

## Markt &amp; Industrie



Fedke: "Dort wo sich die Konjunktur erholt, werden wir vermehrt Übernahmen aus Insolvenzen und Schieflagen sehen."

(Quelle: Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB)

28.01.2025 16:30 | Philip Akoto

INTERVIEW MIT TIBOR FEDKE, NOERR

## "Die absolute M&A-Euphorie vergangener Tage ist vorbei"

**Berlin (energate) - Europas Energiewende sorgte lange für Hochkonjunktur bei Übernahmen und Beteiligungen. Warum der Run der Investoren auf die Energiewirtschaft 2025 in Teilen abklingt, erklärt Tibor, Fedke, Partner der Kanzlei Noerr, im Interview. Er spricht auch darüber, wie Investoren auf den riesigen Kapitalbedarf im Verteilnetz schauen und wie die Politik von Donald Trump den Markt rund um LNG-Infrastruktur verändern könnte.**

**energate:** Herr Fedke, wie schauen Sie auf das M&A-Jahr 2025 in der Energiewirtschaft? Wird es mehr oder weniger Übernahmen und Beteiligungen geben als im Vorjahr?

**Fedke:** Die Wirtschaft insgesamt ist 2025 deutlich robuster als noch vor einem Jahr. Deshalb zieht auch das M&A-Geschäft generell an. Diesen Trend hin zu mehr M&A-Transaktionen hatten wir eigentlich schon für 2024 erwartet. Jetzt sehen wir eine Indikation, dass es in Europa und weltweit auch jenseits der Energiewirtschaft tatsächlich dazu kommt.

**energate:** Was spricht neben der stabileren Weltwirtschaftslage dafür?

**Fedke:** Die gegenwärtige Entwicklung des Zinsumfelds. Sowohl in Europa als auch in den USA sinken die Zinsen langsam, zu denen sich Investitionen finanzieren lassen. Dabei war der Zinsanstieg innerhalb des Euroraums zuvor nicht dramatisch, auch historisch betrachtet nicht. Der Peak der Zinskurven außerhalb des Euroraums lag deutlich höher. Die Zinsen in den USA, aber auch in Ländern wie Norwegen kommen von einem deutlich höheren Niveau und jeder Schritt abwärts bedeutet einen Push für Investitionen. Diese Entwicklung wird zwar keine neue Nullzinsphase bringen. Dennoch: Zahlreiche Fonds haben im gegenwärtigen Umfeld zu viel "dry powder" - also noch nicht investiertes Geld ihrer eigenen Anleger.

**energate:** Inwiefern lässt sich dieser Trend auf die Energiewirtschaft übertragen?

**Fedke:** Nur zum Teil. Im Energiesektor kommen wir aus einem außergewöhnlich starken M&A-Umfeld. Die Incentivierung der Energiewende hierzulande und im Euroraum, etwa durch den EU-Green-Deal, aber auch das global in der Energiewirtschaft weit verbreitete Bekenntnis zur Dekarbonisierung der Wirtschaft hat das M&A-Geschehen im Sektor in den vergangenen drei Jahren stark angeschoben. Die regulatorischen Beschleunigungsmaßnahmen zugunsten des Ausbaus der erneuerbaren Energien hierzulande haben dies noch befeuert. So wurde die Energiebranche im Vergleich mit anderen Sektoren zum absoluten Leuchtturm in Sachen M&A. Inzwischen sehen wir jedoch, dass auch im Energiesektor langsamer investiert wird.

**energate:** Woran machen Sie das fest?

**Fedke:** Ein aktuelles Beispiel ist etwa der Offshore-Windkraftmarkt in Dänemark, wo eine Ausschreibung 2024 ganz ohne Zuschlag blieb. Meine Prognose jetzt: Während in anderen Bereichen das M&A-Aufkommen anzieht, wird es in der Energiewirtschaft insgesamt eine Seitwärtsbewegung geben, zumindest vorübergehend. Große strategische Investoren sagen aber deutlich, dass sie ihre Investitionsvorhaben im Energiesektor nicht insgesamt zurückstellen oder Deutschland ganz meiden werden. Insofern kommt es zu einer gewissen Angleichung zwischen M&A-Aufkommen

im Energiesegment und dem außerhalb der Branche. Wir nähern uns da der Normalkurve an - es wird weiterhin viele Transaktionen in der Energiebranche geben, aber die Out-performance im Vergleich zum restlichen M&A-Markt wird zurückgehen.

## "Investoren in neue Technologien warten auf Klarheit bei Subventionen"

**energate:** Warum?

**Fedke:** Dabei spielt die große politische Unsicherheit seit dem Bruch der Ampelkoalition in Deutschland und die insgesamt herausfordernde, geopolitische Lage eine große Rolle. Potenzielle Investoren, vor allem diejenigen, die in neue Technologien investieren, werden warten, bis klar ist, wie sich die neue Bundesregierung zu diesen Themen aufstellen wird. Offen ist in diesen Fällen, wo und wie genau künftig Subventionen fließen.

Hinzu kommt, dass wir in Deutschland mit der politischen Unsicherheit zuletzt nicht allein waren. Schauen Sie in die USA, wo die Wahl von Donald Trump abrupt einen energiepolitischen Kurswechsel auf Bundesebene mit sich bringt. Dessen Auswirkungen auf die Regulierung und Investitionsanreize auf der Ebene der wichtigsten Bundesstaaten sind noch nicht absehbar. Und auch die EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen hat Abstriche beim EU-Green-Deal hinnehmen müssen. Zugleich aber sehen wir einen globalen Trend der konjunkturellen Erholung, der das allgemeine M&A-Aufkommen ankurbelt.

**energate:** Wie wirkt sich dieser Aufschwung aus?

**Fedke:** Dort, wo die Konjunktur wieder anziehen wird, setzt eine gewisse Marktberuhigung ein. Das bedeutet, ein Teil, vor allem der größeren M&A-Transaktionen dort werden sich im sogenannten Distressed-Bereich abspielen, das heißt wir erwarten Übernahmen aus Insolvenzen oder mehr oder minder schweren unternehmerischen Schief lagen.

**energate:** In Deutschland ist die Wirtschaft zuletzt geschrumpft, Teilen von Industrie und Gewerbe geht es nicht gut und die Stimmung ist gedrückt.

**Fedke:** Das stimmt. Angesichts der in Europa zu erwartenden Konjunkturerholung stellt sich für Deutschland deshalb eine Frage: Kommen wir schnell genug aus dem Loch, in dem wir uns befinden, oder wirft uns zum Beispiel die Disruption durch die Wahlen so zurück, dass wir langsamer sind als das übrige Europa?

**energate:** Die Energiewende war bislang der große M&A-Treiber im Sektor. Könnte besagtes Loch dies ändern?

**Fedke:** Möglicherweise wird sich das M&A-Aufkommen zu Erneuerbaren mittelbar etwas verlangsamen. Die Gefahr besteht, dass der Renewables-Markt in Deutschland im Wettbewerb um internationale Investoren an Attraktivität verliert und deshalb auf ein Niveau zurückfällt, wie wir es etwa 2021 kannten, also vor der letzten Bundestagswahl und den EEG-Reformen seither.

**energate:** Wo lagen damals die Schmerzpunkte?

**Fedke:** Ein gutes Beispiel war damals die Onshore-Windkraft. Vielen Investoren waren Greenfield-Investitionen, also der Ausbau neuer Windstandorte, regulatorisch zu aufwendig bzw. geeignete Flächen standen aufgrund regulatorischer Restriktionen nicht in ausreichendem Maße zur Verfügung. Deshalb konzentrierte sich damals sehr vieles auf Repowering. Zugleich trieb der Run auf Repowering die Grundstückspreise und drückte so die Margen der Betreiber der Anlagen weiter. Dies wiederum brachte große Energiekonzerne und Fonds dazu, ihre Vorhaben lieber in Polen oder Frankreich umzusetzen als in Deutschland. Dies hat sich mit der Anpassung des regulatorischen Ausbaurahmens in Deutschland gedreht.

## "Bieteraufkommen bei Offshore-Windauktionen voraussichtlich rückläufig"

**energate:** Der regulatorische Rahmen in Deutschland ist heute also ein anderer. Wo und warum könnte der M&A-Markt nun an Dynamik verlieren?

**Fedke:** Ich komme nochmal auf die Offshore-Windkraft zurück: Die Ausschreibung in Dänemark blieb 2024 ohne Zuschlag, weil die Konditionen im internationalen Wettbewerb zu wenig attraktiv waren. Das Ausschreibungssystem ist

zwar mit dem in Deutschland vergleichbar. Es gibt dort aber noch komplexere Zuschlagsregeln. So brauchen die Projekte eine Kombination mit grünem Wasserstoff und der Staat muss in bestimmter Weise beteiligt bleiben. Demgegenüber war die für bestimmte Flächen weniger komplexe Offshore-Ausschreibung in Deutschland in 2023 stark überzeichnet. Zum Zuge gekommen sind milliardenschwere Gebote. Das ist ein gutes Beispiel für die Wirkung von internationalem Wettbewerb um Investoren. Ein Jahr später zeigte sich dann aber auch hierzulande ein anderes Bild, obwohl sich am Regulierungsrahmen nichts verändert hatte. Was aber passiert war: Die Investoren haben unter anderem gesehen, dass sich die Netzanbindungen für die Windparks wohl teils erheblichen verzögern werden. Das hat die Bieter seither vorsichtiger werden lassen.

**energate:** Was folgt daraus?

**Fedke:** In die Windkraft in deutschen Gewässern wird zwar weiter investiert, allerdings nicht mehr auf dem gleichen, enthusiastischen Niveau. Entscheidend wird sein, wie unter der kommenden Regierung die Herausforderungen, vor denen die Vorhabenträger der Milliardenprojekte stehen, gelöst werden. Weil dies mit dem anstehenden Regierungswechsel zunächst ungewiss bleibt, wird das Bieteraufkommen bei den kommenden Offshore-Auktionen der Bundesnetzagentur voraussichtlich nochmals rückläufig sein. Ein weiterer Effekt kann sein, dass die Gebote bei den Offshore-Auktionen auf ein Niveau zurückgehen, bei dem die traditionellen Bieter, also Offshore-Projektierer, wieder stärker zum Zuge kommen. Das war seit 2023 kaum mehr der Fall.

**energate:** Besagte große Offshore-Investoren 2023 waren insbesondere Mineralölkonzerne. Werden diese sich nun aus dem Geschäft wieder stärker zurückziehen?

**Fedke:** Dass die Oil-Majors der Offshore-Windkraft komplett den Rücken kehren, ist unwahrscheinlich, dazu waren die Anfangsinvestitionen zu groß. Wohl aber werden auch diese Konzerne sehr genau prüfen, ob diese Assetklasse ihren Renditeansprüchen genügt. In anderen Renewables-Bereichen, die sich für einzelne Konzerne vielleicht nicht

als so margenstark erwiesen haben, wie erhofft, hat es ja durchaus auch wieder Divestments gegeben. Denken Sie etwa an das Unternehmen Sonnen, für das Shell derzeit Investoren sucht. Insofern dürften auch die Mineralölkonzerne bei künftigen Offshore-Investments vorsichtiger werden. Das zeigt sich auch bei Transaktionen mit bestehenden Offshore-Windparks.

**energate:** Inwiefern?

**Fedke:** Auch hier ist die absolute M&A-Euphorie vergangener Tage vorbei. Infrastrukturfonds, deren Parks aktuell das Ende ihres Investmentzyklus erreichen, haben es nicht mehr ganz so leicht, Abnehmer zu den gleichen hohen Preisen der letzten Jahre zu finden. Solche Transaktionen finden zwar noch statt. Wir sehen aber auch, dass Verkaufsprozesse teilweise stocken. Auch hier sehen Sie den Trend, von dem ich anfangs sprach: Investitionen in den Energiesektor in Deutschland bleiben attraktiv, die Euphorie ist aber in fast allen Bereichen zurückgegangen. Ausnahmen, wo die Attraktivität hoch bleibt, gibt es weiterhin, etwa BESS - Batterie-Energiespeichersysteme. Diese sind aber weniger geworden.

## "Es gibt genug Interessenten am vergleichsweise bodenständigen Asset Verteilnetz"

**energate:** Der Kapital- und Ausbaubedarf für die Verteilnetze ist riesig. Für sehr viele Kommunen und Ihre Versorger eine immense Herausforderung. Gibt es für Verteilnetze einen Markt?

**Fedke:** Ja, und in diesem Markt ist viel Bewegung zu beobachten. Das wird sukzessive weiter Fahrt aufnehmen. Es gibt am Markt genug Interessenten, die in solche relativ konservativen und beständigen Assetklassen investieren. Der Kapitalbedarf ist, wie sie sagen, riesig. Das regulatorische Umfeld dafür, Investoren auf der Verteilnetzebene ins Boot zu holen, ist da. Die Möglichkeit, Investitionskosten auf Verbraucher umzulegen ist bereits eingeführt und die Regulierung macht weitere Fortschritte, die Eckpfeiler für die Reform der Netzentgelte hat BNetzA-Präsident Klaus Müller für den Sommer angekündigt. Eine Frage wird sein, ob die gegenwärtigen Eigentümer, die die Investitionen

selbst nicht stemmen können, mit Blick auf ihre Hochrechnungen zum Return on Invest tatsächlich verkaufen wollen bzw. bereit sind, neue Miteigentümer aufzunehmen.

**energate:** Die laufende Transformation braucht darüber hinaus jede Menge neue Infrastruktur. Wie entwickelt sich die Investitionstätigkeit in den Bereichen Wasserstoff und CCS?

**Fedke:** Zu den mehr oder weniger neuen Infrastrukturthemen, die wir in Deutschland haben, gehören Wasserstoff, CCS, Geothermie oder auch die LNG-Infrastruktur. All diese Vorhaben sind aber auf hohe Subventionen angewiesen. Im Moment zumindest wird dort kaum bis gar nicht investiert.

**energate:** Woran liegt das?

**Fedke:** Anders als bei Windkraft und PV, wo sich lediglich die Geschwindigkeit neuer Investitionen abschwächen wird, sind die Investoren in den Bereichen grüner Wasserstoff, CCS oder auch LNG darauf angewiesen, dass ein Teil ihrer Investitionen von Subventionen getragen wird. Deshalb sehen wir jetzt - nach dem Ampel-Aus - so etwas wie eine Notbremsung. Diese Phase wird noch mindestens ein halbes Jahr andauern. Wie lang der Stillstand tatsächlich anhalten wird, hängt auch davon ab, wie lange es dauert, bis die neue Regierung tatsächlich ihre Geschäftstätigkeit aufnimmt. Innerhalb der ersten 100 Tage werden die Investoren dann ihre Position analysieren und dann geht es wieder los. Im Bereich CCS sehen wir aktuell Überlegungen von Regierung und Opposition bestimmte Regeln bereits vor der Wahl festzuzurren - ob das trotz des Wahlkampfes gelingt und ob dies für den Bereich CCS dazu führt, dass der Stillstand schneller beendet ist, bleibt abzuwarten.

**energate:** Wie problematisch ist das?

**Fedke:** Für den Investitionszyklus selbst, ist eine solche Pause eigentlich unerheblich, weil die Transaktionen darauf angelegt sind, sich in Jahrzehnten zu amortisieren. Die Frage wird sein, wie viel Fantasie die Positionierung der nächsten Regierung zu diesen Fragen bei den Investoren auslösen und dementsprechend, ob, in welchen Größenordnungen und mit welchen Risikoabschlägen investiert wird.

## "Investitionen in die LNG-Infrastruktur hängen an der Kraftwerksstrategie"

**energate:** CCS und Wasserstoff sind Technologien zur Dekarbonisierung, wie passt LNG in diese Aufzählung?

**Fedke:** In diesem Bereich haben wir in kürzester Zeit im großen Stil neue Infrastruktur aufgebaut. Aktuell ist aber das LNG-Terminal in Wilhelmshaven aus wirtschaftlichen Gründen vorübergehend stillgelegt. Eine gewisse Skepsis gab es schon, bevor der Terminal errichtet wurde. Damals gab es potenzielle Investoren, die sich das angeschaut haben, und Bedenken hatten, ob immer in ausreichendem Maße Abnehmer zu finden sein werden. Jetzt zeigt sich, dass diese Bedenken offenbar nicht ganz von der Hand zu weisen waren.

Diese Frage hat zwei Ebenen, die wiederum eine direkte Brücke zur künftigen Regierung schlagen. Die eine Ebene dreht sich darum, wie sicher Investoren mit Subventionen planen können. Die zweite Ebene betrifft die Kraftwerksstrategie. Ein Gesetzesvorhaben, auf das sich viele Investoren bereits vorbereitet hatten, das aber nicht zur Umsetzung kam. Daran, was aus der Kraftwerksstrategie unter der kommenden Regierung wird, hängt auch die Frage, wie viel LNG künftig gebraucht wird. Wie der Zubau neuer Gaskraftwerke geregelt und der Kapazitätsmarkt dazu ausgestaltet sein werden, ist, Stand jetzt, offen.

**energate:** Die USA haben einen neuen Präsidenten, der stark auf Öl und LNG setzen und dies exportieren will. Wird das den Markt beeinflussen?

**Fedke:** Da ist die Entwicklung offen. Nach meinem Eindruck herrscht derzeit auf der Abnahmeseite in Deutschland kein allzu großes Interesse. Das begründet die niedrige Auslastung in Wilhelmshaven. Um die Nachfrage von der Supply-Seite zu beflügeln, müsste so viel LNG auf den Markt kommen, dass die Preise deutlich absacken. Dass mögliche Weichenstellungen von Donald Trump einen solchen Teilsturz auslösen, wurde noch Ende 2024 für unwahrscheinlich gehalten. In den letzten Wochen nehmen aber die Befürchtungen zu, dass genau dies passieren könnte.