits am Vorabend der Hauptversammlung war es in Essen zum Eklat gekommen. Zwischen der Konzernspitze und den kommunalen Aktionären von RWE kam es zum offenen Streit über die Atomfrage. Bei einem Aktionärstreffen am Abend hätte sich unter den **einflussreichen Kommunen**, die 25 Prozent am Konzern halten, ein **breiter Konsens für den raschen Atomausstieg** abgezeichnet, verlautetete aus Konzernkreisen.

(sueddeutsche.de, 20.04.2011)

Finanzinvestoren gegen Atomkurs und für EE-Innovation

Auch professionelle Investoren machten ihrem Unmut Luft. Einer von ihnen war **Christoph Hirt von der britischen Fondsgesellschaft Hermes**, die 20 Pensionsfonds mit einem Vermögen von rund 90 Milliarden Euro vertritt. Hirt übte **scharfe Kritik am Atomkurs des Konzerns** und vor allem an der Klage gegen das Atommoratorium der Bundesregierung. “Das schadet der Akzeptanz in der Gesellschaft”, sagte er. (...) “Unser Ziel ist es, Aufsichtsräte und Vorstände zu einer auf **langfristigen Erfolg ausgelegten Strategie zu bewegen**”, sagt er. Statt Kurscharts oder Quartalszahlen interessiert Hirt vor allem, ob ein Geschäftsmodell langfristig Erfolg haben kann. Und dafür sei es **“von essenzieller Bedeutung, dass Unternehmen auch ökologische und soziale Aspekte angemessen berücksichtigen”**, sagt Hirt.

Bereits 2009, lange vor Fukushima, kritisierten Investoren wie Fondsmanager **Ingo Speich von Union Investment** den **Bau von zwei Atomkraftwerken in erdbebengefährdeten Regionen**. (*Die Zeit*: 8. September 2011)

Wie bewerten Fondsmanager und Analysten Innovationen? Zählt nur der kurzfristige Profit?

Gleichgerichtete Aktion von „kritischen Aktionären“ und Fondsmanagern gegen “C02-lastige Flotte” von Daimler

„Der Trend dürfte somit Normalität werden: dass institutionelle Investoren Seite an Seite mit grünen Aktionärsaktivisten streiten. Zum Beispiel mit **Markus Duffner vom Dachverband der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre** (...). Neuerdings bekommt er Schützenhilfe, wenn er gegen Vorstände wettet – wie im April auf der Hauptversammlung des Autokonzerns Daimler. Dort monierte Duffner, dass der Autobauer “zu wenig unternommen hat, um ein nachhaltiger Mobilitäts- und Technologiekonzern zu werden”. Ähnlich sah das **Union-Investment-Fondsmanager Speich, der die “C02-lastige Flotte” des Konzerns kritisierte.**“

(Die Zeit, 8. September 2011)

Bayrische Versorgungskasse (49 Mrd. €) engagiert F&C als Stimmrechtsvertreter in Sachen Nachhaltigkeit

“Wir werden jetzt die Unternehmen prüfen (...) und dabei insbesondere auf **Aspekte wie Ökologie, Sozial-standards und Corporate Governance achten**“, sagt F&C-Managerin Karina Litvack. “Danach werden wir im Auftrag der BVK in einen Dialog mit diesen Unternehmen treten und das Stimmrecht auf den Hauptversammlungen ausüben.” *(Die Zeit, 8. September 2011)*

Wie bewerten Fondsmanager und Analysten Innovationen? Zählt nur der kurzfristige Profit?

Keine einheitliche Einflussrichtung: auch „nachhaltige“ Strategien haben Chancen auf Gehör

„Wir stehen in einem permanenten Dialog mit dem Management von RWE (...). Dabei wurde folgende Strategie verfolgt und durchgesetzt: Um Ereignisrisiken zu vermeiden, haben wir uns in den Jahren 2009 und 2010 **gegen stark risikobehaftete AKW-Projekte von RWE**, insbesondere in Osteuropa ausgesprochen. Wir bestanden zudem auf eine **Erfassung und ein Absenken der CO2-Emissionen**. Denn aufgrund des gesetzlich vorgeschriebenen Emissionshandels müssen ab 2013 CO2-Rechte zugekauft werden, wodurch Kostenbelastungen für die Aktionäre entstehen. RWE hat den **Ausbau der erneuerbaren Energien** vorangetrieben sowie durch eigene Handelsaktivitäten für das Jahr 2013 zu erwartende CO2-Belastungen gesenkt.“

„Erfolge der Engagement-Aktivitäten im Jahr 2010“ im Engagement-Jahresbericht der Union-Investment

Dieser Kapitalmarkteinfluss wird nur wirksam auf Basis politischer Weichenstellungen, die den Unternehmen bestimmte Wege (Kohle, Atom) verbauen und andere (EE) eröffnen.

Fazit

- Kapitalmarktorientierung und Liberalisierung führt zu einer privatwirtschaftlich-wettbewerblich ausgerichteten Variante des etablierten großtechnischen, zentralistischen, fossil-atomaren Modells der Stromerzeugung bzw. „Versorgung“ auf europäischer Ebene
- EEG im Rahmen der Liberalisierung führt parallel zu einer Aushöhlung der Vorherrschaft der „großen Vier“
- Atomausstieg (zusammen mit EEG) untergräbt weiter das Wettbewerbsmodell der „großen Vier“
- Umbau der Stromsektors unabgeschlossen und gefährdet: entscheidend sind politische Weichenstellungen, darunter auch Eigentumsfragen.
- Kapitalmarkteinfluss im Rahmen des Umbaus nicht eindeutig gerichtet; aber „scheue Rehe“ meiden das Risiko.
- Wer soll das bezahlen? Wem ist Versorgungssicherheit wichtig?