

An den Grossen Gemeinderat

## Winterthur

Erhöhung der Beteiligung an der Kleinkraftwerk Birseck AG um Fr. 10 Mio.

---

### **Antrag:**

Stadtwerk Winterthur, Profit-Center Stromproduktion, wird ermächtigt, seine Beteiligung an der Kleinkraftwerk Birseck AG mittels Bareinlage zu Lasten von Konto 710210 / 555000 „Rahmenkredit erneuerbare Energien“ (20419; Volksentscheid vom 23. September 2012) um den Betrag von Fr. 10 Mio. auf total Fr. 30 Mio. zu erhöhen.

### **Weisung:**

#### **1. Zusammenfassung**

Mit der im Jahr 2012 erfolgten Zustimmung zum 90-Millionen-Rahmenkredit für Investitionen in Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbarer Energie gab das Winterthurer Stimmvolk der Stadt den Auftrag, die eigene Stromproduktion deutlich zu erhöhen. Diese Investitionen sind ein wichtiger Schritt zur Erreichung der Energiestrategie 2050 und der Nachhaltigkeitsziele der Stadt. Es versteht sich, dass auch Investitionen in die Stromproduktion wirtschaftlichen Gesetzen gehorchen müssen.

Stadtwerk Winterthur hat in den letzten Jahren die Photovoltaik in unserer Region kontinuierlich ausgebaut. Gute Investitionsgelegenheiten in Wasser- und Windkraftanlagen sind in der Schweiz – aufgrund der meteorologischen und geographischen Gegebenheiten – jedoch selten und zudem politisch oft sehr schwierig umzusetzen. Ein Teil der Investitionen erfolgt deshalb entsprechend der Strategie im angrenzenden Ausland. Eine risikoarme und effiziente Möglichkeit, in inländische<sup>1</sup> und ausländische Märkte zu investieren, bietet die Beteiligung an grösseren Gesellschaften wie der Kleinkraftwerk Birseck AG. Dabei soll die Beteiligung von Winterthur so hoch sein, dass eine Mitsprache in strategischen Fragen weiterhin möglich bleibt.

Mit den Beteiligungen an der Swispower Renewables AG (SPRAG) und der Kleinkraftwerk Birseck AG (KKB) hat Winterthur heute in zwei Gesellschaften investiert, die diese Voraussetzungen gut erfüllen. Sie bilden damit neben der KVA die zentrale Säule in der eigenen Stromproduktion. Sowohl SPRAG als auch KKB führen in den Jahren 2015/2016 zur Finanzierung ihres weiteren Wachstums Kapitalerhöhungen durch. Mit der vorliegenden Weisung wird eine Kapitalerhöhung um Fr. 10 Mio. auf Fr. 30 Mio. an KKB beantragt. Damit würde Winterthur neben Energie Wasser Bern (ewb) und Elektra Birseck Münchenstein weiterhin

---

<sup>1</sup> Die KKB AG hat mit den Wasserkraftwerken Dornachbrugg und Laufen sowie mit über 45 grossen PV-Anlagen bereits ein starkes Standbein innerhalb der Schweizer Grenzen und ist bestrebt, diese Investition auszubauen.

zu den drei wichtigsten KKB-Aktionären gehören und das Gewicht von Winterthur in dieser Gesellschaft bliebe erhalten.

Neben der bereits beantragten Beteiligung an der Kapitalerhöhung der Swisspower Renewables AG stehen verschiedene Photovoltaik-Projekte sowie ein Kleinwasserkraftwerk und Windenergieanlagen in der Region im Fokus von Stadtwerk Winterthur. Diese regionalen Erzeugungsanlagen stellen eine sinnvolle, wenngleich landschaftsplanerisch und wirtschaftlich anspruchsvolle Ergänzung zu den Beteiligungen dar.

Die beantragte Beteiligungserhöhung soll zu Lasten des erwähnten Rahmenkredites erfolgen. Die Bewilligung des Objektkredites fällt in die abschliessende Kompetenz des Grossen Gemeinderates. Sein Entscheid ist gemäss Gemeindeordnung (§ 10 Abs. 1 Ziff. 6) der Abstimmung durch die Gemeinde entzogen (Ausschluss des Referendums).

## 2. Ausgangslage

### 2.1 Bisherige Beteiligung an der Kleinkraftwerk Birseck AG

Stadtwerk Winterthur beteiligte sich an der Kapitalerhöhung von KKB von 2013 mit einem Betrag von 12 Mio. Franken und an der Erhöhung von 2014 mit 8 Mio. Franken. Damit beträgt die Beteiligung per 2015 20 Mio. Franken (11.7 % am Kapital der Gesellschaft).

### 2.2 Volksabstimmung

Im September 2012 haben die Winterthurer Stimmberechtigten einen Rahmenkredit von Fr. 90 Mio. für Investitionen in Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbarer Energie genehmigt. Die Winterthurer Stimmberechtigten gaben Stadtwerk Winterthur folgende Aufträge:

- Deutliche Steigerung der Stromversorgung mit *eigenen Produktionsanlagen*
- Investitionen in die Erzeugung mit dem Fokus auf die *Wirtschaftlichkeit*
- Erzeugung von elektrischer Energie aus *erneuerbaren Quellen* (Wasser, Wind, Sonne) mit Anlagen von vertretbarer Grösse
- *Lokale Investitionen* in Winterthur und Umgebung, wenn sich solche wirtschaftlich realisieren lassen.

### 2.3 Investitionsstrategie

Gemäss Strategie soll Winterthur mittelfristig ca. 300 Gigawattstunden (GWh) Strom aus eigenen Anlagen erzeugen. Dies entspricht etwa der Hälfte des Verbrauches der Stadt Winterthur. Bereits heute produziert der in der Kehrriechterverwertungsanlage installierte Generator jährlich rund 100 GWh Strom. Damit verbleibt ein Bedarf von 200 GWh.

Technologie	Durchschnittl. Betriebsstunden p.a. in Std.	Leistungsbedarf für 200 GWh p.a.	Investition pro MW (60% FK) in Tausend Franken	Investitionsbedarf in Millionen Franken
Kleinwasser (F) Fluss	3'000 - 4'500	60 - 80 MW	800 - 1'000	50 - 80
Onshore-Wind (D)	2'000 - 2'500	80 - 110 MW	700 - 1'000	60 - 110

PV (CH)	800 - 1'300	180 - 200 MW	700 - 900	130 – 200
PV Winterthur (ohne FK)	900 - 1'000	200 - 250 MW	1'100 - 2'500	250 – 600

Abb. 1: Investitionsbedarf bei 60% Fremdkapital (FK) für angestrebte Energiemenge

Je nach Technologie ist dafür eine Leistung von 57 - 250 MW zu installieren resp. zu erwerben. Wie hoch die dafür notwendige Investition ist, hängt hauptsächlich von der Technologie ab. Entscheidend ist zudem die Unterlegung mit Fremdkapital (FK). Abb. 1 impliziert einen FK-Anteil von 60 % (ausser bei Direktinvestitionen in Photovoltaik in Winterthur). Je nach Technologie müsste ein Betrag von Fr. 50 Mio. bis knapp 600 Mio. investiert werden, um die benötigte Energiemenge von 200 GWh zu erzeugen.

Für die Produktion von Strom aus erneuerbarer Energie sind Entwickler, Realisierer und Betreiber von Kraftwerken notwendig. Jeder von ihnen agiert innerhalb seines spezifischen Risikoprofils. Alle diese Rollen sind notwendig, um den gewünschten ökologischen Nutzen zu erbringen: Ohne einen Betreiber, der fertige Kraftwerke kauft, hat der Realisierer keine Ressourcen, um neue Kraftwerke zu bauen. Dasselbe gilt für den Entwickler, der auf den Verkauf seiner Projekte angewiesen ist. Ökonomische Basis dieses Systems sind die Stromkonsumenten, die über die Einspeisevergütung die Entwicklung, Realisierung und den Betrieb solcher Kraftwerke überhaupt wirtschaftlich machen.

Grössere Elektrizitätswerke nehmen verschiedene Rollen selber wahr: Sie bauen Abteilungen auf, die Kraftwerke selber entwickeln oder akquirieren (inkl. technischer, juristischer und wirtschaftlicher Bewertung), selber betreiben und den erzeugten Strom vermarkten. Das dafür notwendige Fachwissen bedingt einen hohen Personalbestand (insbesondere, wenn in unterschiedliche Länder und Technologien investiert wird) mit entsprechenden Fixkosten. Stadtwerk Winterthur ist zu klein, als dass sich ein eigenständiges Engagement finanziell und aus Risikoüberlegungen auf diesem Gebiet rechtfertigen liesse. Deshalb wird Stadtwerk Winterthur Kraftwerke nur in Ausnahmefällen (kleinere lokale Anlagen) selber entwickeln oder bauen. Über die aktuellen Beteiligungen an der Swisspower Renewables AG (SPRAG) und der Kleinkraftwerk Birseck AG kann Stadtwerk jedoch zu vernünftigen Kosten und Risiken an diesem Markt teilhaben.

Mit SPRAG hat Stadtwerk Winterthur in eine weitere Gesellschaft investiert, die Strom aus erneuerbaren Energien erzeugt. Mit dem GGR-Beschluss vom 2. November 2015 wurde das SPRAG-Engagement um Fr. 10 Mio. auf Fr. 35 Mio. erhöht. Nach der beantragten Beteiligung an der Kapitalerhöhung der KKB wird sich die entsprechende Beteiligung auf Fr. 30 Mio. belaufen.

Eine Beschränkung der Gesamtinvestition nur auf eine einzige Beteiligungsgesellschaft wäre kurzfristig. Die Verteilung auf mehrere Gesellschaften dient der Diversifizierung und der Risikoverteilung in vielfacher Hinsicht:

- in Länder;  
KKB ist traditionell in Frankreich und der Schweiz stark und möchte daneben in Norwegen und Deutschland wachsen. Vor allem wegen dem Engagement in Frankreich macht eine Erweiterung des KKB Aktionariats insbesondere auch in der Nordwestschweiz Sinn. Die Kraftwerke der SPRAG befinden sich dagegen in Deutschland und Italien.
- in Geschäftsmodelle/Geldflüsse;  
Die SPRAG reinvestiert nur wenig Geldrückflüsse neu, deshalb wird sie mittelfristig hohe Ausschüttungen haben. Nach Ende der Lebensdauer der Windparks wird sie neu kapitalisieren oder verkaufen. Die KKB beabsichtigt, grosse Teile des Cash-Flows zu reinvestieren und die Kapazitäten entsprechend zu erhalten. Dafür wird sie tiefere Ausschüttun-

gen haben. Heute dagegen sorgen die Dividenden von KKB für die finanzielle Performance in der Stromerzeugung.

- in Technologien;  
SPRAG ist stark auf grössere Windkraftparks fokussiert und baut in Wasserkraft auf, KKB hat seine traditionellen Schwerpunkte in Wasserkraft und Photovoltaik. Erst in den letzten Jahren baute KKB in Windkraft auf.
- in Finanzierungsmodelle;  
KKB ist an der Berner Börse kotiert und strebt eine Kotierung an der Zürcher Börse an, wobei die Mehrheit des Aktienkapitals bei den strategischen Aktionären liegen wird, d.h. 2/3 des Aktienkapitals bilden weiterhin Stadtwerk-Beteiligungen. Das KKB-Modell ermöglicht die notwendige Liquidität für die Aktionäre und gewährleistet einen hohen Grad an Transparenz.

## 2.4 Bisher getätigte Investitionen

Bis November 2015 erfolgten zu Lasten des Rahmenkredites folgende Investitionen:

- Fr. 35.0 Mio. Beteiligung an der Swisspower Renewables AG (SPRAG)
- Fr. 20.0 Mio. Beteiligung an der Kleinkraftwerk Birseck AG (KKB)
- Fr. 3.5 Mio. Investitionen in Photovoltaikanlagen in Winterthur und Umgebung<sup>2</sup>.

	Lokale Produktion	Beteiligungen	Total
Kredit	20'000'000	70'000'000	90'000'000
./i. genehmigt <sup>3</sup>	3'500'000	55'000'000	58'500'000
Offen	16'500'000	15'000'000	31'500'000

Abb. 2: Übersicht Investitionen für Rahmenkredit Stromproduktion

## 2.5 Technologien und Länder

Hinsichtlich der Geographie/Länderauswahl bestehen folgende Kriterien:

- *Topographische/klimatische Gegebenheiten* (Windaufkommen, Sonneneinstrahlung, Verfügbarkeit von Wasser und Gefälle): Erst diese Faktoren ermöglichen eine wirtschaftlich Stromproduktion.
- Möglichkeit, den Strom mittelfristig zu *importieren* und im eigenen Netz zu vermarkten.
- *Höhe und Dauer der Einspeisevergütung*: Die Einspeisevergütung (z.B. KEV in der Schweiz, EEG in Deutschland etc.) ist ein Instrument, um Kraftwerke während einer Initialphase überhaupt wirtschaftlich zu betreiben.
- *Rechtssicherheit*: Die Rechtssicherheit ist bei jeder Investition von zentraler Bedeutung, um günstiges Fremdkapital zu erhalten und die Investitionen langfristig zu sichern. Zudem ist die Rechtssicherheit bezüglich Höhe und Dauer der Einspeisevergütung zentral.

Diese Faktoren beeinflussen auch den Preis für die Produktionsanlagen: Unabhängig davon, ob eine Einspeisevergütung besteht oder wie gut die klimatischen Gegebenheiten sind, strebt ein Käufer von Kraftwerken eine etwa gleichbleibende Rendite an.

Die Beteiligungsgesellschaften haben ihre jeweils eigene Investitionsstrategie. Während KKB in kleinere und mittlere Anlagen investiert (bis 10 MW für PV/Hydro und bis 15 MW für Wind),

<sup>2</sup> Für 2015 ist der Bau von weiteren PV-Anlagen mit einem Wert von Fr. 1.1 – 1.5 Mio. geplant

<sup>3</sup> Ohne Berücksichtigung des offenen Investitionsantrags von Fr. 10 Mio. in Swisspower Renewables AG

akquiriert SPRAG grössere Kraftwerke. Die unterschiedliche Ausrichtung führt zu einer Diversifikation und dem gewünschten Risikoausgleich. Weil mit Energie Wasser Bern und Stadtwerk Winterthur zwei Unternehmen an beiden Gesellschaften beteiligt sind, ist eine Koordination sichergestellt.

### **3. Finanzielles**

#### **3.1 Wirtschaftlichkeit und Buchführung**

Stadtwerk Winterthur weist die Stromproduktion aus erneuerbaren Energien (ohne den Anteil der Kehrrechtverwertungsanlage) transparent als eigenes Profit-Center aus und erstattet der Sachkommission Bau und Betriebe des Grossen Gemeinderates anlässlich der Rechnungslegung separaten Bericht über die getätigten Investitionen.

Die Erträge des Profit-Centers Stromproduktion bestehen hauptsächlich aus Dividenden. Die eigenen Anlagen generieren Umsatz (entweder über die kostendeckende Einspeisevergütung KEV oder direkt über den Stromverkauf im Markt). Die Beteiligungen generieren Zinskosten, die eigenen Anlagen zusätzlich Abschreibungen und Unterhaltskosten.

Mit der sicheren und werthaltigen Investition in Infrastruktur strebt Stadtwerk Winterthur mittelfristig eine Rendite an, die deutlich über den Refinanzierungskosten liegt. Sie soll bezüglich der Risiken im Bereich vergleichbarer Geldanlagen liegen. Neben der rein finanziellen Rendite bieten die Beteiligungen zusätzlich die Möglichkeit, die erzeugte Energie zu beziehen und so die energiepolitischen Ziele zu unterstützen.

#### **3.2 Risiken**

Die KKB befindet sich im Aufbau. Sie schüttet eine Dividende aus, die heute leicht unter den Refinanzierungskosten von Stadtwerk Winterthur liegt. Aus folgenden Gründen kann die Rendite mittel- bis langfristig gesteigert werden:

- Kraftwerke haben eine lange Lebensdauer. In den ersten Jahren nach der Akquisition generieren sie hohe Zinskosten, die sich nur langsam abbauen. Dieser Effekt ist umso stärker, je länger die Restlebensdauer des Kraftwerkparks ist. Er wird gemildert durch die Einspeisevergütungen, die in den frühen Betriebsjahren höher ausfallen als in späteren Jahren.
- Selbst erstellte Anlagen (PV oder der Windpark in Beaumont, Frankreich) generieren in der Bauphase zwar Kosten, jedoch noch keine Energie und damit keine Erträge. Oft wird die Einspeisevergütung erst nach einer Wartedauer wirksam, während der die Energie zu tieferen Marktpreisen verkauft wird (zum Beispiel bei ab 1.1.2014 erstellten PV-Anlagen in der Schweiz).
- Während der Aufbauphase ist es nicht möglich, ständig die gewünschte Unterlegung mit Fremdkapital zu erreichen.
- Synergien, z.B. im Kraftwerksunterhalt oder Stromvertrieb, greifen erst, wenn in einem Gebiet eine gewisse Dichte an Anlagen erreicht ist.
- Die Rechnungslegungsvorschriften des Kantons verbieten es, Kursgewinne von Beteiligungsgesellschaften buchmässig auszuweisen. Wegen dieser Bildung von stillen Reserven können nur die ausbezahlten Dividenden, nicht die geäußneten Gewinne angerechnet werden.

Mit folgenden Massnahmen wirken Stadtwerk Winterthur und seine Beteiligungsgesellschaften darauf hin, dass auch die mittelfristigen Gewinnaussichten gegeben sind:

- Ausgewogener Mix aus Kraftwerken, die Einspeisevergütungen erhalten und solchen, deren Produktion direkt vermarktet wird.
- Ausgewogener Mix aus Kraftwerken mit unterschiedlicher Restlebensdauer

- Periodische Überprüfungen, ob in verwandten, weniger investitionslastigen Bereichen Marktchancen bestehen
- Beteiligungsgesellschaften haben ausgewiesene Spezialisten für die jeweiligen Technologien und Länder.

Erleichtert wird der Aufbau des Produktionsportfolios durch die auf lange Zeit günstige Zins-situation. Längerfristig wird die KKB-Beteiligung eine Dividendenrendite von 4-5% erreichen.

#### **4. Beteiligung an Kapitalerhöhungen von KKB**

Die beiden Beteiligungsgesellschaften (SPRAG und KKB) stossen nach einem dynamischen Wachstum in den letzten Jahren an eine Grenze. KKB hat deshalb im Jahr 2015 bereits eine Kapitalerhöhung – ohne Beteiligung der Stadt Winterthur – durchgeführt. SPRAG hat eine Erhöhung für 2015 und KKB eine weitere für 2016 geplant.

Der Grund für das starke Wachstum liegt darin, dass beide Gesellschaften die Marktsituation als ausserordentlich günstig einschätzen:

- In verschiedenen Ländern gibt es gute Investitionsmöglichkeiten. Dies hat auch damit zu tun, dass ein Teil der Mitbewerber gezwungen ist, Aktivitäten ausserhalb des Kernbereiches zu veräussern.
- Das Umfeld ist geprägt durch die tiefen Strompreise. Steigen die Preise wieder an, werden auch Akquisitionen in Kraftwerke teurer.
- Die Bedingungen zur Unterlegung mit Fremdkapital sind im heutigen Umfeld günstig.

Gemäss dem Beschluss Nr. 2011/097 „Rahmenkredit für den Kauf oder die Beteiligung von Anlagen zur Erzeugung von erneuerbarer Energie“ sind Beteiligungen ab einem Betrag von 20 Mio. Franken vom Grossen Gemeinderat zu genehmigen. Die Kapitalerhöhung um 10 Mio. Franken liegt unter diesem Schwellenwert. Da die gesamte Beteiligung jedoch in Zukunft bei 30 Mio. Franken liegen wird, ist diese Kapitalerhöhung dem Grossen Gemeinderat vorzulegen.

##### **4.1 Aktionärsstruktur und Finanzierung der Gesellschaft**

Gegründet wurde KKB 2005 als 49 %ige Tochtergesellschaft von Elektra Birseck Münchenstein (EBM). EBM fand mit Energie Wasser Bern (ewb) und Stadtwerk Winterthur zwei strategische Partner, die das Wachstum der Firma weiter tragen. Ähnlich wie bei SPRAG bestehen zwischen den Partnern von KKB gleichartige Interessen. Ein zwischen den strategischen Aktionären<sup>4</sup> bestehender Aktionärsbindungsvertrag festigt diese Interessen zusätzlich. Jeder der drei strategischen Aktionäre hat aufgrund seines Anteils eine grosse relative Bedeutung. Trotz unterschiedlicher Quoten entsendet jeder strategische Aktionär jeweils einen Vertreter in den Verwaltungsrat<sup>5</sup>. Dies ermöglicht eine direkte Mitwirkung an der Strategie der Gesellschaft. Falls sich die relativen Anteile aufgrund einer Verwässerung stark verändern würden, wäre diese direkte Mitwirkung in Frage gestellt.

Der Aufnahme eines oder mehrerer weiterer strategischer Aktionäre steht die Gesellschaft positiv gegenüber. Eine solche wäre insbesondere dann von Interesse, wenn sich dadurch dank einer Sacheinlage des Neuinvestors der KKB-Kraftwerkpark in der Schweiz erhöhen liesse. Entsprechende Gespräche werden immer wieder gesucht. Derzeit werden diese Gespräche mit verschiedenen Städten im Jurabogen geführt.

<sup>4</sup> Strategische Aktionäre sind im Gegensatz zu reinen Finanzaktionären an einem Bezug von elektrischer Energie interessiert.

<sup>5</sup> Zusätzlich befinden sich vier unabhängige Experten in Energie-, Bewertungs- und Finanzierungsfragen im Verwaltungsrat.

Der Gesellschaft ist es aus folgenden Gründen jedoch wichtig, auch für nicht-strategische Aktionäre attraktiv zu sein:

- Da diese Aktionäre nicht am Produkt (elektrische Energie) interessiert sind, ergibt sich ein grösseres Strombezugsrecht für die strategischen Aktionäre. Ähnlich wie bei der Unterlegung mit Fremdkapital führt dies zu einem weiteren „Leverage-Effekt“, d.h. für eine gegebene Strommenge muss weniger Eigenkapital investiert werden.
- Die Finanzaktionäre zwingen die Gesellschaft zu finanzieller Stringenz.
- Die grösseren Mittel ermöglichen ein rascheres Wachstum und damit eine bessere Risikoverteilung und eine frühere Erreichung der kritischen Grösse.
- Nicht zuletzt führt ein hoher Anteil an Finanzaktionären zu einer besseren Handelbarkeit der Aktie (grössere Liquidität).

Heute besitzen aktuelle und ehemalige EBM-Mitarbeitende, grössere Einzelaktionäre (z.B. Gebäudeversicherung des Kantons Bern) und – dank der Kotierung an der Berner Börse – auch interessierte Einzelpersonen gesamthaft einen Fünftel der Anteile an der Gesellschaft:

Aktionär	Anteil in % Total	Anteil strategische Aktionäre
EBM	49.8 %	61.0 %
Ewb	20.2 %	24.7 %
Stadtwerk Winterthur	11.7 %	14.3 %
Frei handelbar (free float)	18.3 %	

Abb. 3: Zusammensetzung des Aktionariats von KKB per Oktober 2015

Aus mehreren Aktienaushgaben flossen KKB bis heute Mittel von Fr. 165 Mio. zu. Für das Jahr 2016 ist eine weitere Kapitalerhöhung über Fr. 60 – 120 Mio. geplant.

Die Finanzinvestoren werden in der Summe weniger als 33% des Aktienkapitals halten.

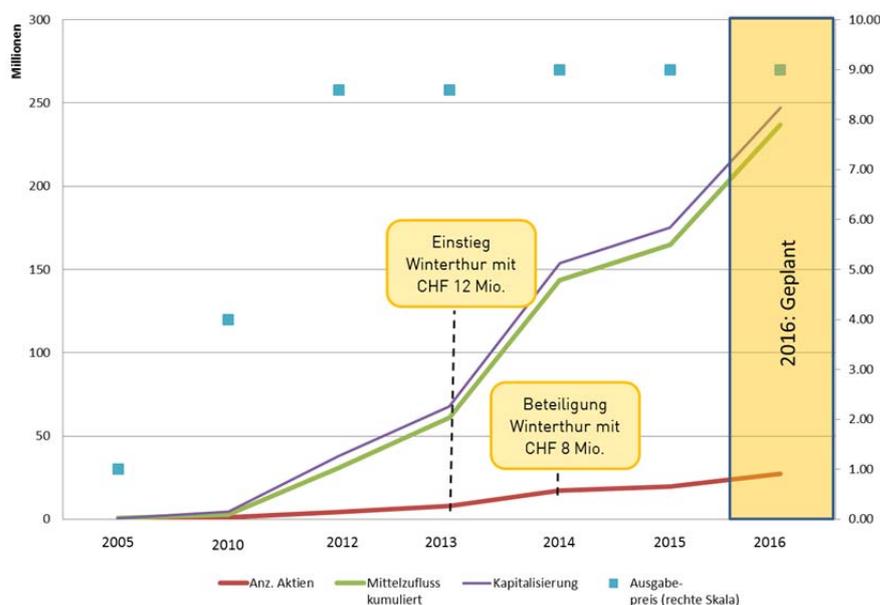


Abb. 4: Entwicklung der Aktien, der zugeflossenen Mittel und der Kapitalisierung von KKB

Im August 2015 erhöhte die KKB ihr Kapital um 21.3 Mio. Franken. Gleichzeitig schloss die Gesellschaft einen Rahmenkreditvertrag über 30 Mio. Franken mit einem privaten Finanzinvestor und Aktionär ab. Durch Fristigkeiten bis 15 Jahre, Bezüge in Euro oder Schweizer Franken und attraktive Zinssätze ergänzt diese Kreditlinie das neue Eigenkapital. Damit übertraf die KKB die Ziele für die Kapitalerhöhung 2015 und ist in der Lage, das geplante weitere Wachstum zu realisieren.

#### 4.2 Strategie und Business-Plan

Seit der Gründung entwickelten sich die Anlagen der Gesellschaft wie folgt:

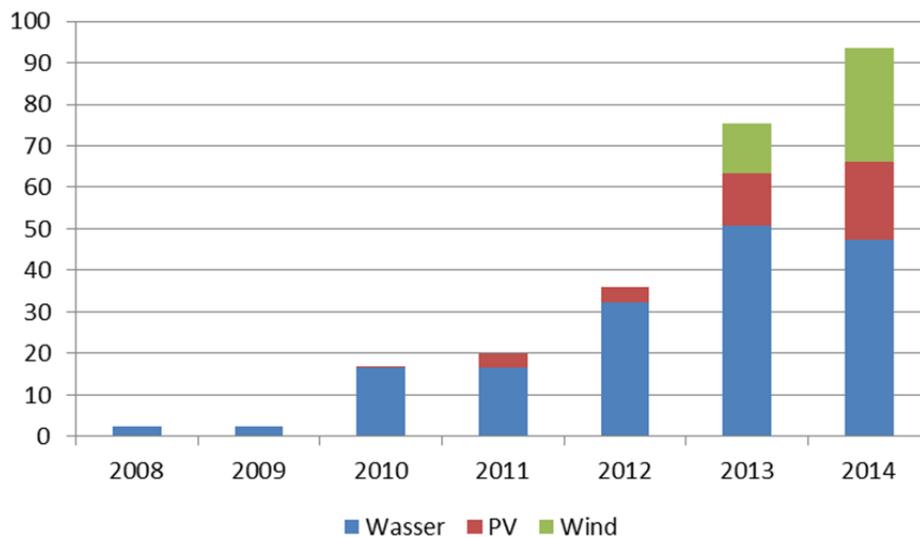


Abb. 5: Entwicklung des Anlagenportefeuilles von KKB 2008 – 2014 in Megawatt installierte Leistung

Dank des kontinuierlichen Wachstums schuf KKB in den letzten Jahren Mehrwert für seine Aktionäre. Im ersten Halbjahr 2015 erwarb die Gesellschaft weitere Anlagen in der Schweiz, Deutschland und Italien mit einer Gesamtleistung von 20.6 MW und startete den Bau eines 8 MW Windparks in Frankreich. Darin nicht eingerechnet sind mit der Kapitalerhöhung 2015 erworbene Sacheinlagen über 11.3 MW.

Grundlage des Erfolges von KKB ist eine gute Durchmischung der Risiken:

- Kaufjahre der Anlagen 2005 – 2015 ff.
- Verschiedene, z.T. auch ältere Erstellungsjahre und Einspeisevergütungen
- Technologien: Kleinwasser-Flusskraftwerke (z.T. mit Speicher), Photovoltaik-Anlagen und Wind
- Ausgesuchte Länder: Schweiz, Frankreich, Deutschland, Italien, Norwegen

KKB plant, die Gesellschaft bis 2020 wie folgt weiterzuentwickeln:

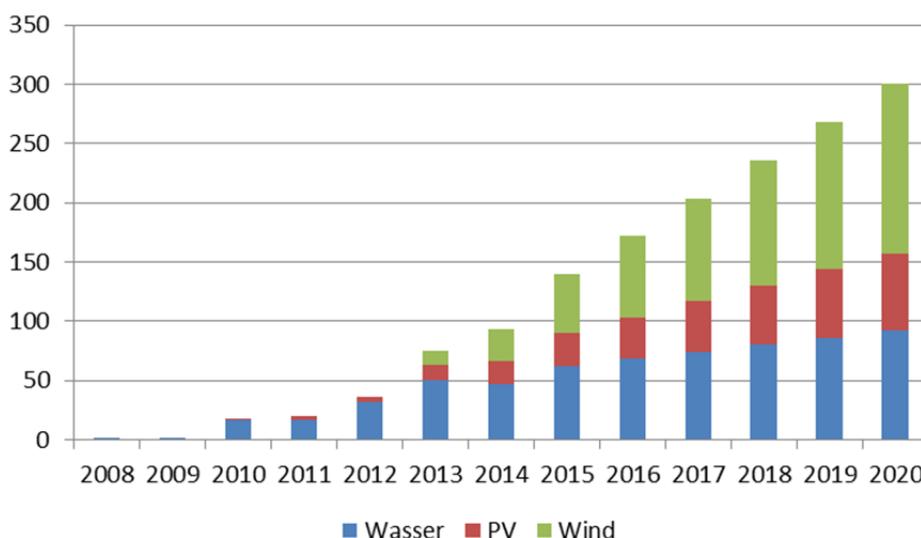


Abb. 6: Zielportefeuille KKB bis 2020, Wachstum und Technologie

Die Wirtschaftlichkeit der Investitionen ist durch interne Renditevorgaben für akquirierte Kraftwerke sichergestellt. Diese Vorgaben hängen von der Technologie, dem Land und der Finanzierung ab. Dank einer Wirtschaftlichkeit im Bereich von vergleichbaren Infrastrukturanlagen – etwa Immobilien – ist KKB auch für Finanzinvestoren, beispielweise Pensionskassen, eine interessante Anlagemöglichkeit.

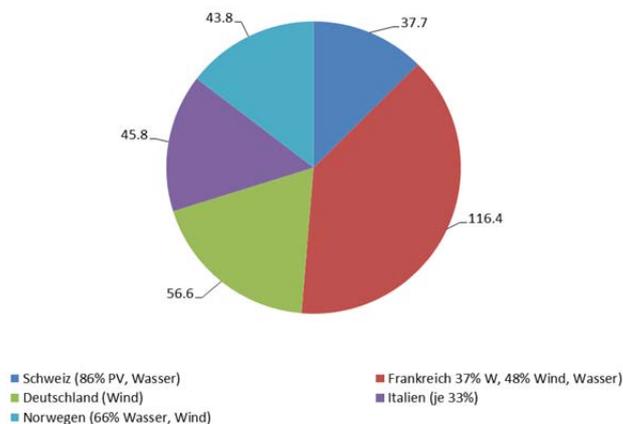


Abb. 7: Zielportefeuille KKB 2020 geographisch, nach Leistung, in MW

### 4.3 Nächste Schritte Finanzierung

Gegen Mitte 2016 wird KKB die vorhandenen Mittel voraussichtlich investiert haben. Um das strategisch sinnvolle Wachstum zu realisieren, ist die Gesellschaft auf neues Kapital angewiesen. KKB plant deshalb für das Jahr 2016 eine weitere Kapitalerhöhung von 60 – 120 Mio. Franken. Um die Attraktivität bei Finanzinvestoren zu erhöhen, beabsichtigt die Gesellschaft ferner mittelfristig einen IPO<sup>6</sup> an der Zürcher Börse.

Mit EBM plant ein weiterer strategischer Aktionär eine Beteiligung an der Kapitalerhöhung. Die Gesellschaft möchte ihren Anteil an den Aktien halten und wird deshalb weitere 25 – 40 Mio. Franken investieren.

<sup>6</sup> IPO (initial public offering): Rückzug von der Berner Börse und Neukotierung an der Zürcher Börse

Dank ihrer Grösse, der Aussicht auf eine Platzierung an der Zürcher Börse und einer Namensänderung<sup>7</sup> ist die Gesellschaft aber auch attraktiv für Finanzinvestoren. KKB sucht gezielt in zwei Bereichen:

- Pensionskassen  
Diese sind interessiert an sicheren Infrastrukturanlagen, die mit Substanz hinterlegt sind und eine sichere und nachhaltige Rendite garantieren.
- Family offices  
Diese haben vielfach Interesse, einen Teil ihres Portfolios in sicheren Beteiligungen anzulegen. Oft spielt auch der Wunsch mit, eine (ökologisch) sinnvolle Investition zu tätigen.

Durch eine Verbreiterung des Aktionariates und eine künftige Platzierung der Aktie an der Zürcher Börse verspricht sich KKB eine Erhöhung der Liquidität des Papierses. Winterthur steht dadurch eine grössere Menge Strom zur Verfügung, ohne dass dafür zusätzliche Investitionen notwendig sind. Im Übrigen wird Winterthur von der besseren Handelbarkeit des Titels profitieren.

#### **4.4 Bewertung und Preisbildung**

Der Kurs der an der Berner Börse gehandelten Aktien bewegte sich im Jahr 2015 bis September zwischen Fr. 7.50 (5.1.2015) und Fr. 8.95 (4.6.2015). Der gewichtete Durchschnittspreis aller gehandelten Papiere betrug Fr. 8.04. Die Differenz zwischen dem Börsenkurs und dem Ausgabepreis der neuen Aktien von voraussichtlich Fr. 9.00/Aktie ergibt sich aus folgenden Aspekten:

- In der Zeit vom 1.1. - 1.10.2015 wurden an der Börse nur gerade 56'410 Aktien gehandelt. Dies entspricht lediglich 0.3 Promille aller Papiere oder 1.6 Promille der frei handelbaren Aktien. Der auf einem so illiquiden Markt zustande kommende Preis kann nicht als repräsentativ bezeichnet werden.
- Dass Kaufinteressenten über die Börse keine höheren Angebote stellen, liegt am tiefen Bekanntheitsgrad des Papierses. Im vorherigen Kapitel ist erläutert, wie dieser gesteigert werden kann.
- Auch wenn strategische Aktionäre beabsichtigen, die Beteiligung über einen längeren Zeitraum zu halten, ist es denkbar, dass sie sie zu einem gegebenen Zeitpunkt abstossen oder reduzieren möchten. Ein solches Geschäft würde ausserbörslich erfolgen. Da es sich um grössere Aktienpakete handelt und die Möglichkeit des Strombezugs besteht, wäre ein Käufer bereit, dafür den inneren Wert zu bezahlen.

Sogar bei guter Liquidität eines Börsentitels ist ein gebündeltes grösseres Aktienpaket mehr wert als der Börsenpreis. Der Hintergrund: Wenn ein potentieller Grossaktionär eine vergleichbare Beteiligung über die Börse zusammenkaufen muss, hat er wesentlich höhere Transaktionsgebühren und benötigt entweder viel Zeit oder wird durch seine massiven, nicht unbemerkt bleibenden Zukäufe den Aktienkurs in die Höhe treiben.

---

<sup>7</sup> Der Name Kleinkraftwerk Birseck AG ist missverständlich, da sich nur ein mittlerweile relativ unbedeutendes Wasserkraftwerk in Birseck befindet. Der Verweis auf Kleinkraftwerke dürfte Finanzinvestoren daran zweifeln lassen, dass die Gesellschaft eine stringente Strategie verfolgt. Auch die Abkürzung KKB ist unglücklich, da sie Assoziationen an KKW's weckt. Aus diesen Gründen plante die Gesellschaft eine Namensänderung, welche nunmehr auf das Jahr 2016 erfolgen wird. Neuer Name: Aventron.

Die neuen Aktien sollen zu einem fairen Preis ausgegeben werden. Dies bedeutet, dass die bestehenden Aktionärsanteile nicht „verwässert“ werden (d.h. die neuen Aktionäre sollen nicht zu günstig einsteigen und sich damit am bestehenden Portefeuille zu einem zu tiefen Preis beteiligen können). Gleichzeitig soll aber die Beteiligung an der Kapitalerhöhung für bestehende und neue Aktionäre attraktiv sein. Der Ausgabepreis basiert auf der Bewertung eines unabhängigen Sachverständigen. Diese Bewertung berücksichtigt auch einen Abschlag für die heute bestehende Illiquidität des Papiers.

KKB ist eine kapitalintensive Infrastrukturgesellschaft. Ihre Umsätze und Ergebnisse hängen davon ab, wie viele Investitionen in Sachanlagen getätigt wurden. Daneben hängt der künftige Börsenkurs vom Strommarkt ab – umso stärker, je weniger Kraftwerke noch von einer Einspeisevergütung profitieren. Aus diesen Überlegungen geht hervor, dass es sich um eine langfristig orientierte, über die Anlagedauer mit tiefen Risiken bewertete Investition handelt. Die Substanz wird in Form von Produktionskapazitäten auch in 50 Jahren noch zur Verfügung stehen.

KKB schüttet seit 2011 Dividenden aus. Im Mai 2014 wurde aus dem Ergebnis 2013 eine Dividende von 20 Rp./Aktie ausgeschüttet. Dies entspricht 2.3 % des Ausgabepreises der letzten Kapitalerhöhung. Die internen Kapitalkosten sind damit abgedeckt.

## **Fazit**

Die geplante Beteiligungserhöhung bei der Kleinkraftwerk Birseck AG wird wie jene bei der Swisspower Renewables AG im Rahmen der Investitionsstrategie von Stadtwerk Winterthur in erneuerbare Energien getätigt. Dazu bewilligte das Volk einen Rahmenkredit von Fr. 90 Mio. Die geplanten Investitionen entsprechen der dem Rahmenkredit zu Grunde gelegten Strategie.

Die 2005 gegründete Kleinkraftwerk Birseck AG hält Beteiligungen an Unternehmen, die Strom aus den erneuerbaren Energien Wasser, Wind und Sonne gewinnen. Den Aktionären steht das Recht zum Bezug oder Verkauf des erzeugten Stroms zu. Die Gesellschaft investiert in der Schweiz und im angrenzenden Ausland sowie in beschränktem Ausmass in Norwegen. Beim Aufbau des Portfolios liegt der Fokus auf baureifen oder bestehenden Onshore Windpark-, Wasser- oder Fotovoltaik-Projekten und -Anlagen.

Die erhöhte Beteiligung an KKB ergänzt und komplettiert in idealer Weise jene an SPRAG. Als kotierte Gesellschaft mit namhaften Finanzinvestoren ist die Gesellschaft unterschiedlich finanziert. Der Fokus liegt auf kleineren Einheiten und in anderen Märkten. Damit sind die Risiken gut diversifiziert. Als drittgrösster Aktionär kann Winterthur nach Beteiligung an der Kapitalerhöhung die Strategie der Gesellschaft beeinflussen.

Die Kapitalerhöhung ermöglicht es, die erfolgreiche Entwicklung der Gesellschaft fortzuführen, das Wachstum von KKB voranzutreiben und weitere Investitionen in erneuerbare Energien zu tätigen. Die anteilige Stromerzeugung für Stadtwerk Winterthur aus dem Portfolio von KKB kann damit auf ca. 100 GWh gesteigert werden.

*Die Berichterstattung im Grossen Gemeinderat ist dem Vorsteher des Departements Technische Betriebe übertragen.*

Vor dem Stadtrat

Der Stadtpräsident:

M. Künzle

Der Stadtschreiber:

A. Frauenfelder