Shedlin Infrastructure 1 European Solar Income

Shedlin weitet die Angebotspalette aus. Wie immer gilt das Prinzip, in Schwellenländern zu investieren mit etablierten Partnern vor Ort, einem Maximum an Sicherheit und einem deutlichen Mehrertragspotential über den konservativen Prognosen.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst, Mitglied bei Mensa in Deutschland e. V.

Der Initiator

Die Shedlin Capital AG, Nürnberg, wurde 2007 gegründet. Shedlin ist bisher spezialisiert auf Immobilien-Projektentwicklungsfonds in Schwellenländern. Seit Gründung ist das Unternehmen sehr schnell gewachsen, es fanden zahlreiche Umstrukturierungen und Wechsel auf Vorstandsebene statt. Als einziger Entscheidungsträger ist Robert Schmidt, Gründer und CEO, konstant dem Unternehmen auf der Vorstandsebene verbunden. Heute beschäftigt das Unternehmen 22 Mitarbeiter und vertreibt seine Produkte über freie Vertriebe und Banken.

Ende 2011 waren €139,1 Mio. Eigenkapital eingesammelt, zwei Publikumsfonds sind geschlossen, neben dem vorliegenden Angebot wurden weitere 7 Fonds aufgelegt.

Die Shedlin-Unternehmensgruppe agiert international mit dem Fokus auf eine europaweite Expansion im Vertrieb und eine weltweite Expansion in der Produktgestaltung.

Shedlin nimmt eine Vorreiterrolle beim Vertrieb von Fondsanteilen in den östlichen EU-Ländern ein. Die Eigenexpertise im Haus liegt im Bereich Identifikation und Auswahl möglicher Projektpartner und Zielprojekte. Über die Netzwerke werden für jeden Projektabschnitt versierte externe Dienstleiter hinzugezogen, die vom Unternehmen aus überwacht werden können. Darüber hinaus wurde im Emissionshaus seit 2007 ein exzellenter Mitarbeiterstab aufgebaut, dessen Qualität unter den deutschen Emissionshäusern eine Sonderstellung einnimmt. Die Vitae der leitenden Mitarbeiter weisen sämtlich vieljährige Arbeitserfahrung bei namhaften Konzernen auf.

Auf Fragen im Rahmen der Analyse reagierte das Unternehmen angemessen schnell und mit sämtlichen für die Analyse notwendigen Fakten.

Stärken | Erfahrene Entscheidungsträger, professionell diversifiziertes Unternehmen mit einem exzellenten Mitarbeiterstab.

Der Markt / Die Investition

In den einzelnen Ländern der EU ist eine Abnahme des erzeugten Stroms für mindestens 20 Jahre gesetzlich geregelt. Bulgarien stellt offensichtlich einen interessanten Zielmarkt für Solarinvestitionen dar. Die politische Führung hat einen gesetzlichen Rahmen für derartige Anlagen geschaffen, der sehr positiv ist: Die Einspeisevergütung liegt mit 24,8 Cent/kWh aktuell deutlich über den Tarifen der meisten anderen europäischen Länder. Die Absicherung der Vergütung erfolgt nicht von Seiten des Staates, sondern in Form eines Umlageverfahrens durch den Stromabnehmer. Dies halte ich vor dem Hintergrund des steigenden finanziellen Ausfallrisikos europäischer Staaten einerseits für sinnvoll. Andererseits sind derartige Umlageverfahren, wie auch in Deutschland praktiziert, in hohem Maße moralisch fragwürdig, da dem Bürger, der Strom nicht beliebig substituieren kann, überhöhte Preise zugemutet werden, die bei einem freien Markt niemals durchsetzbar wären.

Grundsätzlich sind die Investitionskosten für die Bauteile einer Photovoltaikanlage in den letzten Jahren drastisch gefallen. Die exorbitant, auch international, gestiegene Nachfrage nach Bauteilen hat zu einem starken Wachstum in der Produktion geführt. Aufgrund technischer Neuerungen und ausgeweiteter Produktionskapazitäten sind die Stückpreise für die technischen Komponenten von Solarparks deutlich gefallen. Dies gleicht teilweise die sinkenden Einspeisevergütungen für

Die einzelnen Tranchen werden erst übernommen, wenn die Module tatsächlich an das Netz angeschlossen sind und Ertrag erwirtschaften.

Der Fonds wird sich an einem mit rund 110 ha sehr großen Solarpark im sonnenverwöhnten Bulgarien beteiligen.

Strom aus. Gleichzeitig fehlt ein umfangreicher langfristiger Datenbestand, da die heute verwendete Modultechnik noch vergleichsweise jung ist.

Unter dem Strich halte ich den weltweiten Photovoltaikmarkt für zunehmend schwierig zu beurteilen: Die Modulpreise werden zwar durch Angebot und Nachfrage bestimmt, doch die Abnahmegarantien für den erzeugten Strom machen einen fairen Marktpreis unmöglich. Gleichzeitig ist die Herstellung der Module, die immer noch einen sehr geringen Wirkungsgrad (von ca. 20 %) aufweisen [1], ohne staatliche Förderung nach wie vor unrentabel.

Zu guter Letzt ist der tatsächliche Bedarf an einer derartigen Technik mehr als fraglich. Im aktuellen Überschwang auf Ebene der Politik und der Massenmedien werden gerne die Nachteile der Solartechnik übersehen: Neben der technischen Ineffizienz wären hier vor allem die fehlende Grundlastfähigkeit und die notwendige immense zu verbauende Fläche zu nennen.

Die künftige Entwicklung im europaweiten Markt ist mit vielen Fragezeichen versehen. Daher sollte sich ein Investor sehr genau überlegen, in welchen Teilmarkt er investieren will. Bulgarien bietet auf absehbare Zeit ein zumindest akzeptables Umfeld, wenn der Projektpartner die Usancen vor Ort kennt, so wie Shedlin.

Gerade um auch vor der in den nächsten Jahren zu erwartenden Kälteperiode [2] ausreichend Reserven in die Ertragsrechnung einbauen zu können, ist ein Standort mit einer möglichst hohen Sonneneinstrahldauer die logische Wahl. Bulgarien ist vergleichsweise sonnenverwöhnt. Die durchschnittliche Sonneneinstrahldauer lag in den letzten Jahren jenseits 1.350 kWh/kWp. Bulgarien ist damit auf jeden Fall einem Standort bspw. in Deutschland vorzuziehen. Laut Projektpartner sollen die verfahrenstechnischen Parameter auf Behördenebene problemlos sein. Der Fonds wird die Hälfte des Solarparks in 5 Tranchen über eigens gegründete Projektgesellschaften erwerben, die andere Hälfte soll laut Shedlin an einen institutionellen Investor gehen. Damit ist ein durchgehender Investitionslauf möglich, ohne renditezehrende Kapitalsammelperioden. Die einzelnen Tranchen werden erst übernommen, wenn die Module tatsächlich an das Netz angeschlossen sind und Ertrag erwirtschaften. Für den Fonds fallen damit projektentwicklungsspezifische Risiken weg.

Schwächen | Technisch ineffizientes Investitionsgut, das nur durch politische Marktmanipulationen Rendite erwirtschaftet.

Stärken | Bulgarien bietet eine vergleichsweise hohe Planungssicherheit, gekoppelt mit einer hohen Vergütung. Standort weist eine der europaweit höchsten Sonneneinstrahlungen auf.

Die Partner

Wichtigster Partner des Fonds ist der Inhaber, Generalunternehmer (GU) und anschließend voraussichtliche Betreiber vor Ort. Diese Position verantwortet das deutsche Unternehmen Phoenix Solar AG. Gegründet 1999, beschäftigt das Unternehmen heute rund 400 Mitarbeiter in 13 Ländern. Phoenix Solar entwickelt in Bulgarien einen Großpark mit geplanten 50 MW Leistung. Das Unternehmen verantwortet die komplette Realisation des Parks, der Fonds tritt erst mit Anschluß an das Netz in seine Leistungsverpflichtung.

Für die im Park verwendete Technik sollen in jedem Fall international führende

Unternehmen eingebunden werden. Hierfür wurden zum Zeitpunkt der Analyse noch keine endgültigen Verträge unterzeichnet. Tatsächlich stellen Solarmodule, Unterkonstruktionen oder Wechselrichter kein großes Geheimnis mehr dar. Da der GU offensichtlich sein Geschäft versteht und auch erst ab tatsächlichem Produktionsbeginn aus seiner Projekterrichtungsverantwortung entlassen wird, gehe ich davon aus, daß in jedem Fall hochwertige Qualität erworben und verbaut wird.

Stärken | Der GU ist international erfahren, vor Ort präsent und verantwortet das Projekt bis incl. Produktionsbeginn des Parks.

Das Konzept

Der Fonds wird sich an einem mit rund 110 ha sehr großen Solarpark im sonnenverwöhnten Bulgarien beteiligen. Konkret übernimmt der Fonds die Hälfte des Freiflächenparks in 5 Tranchen, schrittweise nach Liquiditätslage des Fonds und Fertigstellung der einzelnen Bauabschnitte. Das Gesamtgelände ist bereits auf 30 Jahre gepachtet, die Pacht ist bereits im Kaufpreis enthalten. Da der Fonds auf eine Laufzeit von 9 Jahren ausgelegt ist, bieten die gezahlte Pacht, die Einnahmegarantie über 20 Jahre und der mögliche Verkauf über die einzelnen Investitionstranchen ein überzeugendes Exitszenario. Die Prognosen sind sehr konservativ. So wurde die Sonneneinstrahlung mit konstant 1.350 kWh/kWp veranschlagt, was auch vor der sich aktuell abzeichnenden Kaltphase der Sonne[3] einen nennenswerten Risikopuffer darstellen sollte. Die veranschlagte Degradation von 0,4 % p. a. liegt über der vom Modulhersteller angegebenen (0,25 % p. a.). Der Einkaufsfaktor für den Park fällt mit 7,1 außerordentlich günstig aus. Der veranschlagte Verkaufswert wurde mit 10 % p. a. auf die restliche garantierte Einnahmezeit von 11 Jahren abgezinst. Tatsächlich liegt hier ein deutliches Mehrertragspotential vor.

Bei einer geplanten Laufzeit von 9 Jahren erhält der Anleger eine Vorzugsausschüttung von 8 % p. a. (excl. Agio), darüber hinausgehende Rückflüsse werden aufgeteilt. Die Investitionsquote fällt mit 78,64 % (incl. Agio) gut aus, die Weichkosten liegen bei vertretbaren 17,67 % (bez. auf EK incl. Agio). Die vorsichtige Kalkulation sollte dem Fonds während der Laufzeit eine frühzeitige Entschuldung ermöglichen.

Schwächen | Investitionen in Solaranlagen weisen ausgeprägte systemimmanente Risiken auf.

Stärken | Überzeugendes Zielinvestment. Außerordentlich konservative Konzeption mit ausgeprägtem Mehrertragspotential. Flexibles Exitszenario. Vergleichsweise kurze Mindestlaufzeit. Übernahme des Zielinvestments in Tranchen und erst bei Produktionsbeginn. Vorzugsstellung des Anlegers.

Die Zielgruppe

Interessiert sich ein Anleger für das Thema Solarfonds, sollte er auf jeden Fall eine möglichst kurze Mindestlaufzeit suchen. Die in das Projekt eingebundenen Partner sollen möglichst erfahren sein. Der Standort für die Anlagen soll, aufgrund der ohnehin ineffizienten Technik, eine möglichst hohe Sonneneinstrahldauer erwarten lassen.

Shedlin hat meines Erachtens ein optimales Fondskonstrukt um das Anlagegut Solar errichtet. Die überschaubare Laufzeit, der flexible Exit durch die 5 Investitionstranchen, die sehr konservative Verkaufsprognose, die vorsichtige Ertragsprognose während der Laufzeit, der für die Thematik überzeugende Standort und die gedeckelten Systemrisiken aus dem Projekt lassen den Fonds zu einem Basisinvestment werden. Wenn sich ein Anleger für das Thema Solarinvestments interessiert, hält er mit dem vorliegenden Fonds sicherlich eines der interessantesten Angebote in der Hand.

Summa summarum

*halte ich das Angebot „Infrastructure 1 European Solar Income“ des Initiators Shedlin Capital AG, Nürnberg, für einwandfrei. Grundsätzlich bin ich selbst kein Freund von Solarfonds, dies hat einen deutlichen Einfluß auf die Notengebung. Anleger sollen hier einer Technik vertrauen, die ineffizient ist und nur Gewinne erwirtschaftet, weil die Politik dem Bürger eine Planwirtschaft aufoktroyiert hat. Für Anleger, die eine Beteiligung in Solarinvestments suchen, kann der vorliegende Fonds aufgrund seiner exzellenten Rahmenbedingungen, gepaart mit einem ausgeprägten Mehrertragspotential, in Frage kommen. In meinen Augen ist der Fonds grundsätzlich hervorragend konzipiert. Die Bewertung mit **„einwandfrei“ (2+)** stellt aus heutiger Sicht für ein Solarinvestment die für mich bestmögliche Bewertung dar.* ■

Zahlen und Fakten

Investitionsobjekt	Solarpark (Freiflächenanlage) in Kazanlak, Bulgarien
Parkgröße	110 ha, 50 MWp Gesamtleistung, Fonds wird die Hälfte des Parks in 5 Tranchen erwerben
Geplante Fertigstellung	Ende Juni 2012
Sonneneinstrahlung laut Gutachten	zwischen 1.350 und 1.550 kWh
Prognostizierte Sonneneinstrahlung	konstant 1.350 kWh
Degradation	gerechnet 0,4 % p. a.
Steuerliche Struktur	Einnahmen aus Kapitalvermögen
Mindestzeichnungssumme	€ 10.000 zzgl. 5 % Agio
Fondslaufzeit	rund 9 Jahre, früheste Kündigung durch Anleger möglich zum 31. 12. 2021
Plazierungsfrist	geplant bis zum 31. 12. 2012
Emissionskapital	€ 16 Mio., maximal € 24 Mio., jeweils zzgl. Agio
Gesamtkapital	geplant € 47,6 Mio.
Mindestkapital	nein
Fremdkapital	auf Fondsebene nicht, auf Projektebene geplant 66 % Fremdkapital
Durchschnittliche Gesamtausschüttung	geplant ca. 11 % p. a. (ohne Kapitalrückführung)
Ergebnisverteilung	Frühzeichnerbonus, 8 % p. a. (ohne Agio) Vorzugsausschüttung an Anleger, Rest wird 60:40 verteilt auf Anleger und Shedlin
Verkaufserlös	geplant 133 % nach 9 Jahren, abgezinst mit 10 % auf die geförderte Restlaufzeit von 11 Jahren
Weichkosten	17,67 % incl. Agio
Investitionsquote (brutto)	78,64 % incl. Agio
Liquiditätsreserve	€ 420.000
Plazierungsgarant	nein
Treuhandkommanditistin	Aureus Treuhand GmbH, Nürnberg
Mittelfreigabekontrolle	RK Revisionskontor GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Nürnberg, rein formal
Alleinstellungsmerkmale	Solarpark in Bulgarien. Flexibler Exit durch Investmenttranchen. Sehr konservative Prognosen, sehr vorsichtiger Verkaufsfaktor. Ausgeprägtes Mehrertragspotential.