

ECOanlagecheck 25.11.2015

## Unabhängige Analyse: Solaranleihe „a|S Dritter Impact Bond Photovoltaik-Portfolio 15/20 A“ der a|S Kraftwerke 3. GmbH & Co. KG im ECOanlagecheck



Über die neue Anleihe a|S Kraftwerke 3 können Anleger in Photovoltaikanlagen investieren.

Anleger investieren über die Anleihe der a|S Kraftwerke 3. GmbH & Co. KG voraussichtlich hauptsächlich in neu zu errichtende Solarparks in Deutschland. Die Emittentin der Anleihe ist ein Gemeinschaftsunternehmen der abakus SachWerte-Gruppe und des Projektentwicklers Sybac Solar. Die Anleihe läuft noch knapp 5 Jahre und bietet einen Zinssatz von 3,5 Prozent pro Jahr. Die Mindestanlagesumme beträgt 20.000 Euro. Der ECOanlagecheck analysiert das Angebot.

Die Laufzeit der Inhaber-Teilschuldverschreibung (auch Anleihe, Bond genannt) endet am 14. September 2020. Eine Einbeziehung der Anleihe in den Freiverkehr an einer deutschen Wertpapierbörse oder einem anderen geregelten Markt oder sonstigen gleichwertigen Markt ist laut Prospekt nicht vorgesehen beziehungsweise beabsichtigt. Das Emissionsvolumen der Anleihe beläuft sich auf 15 Millionen Euro. Die Nebenkosten betragen – bei Vollplatzierung der Anleihe – rund 7,6 Prozent und liegen damit im marktüblichen Bereich. Da die prospektierten Nebenkosten größtenteils – 685.000 Euro von 1.135.000 Euro – unabhängig vom Platzierungsvolumen sind, kann die Nebenkostenquote bei einem geringeren Platzierungsvolumen ansteigen. Die Emittentin ist auch berechtigt, die Zeichnung vorzeitig – vor der Vollplatzierung – zu schließen.

Die Emittentin hat zum Zeitpunkt der Prospekterstellung noch keine Investitionen fest beschlossen und getätigt. Sie plant, mittelbar über Objektgesellschaften in Projekte zum Bau von Solarparks zu investieren. Mehrere Projektgesellschaften der Sybac Solar GmbH haben 2015 beim Ausschreibungsverfahren der Bundesnetzagentur den Zuschlag zum Bau von Solarparks erhalten und kommen laut Prospekt für Investitionen der Emittentin infrage.

### Unternehmensprofil a|S Kraftwerke 3.

Emittentin und Anbieterin der Anleihe ist die a|S Kraftwerke 3. GmbH & Co. KG aus Grünwald bei München, gegründet im Juli 2015. Das Gesellschaftskapital der Emittentin beträgt laut Prospekt 10.000 Euro. Als deren Komplementärin und Geschäftsführerin fungiert die a|S Haftungs GmbH aus Grünwald. Deren Geschäftsführer ist Hans-Martin Herbel. Er ist auch geschäftsführender Gesellschafter der abakus SachWerte GmbH, die zu 50 Prozent an der Komplementärin der Emittentin beteiligt ist, sowie Geschäftsführer der abakus Kraftwerke Service GmbH, die zu 50 Prozent an der Emittentin beteiligt ist. Die jeweils zweiten 50 Prozent an der Komplementärin und an der Emittentin hält die Sybac Solar GmbH.

Die Sybac Solar GmbH ist voraussichtlich (mittelbar) auch Gesellschafterin der Projektgesellschaften, die die Emittentin voraussichtlich vollständig übernehmen soll. Die Sybac Solar GmbH aus Polch in Rheinland-Pfalz plant, entwickelt,

baut und finanziert seit 2004 Solaranlagen in Deutschland. Laut Prospekt hat das Unternehmen bisher über 1.000 Dachanlagen und Solarparks mit über 500 Megawatt Gesamtleistung realisiert. Alleine 2012 hatte das Unternehmen laut Prospekt 200 Megawattpeak Leistung ans Netz gebracht. 2013 und 2014 hatte das Unternehmen laut den Angaben im Jahresabschluss 2013 das Neubaugeschäft fast komplett eingestellt, da die Geschäftsleitung aufgrund geänderter politischer Rahmenbedingungen die Errichtung weiterer großer Solarparks in Deutschland als nicht mehr sinnvoll ansah. Diese Einschätzung ist nach Angaben der Anbieterin inzwischen überholt, da die Sybac Solar GmbH bei den Ausschreibungen der Bundesnetzagentur mitbiete und bisher 13 Zuschläge erhalten habe.

Die abakus Kraftwerke Service GmbH ist eine Tochtergesellschaft der abakus SachWerte GmbH. Die abakus SachWerte-Gruppe wurde 1997 unter dem Namen demark gegründet. Sie ist als Emissionshaus im Sachwerte – und Beteiligungsbereich tätig. Beispielsweise konzipiert und vertreibt sie Anlageprodukte und übernimmt das Management von Beteiligungsgesellschaften. Laut ihrer Internetseite hat sie seit 2005 zehn Sachwerte-Portfoliobeteiligungen – davon nach Eigenkapitalvolumen gerechnet 23,5 Prozent aus dem Umwelt- und Energiebereich – und drei Solarpark-Projektanleihen aufgelegt bzw. vermittelt. Laut des Performance-Berichtes 2014 von abakus Sachwerte für den Bereich Erneuerbare Energien wurden insgesamt 154 Millionen Euro in Erneuerbare-Energien-Anlagen in Deutschland investiert. Insgesamt verwaltet abakus laut der Aktualisierung zum Performancebericht 23 Anlagen – 21 Solarparks, einen Windpark und eine Biogasanlage – mit einer Gesamtleistung von rund 109 MW. Die Anlagen haben laut aktualisiertem Performancebericht bislang zusammen den prognostizierten Gesamtenergieertrag zu 99,7 Prozent erreicht (Stand: 31. Juli 2015). Bei den meisten Anlagen ist der Projektpartner Sybac Solar.

## Investitionen

Die Emittentin hat laut Prospekt noch keine Investitionen fest beschlossen. Sie plant, mittelbar über Objektgesellschaften in Projekte zum Bau von Solarparks zu investieren. Laut Prospekt soll die Emittentin in der Regel sämtliche Kommanditanteile an den Projektgesellschaften erwerben. Nach ihrer Fertigstellung sollen die Solarparks überwiegend mit Bankkapital finanziert werden und das dadurch freiwerdende Eigenkapital an die Emittentin ausgezahlt werden, die damit gegebenenfalls weitere Investitionen tätigen soll. Daneben ist es laut Prospekt auch möglich, dass die Emittentin in bereits bestehenden Solarparks investiert und nicht die Kommanditanteile erwirbt, sondern Darlehen an verbundene Unternehmen – z. B. die Sybac Solar GmbH – vergibt.

Die prospektierten Investitionskriterien sehen vor, dass mindestens 80 Prozent des Nettoemissionserlöses der Anleihe in Solarparks in Deutschland investiert werden, die die Voraussetzungen zum Erhalt der Einspeisevergütung nach dem Erneuerbaren-Energien-Gesetz (EEG) erfüllen. Maximal 20 Prozent des Nettoemissionserlöses dürfen in Solarparks in den Niederlanden und in Frankreich investiert werden, wenn laut Prospekt „bei der jeweiligen Anlage eine vergleichbare gesetzliche Sicherheit der Einspeisevergütung gewährleistet ist“. Als Vergleichsmaßstab wird von der Emittentin offenbar die gesetzliche Sicherheit der Einspeisevergütung in Deutschland herangezogen. Die Modelle der gesetzlichen Einspeisevergütung sowie die Vergütungskonditionen für Solarstrom in Deutschland, Frankreich und in den Niederlanden werden im Prospekt nicht dargestellt.

In Deutschland erhalten größere Solar-Freiflächenanlagen nur noch dann die gesetzliche Einspeisevergütung für einen Zeitraum von 20 Jahren, wenn sie in einem Ausschreibungsverfahren der Bundesnetzagentur den Zuschlag erhalten haben. Die erste Ausschreibungsrunde hat am 15. April 2015 stattgefunden. Das Ausschreibungsvolumen von 150 MW war rund vierfach überzeichnet. Laut Bundesnetzagentur wurden 25 Gebote mit einem Volumen von 157 MW bezuschlagt. Über 40 Prozent der bezuschlagten Menge vereinigen Urenkelgesellschaften der Sybac Solar GmbH auf sich und kommen damit laut Prospekt für Investitionen der Emittentin infrage. Das Anleihekaptal wird nach Aussage von abakus „mit an hundertprozentiger Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ausschließlich in eine Auswahl der 13 aktuell von der Bundesnetzagentur bezuschlagten Projekte der Sybac Solar fließen. Welche der 13 Solarparks es definitiv sein werden, steht noch nicht fest. Denkbar ist lediglich, dass noch weitere Solarparks der Sybac aus weiteren BNA-Ausschreibungsrunden mit ganz ähnlichen wirtschaftlichen Parametern in Betracht kommen.“ Die durchschnittliche Einspeisevergütung aller bezuschlagten Gebote lag in der ersten Ausschreibungsrunde bei 9,17 Cent je Kilowattstunde (kWh). Laut unbestätigten Medienberichten betrug die durchschnittliche Einspeisevergütung der bezuschlagten Sybac Solar-Projekte 9,33 Cent/kWh.



Nach Angaben von abakus stehen bei den bezuschlagten Sybac-Projekten grundsätzlich bereits Standort, Anlagengröße in kWp und Einspeisevergütung fest. Komponentenlieferanten (Module, Wechselrichter etc.) werden nach Angaben von abakus erst im Laufe der Fertigungsentwicklung der Projekte bis zum Erreichen der Baugenehmigung bestimmt. Bei den bereits zugeschlagenen Anlagen können nach Angaben von abakus im Wege der endgültigen Projektentwicklung auch noch Unwägbarkeiten auftreten, die eine anfangs als geeignet erachtete Anlage dann

ungeeignet machen würde. Daher können laut abakus auch noch keine konkreten Angaben zu den einzelnen Projekten gemacht werden. Derzeit laufen nach Angaben von abakus die Projektentwicklungen jeweils auf Hochtouren. Ziel sei es, zeitnah die endgültigen Baugenehmigungen zu erreichen (Stand: 11. November 2015). Nach Angaben von abakus wird die Anleiheemittentin nicht in Solarparks investieren, bei denen keine Baugenehmigung vorliegt.

Die Investitionskriterien im Prospekt verlangen nicht, dass eine Baugenehmigung für die Projekte vorliegt. Auch gibt es kein wirtschaftliches Investitionskriterium, dass z. B. eine Mindestrentabilität der Projekte vorsieht. Laut Aussage von abakus stehen jedoch die wirtschaftlichen Rahmendaten fest, in denen sich konkrete Projekte bewegen müssen, um durch die Anleihe finanziert zu werden. Diese Rahmendaten hat abakus aber nicht gegenüber ECOreporter.de benannt. Die Emittentin hat zudem interne Gewinnprognosen erstellt, die nicht im Prospekt aufgeführt werden. Nach Angaben von abakus müssen diese laut Wertpapierprospektgesetz und gemäß Bafin-Forderungen nicht im Prospekt stehen und werden von abakus nach eigener Aussage aus Wettbewerbsgründen nicht herausgegeben.

## Ökologische Wirkung

Die Investitionen der Emittentin sind zum Zeitpunkt der Prospekterstellung noch nicht bekannt, so dass die ökologische Wirkung noch nicht konkret beurteilt werden kann. Die Emittentin werde nach Angaben von abakus im Wesentlichen in Solarprojekte von Sybac Solar investieren, die in den Ausschreibungsrunden der Bundesnetzagentur den Zuschlag erhalten haben bzw. noch erhalten werden. Von den Solarparkprojekten aller Bieter, die den Zuschlag erhalten haben, sollen 121 MW auf Konversionsflächen und 36 MW auf Seitenrandstreifen entlang von Autobahnen und Schienenwegen errichtet werden. Bei Konversionsflächen handelt es sich z. B. um brachliegende Industrie- oder Militärgelände, die durch eine Nutzungsänderung, z. B. den Bau eines Solarparks, eine Umwandlung (Konversion) erfahren. Oftmals sind bei Konversionsflächen die anderweitigen Nutzungsmöglichkeiten eingeschränkt, so dass Solarparks auf Konversionsflächen in der Regel eine positive ökologische Wirkung haben.

## Risiko

Die Emittentin hat zum Zeitpunkt der Prospekterstellung noch nicht investiert, so dass ein Blindpool-Risiko besteht. Es ist grundsätzlich möglich, dass die Emittentin nicht ausreichend Solarprojekte erwerben kann, die die Investitionskriterien erfüllen. Die prospektierten Investitionskriterien sind teilweise wenig aussagekräftig. Genehmigungsrisiken sind laut der Investitionskriterien nicht ausgeschlossen.

Auch gibt es bei den prospektierten Investitionskriterien kein wirtschaftliches Investitionskriterium, dass z. B. eine Mindestrentabilität der Projekte vorsieht. Nach Meinung von abakus gibt es ein wirtschaftliches Investitionskriterium, da sich aus der Tatsache, dass die Anleihe 3,5 Prozent Zinsen zahlen soll, ergebe, dass die Projekte mindestens diese 3,5 Prozent zuzüglich Kosten erwirtschaften müssten. Laut Aussage von abakus stehen die wirtschaftlichen Rahmendaten fest, in denen sich konkrete Projekte bewegen müssen, um durch die Emittentin finanziert zu werden. Diese Rahmendaten werden im Prospekt aber nicht benannt. Somit kann auf Basis des Prospektes nicht fundiert beurteilt werden, ob die Wirtschaftlichkeit möglicher Projekte der Emittentin ausreichen könnte, um Zinszahlungen (vollständig) an die Anleger leisten und das Anlegerkapital am Ende der Laufzeit (vollständig) zurückzahlen zu können.

In Deutschland ist aufgrund der deutlich verringerten Einspeisevergütung 2013/2014 der Neubau von Solarparks im Vergleich zu den Vorjahren deutlich zurückgegangen. Es kann auf Basis des Blindpool-Prospektes nicht beurteilt werden, ob z. B. die Errichtung der im Ausschreibungsverfahren bezuschlagten Sybac Solar-Projekte wirtschaftlich sinnvoll sein wird.

Die Laufzeit der Anleihe endet am 14. September 2020. Die Anleihe ist nicht besichert. Die Emittentin plant, die Kommanditanteile an den Solarpark-Objektgesellschaften zu verkaufen, um das Anleihekapital an die Anleger zurückzahlen zu können. Die Sybac Solar GmbH hat der Emittentin mittels eines vereinbarten Andienungsrechtes garantiert, dass sie – oder ein von ihr benannter Dritter – der Emittentin am Ende der Anleihelaufzeit die Kommanditanteile an den Solarpark-Objektgesellschaften abkauft. Der Kaufpreis entspricht dabei dem Nennwert des platzierten Anleihevolumens. Falls sich die Emittentin nicht in Form von Eigenkapital an Objektgesellschaften beteiligt, sondern Darlehen vergibt, entfällt das Andienungsrecht, da nach Angaben von abakus die Darlehen selbst bereits eine Rückzahlungsverpflichtung zum Laufzeitende vorsehen werden.

Es besteht das Risiko, dass die Sybac Solar GmbH den Rückkaufvertrag nicht erfüllt und ein anderweitiger Verkauf der Kommanditanteile nicht bzw. nur zu einem Preis möglich ist, der eine vollständige Rückzahlung des Anleihekapitals an die Anleger nicht ermöglicht. Laut Aussage im letzten im Bundesanzeiger veröffentlichten Jahresabschluss der Sybac Solar GmbH für das Geschäftsjahr 2013 ist ihre „wirtschaftliche Lage insgesamt als gut zu bezeichnen.“ Aufgrund der weitgehenden Reduzierung des Projektgeschäftes war der Umsatz der Sybac Solar GmbH 2013 auf rund 0,8 Millionen Euro zurückgegangen (2012: 45,8 Millionen Euro). Das operative Ergebnis (EBIT) betrug 2013 minus 0,14 Millionen Euro (2012: plus 3,48 Millionen Euro).

Die Sybac Solar GmbH ist zu jeweils 50 Prozent an der Anleiheemittentin und an der Komplementärin der Emittentin beteiligt. Die Emittentin plant Solarpark-Objektgesellschaften zu erwerben, die mittelbar oder unmittelbar von der Sybac Solar GmbH verkauft werden. Daher besteht beispielsweise bei der Entscheidung über die Höhe des Kaufpreises ein Potential für Interessenkonflikte. Da die Sybac Solar GmbH nur mit 5.000 Euro an der Emittentin beteiligt ist, besteht das Risiko, dass Interessenkonflikte von der Sybac Solar GmbH aus wirtschaftlichen Erwägungen zu Ungunsten der Emittentin gelöst werden. Dieses Risiko wird durch das gegenüber der Sybac Solar GmbH bestehende Andienungsrecht reduziert, das einen Rückkauf der Solarpark-Objektgesellschaften vorsieht.

### **Stärken**

Projektpartner Sybac Solar erfahren  
Andienungsrecht

### **Schwächen**

Blind-Pool-Charakter  
Hohe fixe Nebenkosten  
Fertigstellungsrisiken möglich  
Teilweise wenig informativer Prospekt

### **Fazit:**

#### **Finanziell**

Die Investitionen der Emittentin der Anleihe stehen noch nicht abschließend fest. Sie wird voraussichtlich in Solarprojekte investieren, für die die Sybac Solar im Ausschreibungsverfahren der Bundesnetzagentur den Zuschlag erhalten hat. Diese Solarparks sind noch nicht gebaut, sondern befinden sich in der Projektentwicklungsphase (Stand: 11. November 2015). Die prospektierten Investitionskriterien beinhalten kein Kriterium, das eine Mindestrentabilität der Projekte verlangt. Die internen Gewinnprognosen der Emittentin sind nicht im Prospekt aufgeführt. Aufgrund der fixen Emissionsnebenkosten besteht das Risiko, dass sich ein geringeres Platzierungsvolumen als geplant negativ auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittentin auswirkt. Wenn die tatsächliche Höhe der Platzierung der Anleihe nicht ausreicht, um alle mit der Emission verbundenen Kosten zu decken, kann dies laut Prospekt bis hin zu einer Insolvenz der Emittentin führen.

#### **Nachhaltigkeit**

Die Investitionen der Emittentin sind noch nicht abschließend bekannt. Die Emittentin investiert voraussichtlich zu einem großen Teil in Solarparks, die auf Konversions- oder Seitenstreifenflächen errichtet werden und als nachhaltig gelten können.

#### **ECOreporter.de-Empfehlung**

Unter Berücksichtigung des derzeitigen Risikoprofils kann die Verzinsung der Anleihe als zu niedrig gelten.

#### **Basisdaten**

Emittentin und Anbieterin: a|S Kraftwerke 3. GmbH & Co. KG, Grünwald  
Anlageform: Anleihe (Inhaber-Teilschuldverschreibung)  
Emissionsvolumen: 15,0 Millionen Euro  
Mindestzeichnungssumme: 20.000 Euro  
Agio: 0 Prozent  
Laufzeit: bis 14. September 2020  
Zinsen: 3,5 Prozent  
Einkunftsart: Einkünfte aus Kapitalvermögen  
BaFin-Billigung: Ja  
Handelbarkeit: laut Prospekt kein Börsenhandel geplant  
ISIN: DE000A161YS2