

Rentable Anlagen in Energieinfrastruktur

USA Der Sektor wird von Gesellschaften dominiert, die als Master Limited Partnerships organisiert sind. Diese glänzen mit hohen Ausschüttungen.

MARTIN GOLLMER

Der Schieferöl- und Schiefergasboom in den USA macht in den nächsten Jahren massive Investitionen in Erneuerung und Ausbau der Infrastruktur notwendig, um diese Rohstoffe zu transportieren, zu lagern und aufzubereiten. Anleger können an dieser Entwicklung partizipieren, in dem sie in die im sogenannten Midstream-Sektor verbreiteten Master Limited Partnerships (MLP) investieren. Diese besitzen und betreiben Pipelines, Umladeterminale, Lagerstätten und/oder Aufbereitungsanlagen. MLP sind Spezialgesellschaften, die in den USA keine Unternehmenssteuern bezahlen müssen, dafür aber ihren Gewinn vollständig an die Anteilhaber weitergeben können. Das ergibt für Anleger attraktive Renditen.

Neue Bohr- und Fördermethoden (horizontales Bohren und sogenanntes Fracking) machen es seit ein paar Jahren möglich, in Schiefergestein gefangenes Öl und Gas zu gewinnen. Das hat in den USA zu einem beispiellosen Boom geführt. Gegenwärtig werden dort gemäss der US Energy Information Agency (EIA) 3,5 Mio. Fass Schieferöl pro Tag gefördert. Bis 2020 soll die Produktion auf 4,8 Mio. Fass pro Tag steigen. Beim Schiefergas erwartet die EIA, dass die Förderung sich bis 2040 auf 54 Mrd. Kubikfuss pro Tag verdoppelt.

Kompletter Umbau nötig

Bisher konzentrierte sich die Öl- und Gasproduktion in den USA auf den Süden des Landes und den Golf von Mexiko. Dort befand sich auch der Eingangspunkt für jenes Öl und Gas, das importiert werden musste. Dementsprechend war auch die Infrastruktur für den Transport, die Lagerung und die Aufbereitung von Öl und Gas aufgebaut. So floss etwa das Öl in den Pipelines von Süden nach Norden. Jetzt befinden sich grosse Schieferölgebiete im Mittleren Westen der USA. Das bedeutet, dass die Fließrichtung in bestehenden Leitungen umgekehrt werden muss, wenn das Öl in die Verarbeitungszentren im Süden transportiert werden soll. Kommt dazu, dass neue Pipelines gebaut werden

müssen, wo neue, bisher unerschlossene Fördergebiete entstanden sind.

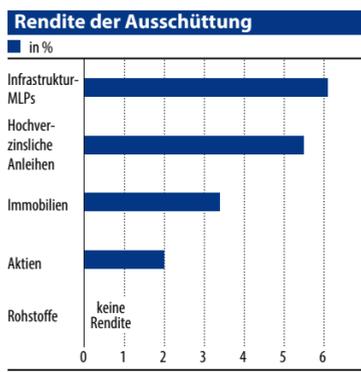
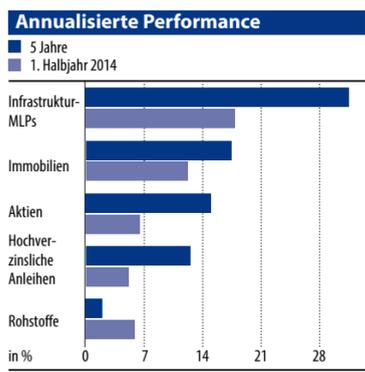
«Die Energieinfrastruktur der USA muss komplett erneuert werden», sagt Edith Southammakosane, Analystin beim Londoner Wertschriftenhaus ETF Securities,

das einen Exchange Traded Fund (ETF) auf diesem Gebiet lanciert hat. «Für das neue Angebot an Öl und Gas muss die bestehende Infrastruktur restrukturiert und vergrössert werden.» Die Branchenorganisation Interstate Natural Gas Association of America schätzt, dass dafür zwischen 2014 und 2035 Investitionen von 641 Mrd. \$ notwendig werden – 180 Mrd. \$ für Hauptpipelines und 461 Mrd. \$ für Zubringerleitungen sowie für Lager-, Aufbereitungs- und Exportanlagen.

Für Unternehmen, die im Midstream-Sektor – also im Transport, in der Lagerung und Aufbereitung von Öl und Gas – aktiv sind, ergeben sich daraus enorme Wachstumschancen mit meist gut vorhersehbaren Erträgen. Denn für ihre Dienstleistungen kassieren sie eine langfristig festgelegte Gebühr, die unabhängig ist von den Preisschwankungen von Öl und Gas.

Spezielle Gesetzesvorschriften, die zum Ziel haben, die Investitionen in den Midstream-Sektor zu fördern, haben dabei dazu geführt, dass diese Unternehmen in den USA meistens als Master Limited Partnership organisiert sind. MLP bestehen aus einem General Partner, der diese kontrolliert und führt, und nicht stimm-

berechtigten Limited Partners, wobei der General Partner in der Regel 2% der Anteile besitzt und die Limited Partners den grossen Rest. MLP sind wie gewöhnliche Aktiengesellschaften kotiert, müssen aber im Unterschied zu diesen 90% ihres Ertrags aus besonders qualifiziertem Geschäft – etwa der Förderung, dem Transport, der Lagerung und der Aufbereitung von Mineralien und Rohstoffen – erwirtschaften und zahlen keine Steuern auf ihren Gewinnen. Diese werden dafür vollständig an die Partner ausgeschüttet. Diese Zahlungen müssen dann aber von den Empfängern versteuert werden. Damit die Ausschüttungen über die Zeit erhöht werden können, müssen die MLP wachsen. Das geht jedoch nicht ewig. Weil er mit dieser Organisationsform an Wachstumsgrenzen gestossen ist, hat der Pipelinebetreiber Kinder Morgan kürzlich beschlossen, seine Familie von MLP aufzulösen (vgl. fuw.ch/170914-7).



Wegen der kräftig zunehmenden Förderung von Schieferöl und -gas muss das Pipelinennetz in den USA massiv ausgebaut werden.

Sehr populär geworden

MLP haben in den USA in den vergangenen zehn Jahren stark an Popularität gewonnen. Gab es 2003 gemäss der Branchenorganisation National Association of Publicly Traded Partnership erst 34 MLP, sind es heute bereits 116. Ihr kumulierter Börsenwert stieg in dieser Periode von 42 Mrd. \$ auf 591 Mrd. \$. Der Erfolg der MLP hat jetzt die Behörden auf den Plan gerufen. Das US-Finanzministerium überprüft gegenwärtig die Zulassungskriterien. Bis die Überprüfung abgeschlossen ist, werden keine MLP mehr bewilligt.

In den USA sind MLP wegen ihrer hohen Ausschüttungsrenditen und ihrer überdurchschnittlichen Kursperformance bei Anlegern sehr beliebt (vgl. Grafiken). Für europäische Anleger ist die freie Wahl von MLP allerdings mit hohen Gebühren und einer komplexen Steuersituation verbunden. ETF Securities hat diese Probleme jetzt mit der Lancierung des ersten in Europa kotierten ETF auf US-Energieinfrastruktur-MLP gelöst. Dieser ETF, der den 25 Unternehmen umfassenden Solactive US Energy Infrastructure MLP Index nachbildet, wird seit dem 8. September auch an der Schweizer Börse gehandelt.

Investoren lechzen nach kotierten Renewables-Beteiligungen

INTERNATIONAL Die in den USA beliebten Yieldcos kommen nach Europa – doch Anleger sollten sich vergegenwärtigen, dass hohe Renditen nicht risikolos sind.

DIETEGEN MÜLLER, Frankfurt

Sie sind die Stars im Niedrigzinsumfeld, mit teils fulminanter Kursentwicklung. Die Rede ist von kotierten Portfolios im Sektor erneuerbare Energie, meist in Form sogenannter Yieldcos oder Partnerschaften – wie in den USA – oder geschlossener Fonds. Sie ähneln den in den USA beliebten Master Limited Partnerships (MLP, vgl. Text oben), geniessen aber geringere Steuervorteile und sind vorwiegend auf Stromerzeugungskapazitäten ausgerichtet. Die Spanne reicht von Solar- und Windparks bis hin zu Übertragungsnetzen und Gaskraftwerken.

Yieldcos bieten eine vergleichsweise hohe Dividendenrendite, die sich aus stabilen Cashflows aus einem regulierten Geschäft speist. Reguliert bedeutet, dass staatliche Rahmenbedingungen ein wichtiges Element in der Renditeerwartung darstellen, sei dies durch steuerliche Förderung des Projekts oder Preis- und Renditevorgaben. In der Regel werden schon laufende Erzeugungskapazitäten mit langfristigen Abnahmeverträgen eingebracht. Nicht abgeschlossene Projekte sind seltener. Die Ausschüttung soll stetig wachsen dank einer Akquisitionsstrategie.

Prominente Rolle in den USA

2013 haben fünf Yieldcos in den USA über Aktien und Anleihen 3,3 Mrd. \$ aufgenommen. Die auf Kapitalmarktfragen spezialisierte Kanzlei Kaye Scholer erwartet, dass Yieldcos in den nächsten Jahren im US-Markt eine prominente Rolle spielen werden. Sempra Energy und der Solarmodul-

hersteller First Solar erwägen die Ausgabe einer Yieldco. Bald könnte die Welle auf Europa überschwappen. Die Grossbank HSBC geht in einer Studie davon aus, dass europäische Versorger und Infrastrukturanbieter den Nutzen von Yieldcos evaluieren werden. Vorreiter war der spanische Energie- und Umweltdienstleister Abengoa. Er hat im Juni Abengoa Yield mit hohem Zeichnungserfolg an die US-Börse Nasdaq gebracht.

Gemäss «Wall Street Journal» plant auch der spanische Bauriese Acciona die Kotierung von Renewables-Beteiligungen über 2 Mrd. \$ bis 2015. Im Juni hat der US-Investor KKR angekündigt, ein Drittel an Acciona Energía International (AEI) für 417 Mio. € zu erwerben, mit dem Zweck, einen möglichen Börsengang von AEI zu fördern. Auch der Düsseldorfer Versorger Eon schliesst eine Yieldco nicht aus, wie er auf Anfrage sagt: «Solche Finanzierungsinstrumente kennen wir, sie spielen derzeit bei unseren Investments aber noch keine Rolle», heisst es. Konkreter ist der Solarprojektor Photon Energy, der eine Yieldco-Emission für 2015 plant. Auch die deutsche Windprojektgesellschaft PNE Wind plant eine Yieldco und hat dazu vergangene Woche eine Kapitalmassnahme von bis zu 80,3 Mio. € angekündigt.

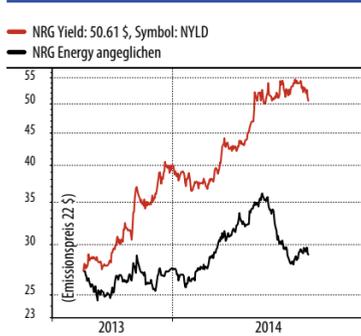
HSBC hält das Potenzial für europäische Yieldcos aber für begrenzt. Viele Versorger stecken im Stromerzeugungsgeschäft in Schwierigkeiten. Würden sie sich von ihren stabileren Ertragsbringern trennen, hätte dies für die Aktionäre der Muttergesellschaft wohl negative Folgen. Auch müssen der Portfoliomix und das Wachstumsprofil stimmen. Rein von der Portfo-

Kotierte Renewables-Portfolios bieten ansprechende Dividendenrenditen

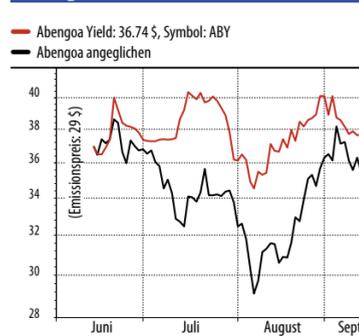
Name	Währung	Veränd. (%) seit IPO	Kurs am 15.9.	Marktkap. (Mrd.)	Umsatz (Mrd.)	Gewinn je Aktie	KGV	KBV	Rendite (%)
Abengoa Yield	\$	+26,7	36,74	3,01	0,55	1,05	35	2,1	4,5
Brookfield Renewable Energy Partn.	kan. \$	n. m.	32,43	4,65	2,00	0,73	44	2,6	5,3
Greencoat UK Wind ¹	£	+7,8	107,75	0,37	0,06	10,50	10	1,4	5,7
Innogy Renewable Energy Partn.	kan. \$	+3,4	10,34	1,04	0,25	0,17	61	2,4	5,8
NextEra Energy Partn.	\$	+45,8	36,45	3,39	0,38	0,81	45	2,5	2,3
Northland Power ²	kan. \$	n. m.	17,60	2,59	0,70	0,45	39	3,8	2,0
NRG Yield ³	\$	+130,0	50,61	3,91	0,86	1,89	27	4,1	3,2
Pattern Energy	\$	+40,5	30,92	1,92	0,36	1,02	30	2,7	4,3
Terraform Power	\$	+18,9	29,73	3,00	0,33	0,44	68	10,8	3,0
Transalta Renewables	kan. \$	+14,3	11,43	1,31	0,24	0,45	25	1,3	2,3

¹Schätzung ²Geschlossene Investmentgesellschaft; Kurs und Gewinn in £ ³Ursprüngl. Income Fund ⁴Gj. per Ende Juni n. m. = nicht möglich

NRG Yield



Abengoa Yield



liogrösse wären gemäss HSBC Eon, GDF Suez oder SSE Kandidaten. Vor allem für Umweltdienstleister dürften Yieldcos aber Sinn machen, so für Veolia Environment, Suez Environment oder Pennon.

Yieldcos sind für die auflegenden Unternehmen (Sponsoren) ein zweischneidiges Schwert. Ihre Auflage belastet den Aktienkurs der Mutter, wie im Fall von NRG

Energy und Abengoa (vgl. Charts). Die Ratingagentur Moody's bewertet die Schaffung einer Yieldco für den Sponsor als tendenziell kreditschwächend, da die verlässlichsten Cashflowbringer ausgelagert werden. Moody's hat auch Zweifel, ob das Versprechen des langfristigen Dividendenwachstums gehalten werden kann. Auch bei MLP haben sich Wachstumsgrenzen

gezeigt (vgl. Text oben). Investoren müssen sich auch bewusst sein, dass die Kontrolle über die Yieldco beim Sponsor bleibt, die Mitsprache also gering ist.

Ein Spiel auf Zeit

Als renditestarke Anlage sind Yieldcos reizvoll und werden derzeit kräftig nachgefragt, wie die letzten Emissionen zeigen. Doch sich davon blenden zu lassen, wäre gefährlich. Für den Energieexperten Kevin Kaiser von der Researchboutique Hedgeye sind Yieldcos eine Wette darauf, dass ein an sich sehr kapitalintensives Geschäft nicht so kapitalintensiv ist wie erwartet. Will heissen: Produzieren Solar- und Windparks oder Gaskraftwerke länger als prognostiziert, verteilt sich auch die Amortisation über einen längeren Zeitraum, und die Rechnung geht voll auf. Sonst jedoch dürften die hohen Renditeversprechen schwierig zu halten sein. Derzeit gilt die Werthaltigkeit von Renewables-Assets als sehr hoch, doch steigende Zinsen oder ein veränderter regulatorischer Rahmen sind Risiken, die Investoren stets im Auge behalten müssen.

Risikomindernd wirkt eine Diversifizierung im Erzeugungsmix und in der regionalen Abdeckung. Auch Zusagen des Sponsors, weitere Beteiligungen abzutreten, sind mittelfristig günstig, da sie das Dividendenwachstum absichern. Hohe Emissionsergebnisse sollten aber skeptisch stimmen. Die Erwartungen dürften vom Tiefzinsumfeld verzerrt und zu hoch sein. Auch für Yieldcos gilt: Den Letzten beißen die Hunde. Wer den Ausstieg verpasst, sitzt früher oder später wohl auf Verlusten.