



Herbst 2014

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen auch mit dieser elften Ausgabe unserer „Valuation News“ wieder aktuelle Themen der Unternehmensbewertung vorstellen zu können.

In dieser Ausgabe stellen wir Bewertungsthemen aus dem Pharma-, Sport- und Energiebereich vor. Die zu den Themenstellungen in diesen Branchen entwickelten Bewertungsansätze haben weit über ihre Branche hinaus Relevanz und lassen sich vielfach auf andere Branchen übertragen.

Zunächst diskutieren wir die Bewertung von Forschungs- und Entwicklungsprojekten am Beispiel der Pharmaindustrie und stellen ein Modell zur regelmäßigen finanziellen Bewertung als Überwachungsinstrument und Entscheidungshilfe von solchen Projekten vor. Im zweiten Artikel erläutern wir ein Verfahren zur objektivierte Bewertung von Spielervermögen, das bei Fußball- aber auch anderen Sportvereinen zur Anwendung kommt, wenn der Zeitwert von Spielern zum Beispiel für Rechnungslegungs-, Transaktions-, Steuerungs- und Beleihungszwecke zu ermitteln ist. Abschließend beleuchten wir die vielfältigen Bewertungsanlässe bei Energieunternehmen und gehen auf Einzelfragen bei der Bewertung von Kraftwerken, Netzen und Kundenbeziehungen ein.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre und freuen uns selbstverständlich auch über Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen. Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter:

de-valuation-news@kpmg.com

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Marc Castedello
Partner

Stefan Schöniger
Partner

Inhalt

Finanzielle Bewertung von Forschungs- und Entwicklungsprojekten in der Pharmaindustrie

Seite 2

Objektivierte Bewertung von Spielervermögen

Seite 5

Bewertung von Energieversorgungsunternehmen: Kraftwerke, Netze und Kunden – die Anlässe sind zahlreich

Seite 9

Finanzielle Bewertung von Forschungs- und Entwicklungsprojekten in der Pharmaindustrie

Die finanzielle Bewertung von F&E-Projekten unter der Einbeziehung von Unsicherheiten ist für Pharmaunternehmen eine wichtige Grundlage für die Entscheidung, ob weitere Investitionen in die Entwicklung des Wirkstoffkandidaten getätigt werden sollen, bzw. Alternativen in Form von strategischen Allianzen oder sogar Abbruchentscheidungen gewählt werden. Darüber hinaus ist die finanzielle Analyse ein wichtiges Instrumentarium, um den Projektwert bzw. erwartete Wertsteigerungen bei erfolgreichem Passieren wichtiger Meilensteine gegenüber Investoren kommunizieren zu können. Aus diesen Gründen ist eine regelmäßige, sachgerechte und dokumentierte Bewertung von F&E-Projekten unerlässlich.

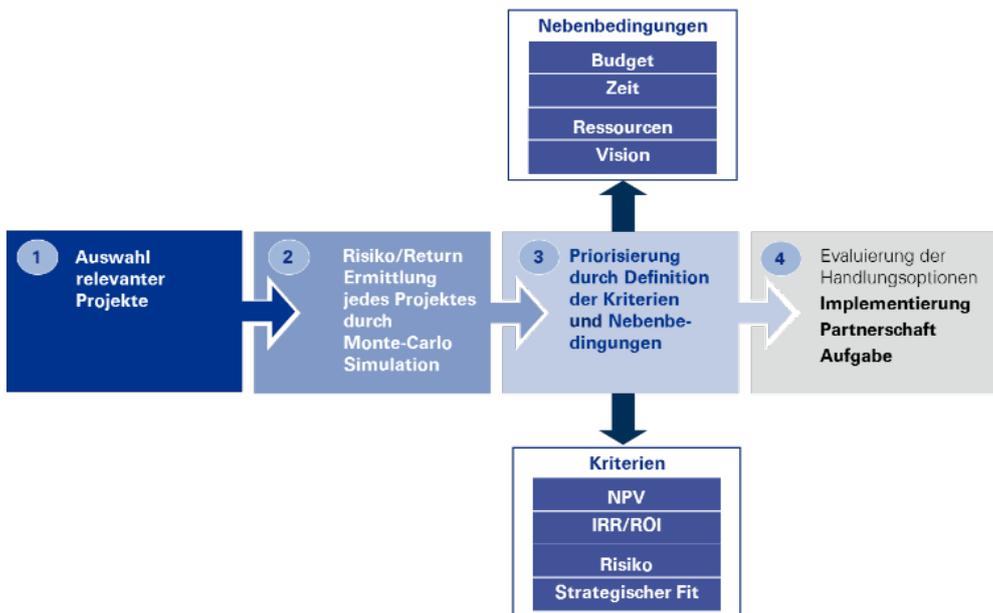


Charakteristik des F&E-Prozesses

Der F&E Prozess von Arzneimitteln von der Findung geeigneter Molekülstrukturen über die präklinische und klinische Entwicklung bis zur Zulassung und Markteinführung erstreckt sich bei Pharmaprojekten häufig über einen Zeitraum von zehn bis zwölf Jahren. Davon nimmt die präklinische und klinische Entwicklung normalerweise sieben Jahre in Anspruch. Der gesamte Prozess ist mit einem sehr hohen personellen, zeitlichen und finanziellen Aufwand verbunden. Für die Entwicklung der Darreichungsform, als wichtiger Bestandteil des Entwicklungsprozesses, stellen sich ferner entsprechende Anforderungen an die Investitionen in die Produktionsanlagen und an die notwendigen Entwicklungszeiten für deren Umsetzung. Am Ende des F&E-Prozesses ist es das Ziel, die Wirksamkeit des Wirkstoffes, die Unbedenklichkeit und die Qualität entsprechend den Anforderungen der jeweiligen Zulassungsbehörden dokumentieren zu können, um die Zulassung des neuen Medikamentes zu erhalten. In der Realität erreicht allerdings nur ein ganz geringer Anteil der Wirkstoffkandidaten dieses Ziel. Die meisten Projekte werden im Laufe der Entwicklungszeit aufgrund technischer oder wirtschaftlicher Ursachen abgebrochen. Schließlich gelingt es nur zirka zehn Prozent der zugelassenen Medikamente, den Status eines „Blockbuster“ zu erreichen und durch ihren ökonomischen Erfolg die Aufwendungen für die Forschung und Entwicklung neuer Wirkstoffe zu finanzieren.

Finanzielle Bewertung als Überwachungsinstrument und Entscheidungshilfe

Der finanzielle Verlust im Falle eines Scheitern eines Wirkstoffkandidaten ist meist erheblich und kann bei Wirkstoffen, deren Entwicklung bereits sehr weit fortgeschritten ist, bis zu einer Milliarde Euro betragen. Daher ist in regelmäßigen Abständen und in Abhängigkeit des Entwicklungsstandes neu zu beurteilen, ob die Finanzierung und die Entwicklung des Wirkstoffkandidaten fortgeführt werden soll. Ausgangspunkt für die finanzielle Beurteilung ist die Bewertung des F&E-Projektes im aktuellen Entwicklungszustand. Die Bewertung erfolgt in Form der Ermittlung eines Nettokapitalwertes, wobei die Unsicherheiten eines erfolgreichen Entwicklungsprozesses in Form von wahrscheinlichkeitsgewichteten zukünftigen Zahlungsströmen berücksichtigt werden. Zusätzlich werden weitere für das Pharmaunternehmen zentrale Werttreiber ermittelt. Von hoher Aussagekraft ist die Risiko-/Rendite Analyse, also die Beantwortung der Frage, mit welchem Risiko ein bestimmtes Renditeniveau überhaupt für das Pharmaunternehmen erzielbar erscheint. Die Ergebnisse bilden neben der qualitativen Würdigung die Grundlage für die unternehmerische Entscheidung, ob weitere Investitionen in den Wirkstoffkandidaten getätigt werden sollen.



Quelle: KPMG

Vor dem Hintergrund der finanziellen Risiken für das Pharmaunternehmen werden im Rahmen der Fortführungsentscheidung immer häufiger strategische Allianzen in Form von Forschungs- bzw. Vertriebsallianzen, Ein- und Auslizensierungen bzw. geeignete Kombinationsformen angestrebt. In einer strategischen Allianz werden die Renditeerwartungen des Wirkstoffkandidaten zwar geteilt, finanzielle Risiken dafür aber erheblich reduziert. Darüber hinaus erhöht sich regelmäßig die Erfolgswahrscheinlichkeit der Marktzulassung durch die Bündelung von Forschungskompetenzen mit dem strategischen Partner bzw. es öffnen sich mögliche Synergiepotenziale aus dem Zusammenlegen von Distributionsnetzwerken.

Ausgangspunkt für die Beurteilung der wirtschaftlichen Attraktivität einer Allianz ist die Ableitung des Nettokapitalwertes des F&E-Projektes, auf dessen Basis ein Vergleich des Wertbeitrages des Hingegebenen mit dem Wertbeitrag der erhaltenen Gegenleistung vorgenommen wird. Regelmäßig stehen in diesem Zusammenhang der Barwert von Vorab- und Meilenstein Zahlungen („upfront and milestone payments“) des Allianzpartners im Vergleich zu dem Barwert der erwarteten Cashflows, welche dem Allianzpartner zukünftig zustehen.

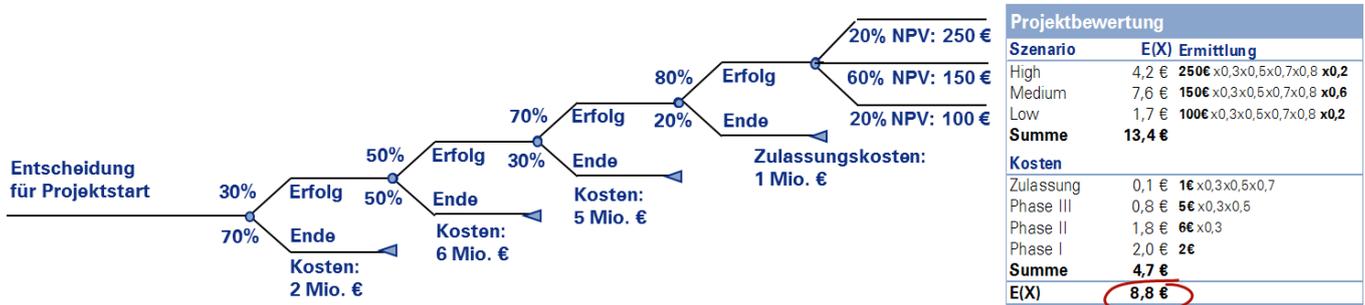
Der hohe Innovationsdruck für die Entwicklung neuer Wirkstoffe führt ferner zunehmend zu Kaufentscheidungen von F&E-Projekten, entweder als Asset Deal (zum Beispiel durch den Kauf eines Wirkstoffkandidaten) oder im Rahmen des Erwerbs ganzer Unternehmen. Auch zu diesem Zweck ist die finanzielle Beurteilung neben der qualitativen Würdigung eine zentrale Grundlage für die strategische Entscheidungsfindung und für die anschließende bilanzielle Abbildung im Rahmen des Einzel- bzw. Konzernabschlusses.

Charakteristika der finanziellen Bewertung von Wirkstoffkandidaten

Die in der Bewertungspraxis vorherrschende Bewertungsmethodik für F&E-Projekte basiert auf der Discounted Cashflow-Methode und berücksichtigt grundsätzlich die Ein- und Auszahlungen über den gesamten Lebenszyklus des Wirkstoffkandidaten, somit bis zum Patentablauf beziehungsweise einer sich anschließenden generischen Phase. Zur Ableitung des Nettokapitalwertes werden die periodischen Überschüsse bzw. Verluste mit risikoäquivalenten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

Bei der Entwicklung neuer Wirkstoffkandidaten ist dabei das Risiko von negativen Entwicklungsergebnissen, verknüpft mit den weiter zu tätigen Investitionen, von großer Bedeutung. Die Unsicherheiten der Ergebnisse der präklinischen und

klinischen Studien sind in den Bewertungsmodellen unbedingt zu berücksichtigen. Für diesen Zweck werden die einzelnen Entwicklungsphasen bis zur Marktzulassung methodisch regelmäßig mit Hilfe von Entscheidungsbäumen geplant und berücksichtigen Entscheidungszeitpunkte bzw. Meilensteine, in denen neue wesentliche medizinisch-technische Ergebnisse, wie zum Beispiel Studienergebnisse erwartet und anschließende Investitionsentscheidungen verknüpft werden. Dem erfolgreichen bzw. nicht erfolgreichen Passieren der geplanten Meilensteine werden jeweils entsprechende Wahrscheinlichkeiten zugrunde gelegt, sodass die geplanten zukünftigen Zahlungsströme probabilistisch in der finanziellen Bewertung berücksichtigt werden. Aufgrund der Individualität des jeweiligen Wirkstoffkandidaten liegt die zentrale Herausforderung regelmäßig in der Prognose der erwarteten Wahrscheinlichkeiten, die entsprechend des spezifischen Indikationsgebietes sehr unterschiedlich sein können. Unternehmensspezifische Erfahrungswerte und öffentliche Daten, insbesondere aber die Einschätzung der projektverantwortlichen Experten bilden hierbei eher die Grundlage für eine Bandbreite an Eintrittswahrscheinlichkeiten als einen exakten Punktwert.



Quelle: KPMG

Mit der Marktzulassung sind Prognosen für den kommerziellen Verlauf des Wirkstoffes zu treffen. Hierzu sind für die jeweiligen Zulassungsterritorien die Umsätze und Kostenverläufe zu planen. Im Vergleich zu sehr frühen F&E-Projekten nimmt die Unsicherheit der Planung hierbei mit fortschreitendem Entwicklungsstadium ab, da sich die Eigenschaften des Wirkstoffkandidaten zunehmend konkretisieren und der medizinische Bedarf bzw. die Patientenanzahl, Wettbewerbsverhältnisse sowie das gesundheitspolitische Umfeld und somit die Preismodalitäten in den Zielländern konkreter zu prognostizieren sind. Dennoch ergeben sich hieraus für die Kommerzialisierungsphase Prognosebandbreiten für die zentralen Werttreiber, wie Patientenpenetration, Marktanteil und Preisentwicklung. Bei der Planung der Kostenverläufe stehen im Wesentlichen Studienkosten, Marketingaufwendungen und Produktionskosten im Blickpunkt. Während die Studienkosten stark abhängig von dem Indikationsgebiet und der Behandlung der Probanden sind, ist die Einbeziehung des eigenen Vertriebsnetzes oder die notwendige Inanspruchnahme eines Vertriebspartners eine wichtige Planprämisse.

Die Berücksichtigung von ausgewählten Szenarien mit Hilfe von Entscheidungsbäumen verdeutlicht dem Unternehmen eine mögliche Wertbandbreite in Form von einzelnen Bewertungsergebnissen für das F&E-Projekt. Aufgrund der hohen Sensitivität und Unsicherheit der wesentlichen Planprämissen bietet sich weiter eine Verknüpfung des Bewertungsmodells mit einer Monte-Carlo-Simulation an. Hierzu sind für die zentralen Planprämissen für die einzelnen Werttreiber und für die Simulation der Kombinationsmöglichkeiten geeignete Schätzbandbreiten und Wahrscheinlichkeitsverteilungen (bspw. Triangulär-, PERT-Verteilung) festzulegen. Im Ergebnis bildet die Monte Carlo Simulation dann die Auswirkungen aller definierten Unsicherheiten ab und beantwortet die Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit und unter welchen Prämissen welches Bewertungsergebnis erzielbar ist. Mit der Ermittlung von Minimum-, Mean- und Maximalwerten über die Bandbreite an Simulationen bietet die Analyse weitere wichtige

Orientierungspunkte für die Wertbandbreite des F&E-Projektes. Darüber hinaus lassen sich Erkenntnisse ableiten, welche Planprämissen bei einer Sensitivierung einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis ausüben und welche eine eher unwesentliche Auswirkung haben.

In Verbindung mit der qualitativen Würdigung des Entwicklungsprojektes liefert die finanzielle Bewertung schließlich mit der Ableitung aussagekräftiger Wertbandbreiten und finanzieller Kennziffern eine fundamentale Grundlage für zukünftige Investitions- bzw. Alternativentscheidungen sowie zu der Wertentwicklung des Portfolios. Dies ist nicht nur für das Management von strategischer Bedeutung, sondern auch für eine zielgerichtete Kommunikation an Investoren bzw. den Kapitalmarkt.

Objektivierte Bewertung von Spielervermögen

KPMG hat ein objektiviertes Bewertungsverfahren für Spielervermögen entwickelt, welches bereits mehrfach in der Praxis eingesetzt wurde. Ein derartiges Verfahren zur Ermittlung von Marktwerten für Spielervermögen kann nicht nur für rechnungswesenbasierte Bewertungsanlässe eine wertvolle Unterstützungsfunktion leisten, sondern auch die für die Inanspruchnahme von innovativen Finanzierungsinstrumenten notwendige Transparenz wesentlich verbessern sowie als Unterstützung für ein internes Wertmanagement dienen.



Bilanzielle Bedeutung des Spielervermögens und Bewertungsanlässe

Da Fußballunternehmen (und auch andere Sportunternehmen) häufig ein geringes, teilweise sogar ein negatives Eigenkapital aufweisen, erhält das Spielervermögen als potenzieller Träger von stillen Reserven und Lasten bzw. zur Aufstellung eines Überschuldungsstatus eine hohe Bedeutung, und demzufolge nehmen auch die damit zusammenhängenden Rechnungslegungs- und Bewertungsaspekte eine besondere Stellung ein. Die Bewertungsanlässe kann man grundsätzlich in drei Bereiche unterteilen:

- ▶ Interne wirtschaftliche Gründe (Steuerungszwecke, Transaktionspreisbestimmung, Aufdeckung stiller Reserven, z.B. bei Ausgliederung des Spielervermögens)
- ▶ Externe wirtschaftliche Gründe (Beleihung und Besicherung, Leasing, Versicherung etc.)
- ▶ Rechnungswesenbasiert (Impairment Tests, Prüfung Überschuldungsstatus, Umstellung auf IFRS-Rechnungslegung)

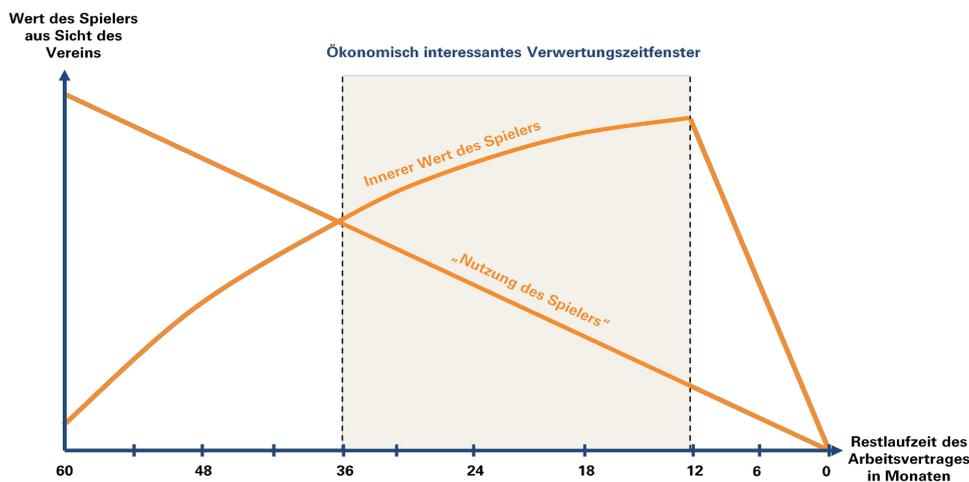
Aus Sicht aller Stakeholder besteht daher die Notwendigkeit eines objektivierten Bewertungsverfahrens von Spielervermögen, da dieses den entscheidenden Werttreiber darstellt und somit erhebliche bilanzielle und finanzielle Wirkung besitzt.

Bilanzierung von Spielervermögen und inhaltliche Interpretation

Sowohl nach HGB wie auch nach IFRS stellt erworbenes Spielervermögen und damit die gezahlte Transferentschädigung zuzüglich der damit zusammenhängenden Nebenkosten, wie Beratungs- und Vermittlungskosten, einen aktivierungsfähigen immateriellen Vermögensgegenstand/-wert dar.

„Eigengewächse“ sind aus Rechnungslegungssicht dagegen ein selbsterstellter Vermögensgegenstand/-wert und damit nicht aktivierungsfähig. Eine Transferentschädigung besagt somit aus ökonomischer Sicht, dass ein neuer Verein bereit ist, für den wirtschaftlichen Vorteil, der mit der Spielerlaubnis verbundenen Bindung des Spielers an den neuen Verein entsteht, eine entsprechende Vergütung zu zahlen. Vor diesem Hintergrund beinhaltet der aktivierte Wert des immateriellen Vermögensgegenstandes „Ablösesumme“, „Transferentschädigung“ oder auch „Spielervermögen“ genannt, aus Vereinssicht im Wesentlichen die Nutzung bzw. die Möglichkeit des Einsatzes des Spielers und die damit zusammenhängende Generierung von Cashflows sowie die Möglichkeit, einen wirtschaftlichen Vorteil aus einem möglichen Weiterverkauf zu generieren.

Nachfolgende Abbildung zeigt die zeitliche Wertentwicklung der beiden möglichen inhaltlichen Bestandteile einer Transferentschädigung aus ökonomischer Sicht:



Quelle: KPMG

Die lineare Abschreibung des Spielervermögens über die Vertragslaufzeit des Spielers stellt ausschließlich auf die Nutzungskomponente ab. Die Abbildung zeigt, dass die Weiterverkaufsmöglichkeiten, die im Wesentlichen von dem „inneren Wert des Spielers“ und den Marktverhältnissen abhängen, nicht zwingend mit der Nutzung des Spielers gesunken sein müssen. Vielmehr ist das Auseinanderlaufen durch das sogenannte „Bosmann-Urteil“ bedingt, sodass man immer zwischen dem Wert des Spielers aus Sicht des Vereins und dem Wert des Spielers aus Sicht des Spielers trennen muss.

Bewertung von Spielervermögen aus Sicht des Vereins

Bewertungsmethoden für Spielervermögen

Die Bewertung von Spielervermögen hat generell nach denselben theoretischen Grundsätzen und Methoden wie die Bewertung von Unternehmen und sonstigen Vermögenswerten zu erfolgen. Werte können somit grundsätzlich auf Basis historischer Anschaffungs- und Herstellungskosten bzw. Entwicklungskosten (kostenorientierter Ansatz), mit Hilfe des Discounted Cashflows-Verfahrens (kapitalwertorientierter Ansatz) sowie mittels unterschiedlicher Marktpreisverfahren (marktpreisorientierter Ansatz) ermittelt werden.

Der marktpreisorientierte Ansatz

Der kapitalwertorientierte Ansatz ist für Mannschaftsportarten allgemein nicht praktikabel anwendbar, da nicht alle Cashflow-Ströme eines Fußballvereins auf den einzelnen Spieler „heruntergebrochen“ werden können (so müsste man zum Beispiel bei den Zuschauereinnahmen Allokationen auf die einzelnen Spieler

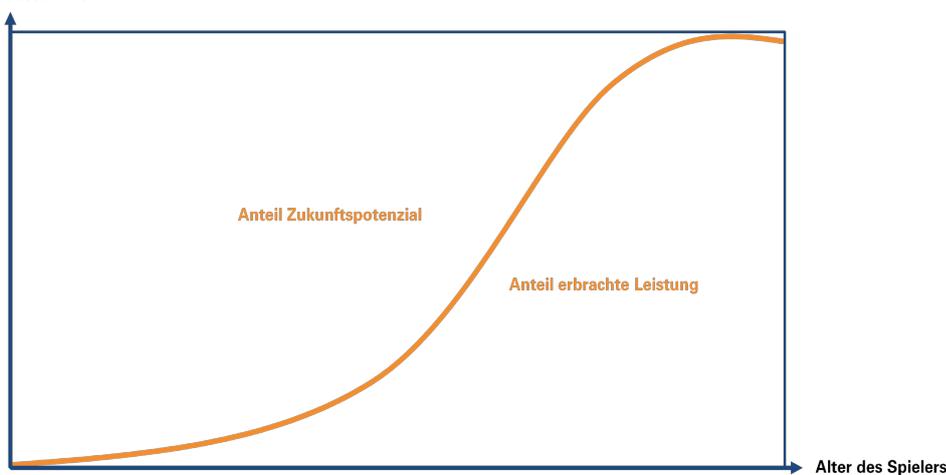
vornehmen). Der kostenorientierte Ansatz ist ebenfalls nicht geeignet, da auch die jeweiligen Kosten den einzelnen Spielern nicht verlässlich zugerechnet werden können und auch die Kostenhöhe nicht ein valides Kriterium für den Wert eines Spielers ist („ein Spieler, der in der Vergangenheit einen größeren Trainingsaufwand hatte, wäre demnach mehr wert als ein Spieler mit geringerem Trainingsaufwand“). In der Praxis ist daher nur der in der Rechnungslegung vorzugsweise anzuwendende marktpreisorientierte Ansatz für die Ermittlung eines Marktwertes von Spielervermögen möglich. Nur bei diesem Ansatz wird auf Marktpreise, die zwischen fremden Dritten in der Vergangenheit realisiert worden sind, abgestellt.

Durch die Definition von Kriterien bzw. Ausprägungsmerkmalen (zum Beispiel Alter, Spielposition, Nationalität, Spieleigenschaft, gewichtete Leistungskriterien) können im Rahmen einer Cluster-Analyse bzw. eines Scoring-Modells Ähnlichkeiten zwischen den Vergleichsspielern, für die bereits eine Transaktion auf dem Markt zustande gekommen ist, und dem Bewertungsobjekt („zu bewertender Spieler“) hergestellt werden. Die realisierten Transferpreise der Vergleichsspieler sind im Anschluss an die aktuelle Marktlage hinsichtlich des Preises anzupassen. Darüber hinaus sind bei den zu bewertenden Spielern individuelle Besonderheiten, die sich auf den Wert des Spielers auswirken (zum Beispiel langfristige Verletzung), in Form von Abschlägen bzw. Zuschlägen sowie die individuelle Transferwahrscheinlichkeit (abhängig von der Restvertragslaufzeit) zu berücksichtigen.

Die Ableitung einer Wertvorstellung erfolgt bei dieser marktorientierten Bewertungsmethode durch die Bildung eines repräsentativen Branchendurchschnittes von beobachtbaren Marktpreisen und bildet damit einen Marktkonsens über das Bewertungsniveau von Vergleichsspielern. Somit spiegelt der Marktpreisansatz die Wertvorstellung einer Vielzahl von Marktteilnehmern bei einer Vielzahl von Transaktionen wider und kommt dem Wertgedanken (im Rahmen eines marktorientierten Ansatzes) nahe.

Der marktpreisorientierte Bewertungsansatz kann in der Praxis in solchen Fällen zu Verzerrungen führen, in denen für einen sehr jungen Spieler der wesentliche Anteil des bezahlten Preises offensichtlich durch sein vermutetes Zukunftspotenzial und nicht durch seine bisher erbrachte Leistung gerechtfertigt wird. Es handelt sich um Spieler, für die eine sogenannte „Talentprämie“, also ein Vorschuss auf erwartete zukünftige Leistungen und Ergebnisse, bezahlt worden ist.

Zusammensetzung
der Ablösesumme



Quelle: KPMG

Die vorstehende Abbildung soll verdeutlichen, dass eine eventuelle Transferentschädigung für einen „sehr jungen“ Spieler im Wesentlichen auf dem ihm zuge-

schriebenen Zukunftspotenzial basiert, für welches es noch keine beobachtbare Historie gibt, bzw. welche bisher nicht durch beobachtbare und erbrachte Leistung zu rechtfertigen ist.

Dieses Zukunftspotenzial wird sich vielmehr erst in zukünftigen Leistungen widerspiegeln. Vor diesem Hintergrund muss bei der Bewertung dieses Spielers eine Klassifizierung zum Bewertungsstichtag auf Basis eines Scoring-Modells zu einer sehr niedrigen Anzahl an Scoring-Punkten führen, obwohl eine möglicherweise gezahlte Transferentschädigung einen höheren Wert impliziert. Das heißt zwar nicht, dass der in der Regel gezahlte Preis per se zu hoch ist, aber zumindest, dass ein höheres Risiko der Realisierung durch zukünftige Leistungen des Spielers besteht. In den Fällen, in den eine Talentprämie gezahlt wird, werden von den Vereinen tendenziell längere Vertragslaufzeiten festgesetzt, um an der Realisation des erwarteten Leistungspotenzials der jungen Spieler zu partizipieren und somit potenzielle Wertsteigerungen bei einem Weiterverkauf vergütet zu bekommen.

Eine Transferentschädigung für einen „älteren Spieler“ wird dagegen zwar auch für seine zukünftige Leistung bezahlt, diese ist aber im Wesentlichen Spiegel seiner bereits in der Vergangenheit erbrachten Leistung und stellt daher eher auf die Komponente Nutzung als auf die Komponente „Wiederverkaufsmöglichkeit“ ab.

Ausblick

Das Spielervermögen ist nicht nur aufgrund seines Anteils an der Bilanzsumme der zentrale Vermögenswert von Fußballunternehmen. Denn das Spielervermögen hat einen erheblichen Einfluss auf das Bilanzbild und somit auf die Vermögenssituation der Fußballunternehmen. Damit zusammenhängende Bilanzierungs- und Bewertungsfragen sind im Kontext von diversen Transferregelungen und nationalen sowie internationalen Statuten zu sehen. Während für die Bilanzierung im Wesentlichen einheitliche Standards in der Praxis bestehen und auch angewendet werden, wird die Bewertung des Spielervermögens nicht einheitlich umgesetzt. Die Bilanzierung und Bewertung von Spielervermögen wird bei Rechnungslegungs- sowie Finanzierungsfragen der Fußballunternehmen und Verbände jedoch eine zunehmend bedeutendere Rolle spielen. Für alle Stakeholder werden Branchenkenntnisse bei der Beurteilung von Sicherheiten immer bedeutender. Die Unsicherheiten aufseiten der Investoren bzw. Fremdkapitalgeber können von den Fußballunternehmen zum Beispiel durch die Einführung eines objektivierbaren Bewertungsmodells für Spielervermögen aktiv gestaltet bzw. reduziert werden.

Bewertung von Energieversorgungsunternehmen: Kraftwerke, Netze und Kunden – die Anlässe sind zahlreich

Bewertungen von Energieversorgungsunternehmen sind derzeit besonders anspruchsvoll. Die Energiewirtschaft leidet unter einem strukturellen Problem, das sich momentan einstellt: So müssen integrierte Energieversorger ihren Erzeugungspark auf regenerative Energien umstellen, die entsprechenden Investitionen können jedoch nicht ohne Weiteres über höhere Strompreise auf die Kunden abgewälzt werden. Insofern hängen die Zukunftsaussichten und der Wert eines Energieversorgungsunternehmens im Wesentlichen vom regulatorischen Rahmen und den eingesetzten Technologien ab.



Anlässe für Bewertungen

In einer Branche wie der Energiewirtschaft gibt es derzeit zahlreiche Anlässe für Bewertungen: Unternehmenserwerbe und -verkäufe, Wirtschaftlichkeitsanalysen, Controlling, Rechnungslegung/Berichterstattung, Kapitalstrukturüberlegungen, Cashflowprognosen oder Insolvenzrisiken.

In Europa und speziell in Deutschland befindet sich die Energiebranche in einem existenziellen Umbruch. Über die gesamte energiewirtschaftliche Wertschöpfungskette hinweg ändern sich gesetzliche Rahmenbedingungen, das regulatorische Umfeld, der Wettbewerb und als Folge daraus die Geschäftsmodelle. Der Transformationsprozess wird sich über Jahrzehnte hinziehen, bis die Klimaschutzziele der Regierungen erreicht sind.

In Deutschland stellt sich das spezielle Problem des Ausstiegs aus der Kernenergie bis zum Jahr 2022. Die Rücknahme der Laufzeitverlängerung der Kernkraftwerke und der Ausstieg an sich stellen einen existenziellen Einschnitt in das kapitalintensive Geschäft der Unternehmen dar, mit der Folge, dass den Unternehmen eine sehr profitable Geschäftsgrundlage genommen wurde.

Zudem leidet die Ertragslage der Energieerzeuger unter den Ineffizienzen der Subventionsmechanismen für die Erneuerbaren Energien – mit Einspeisevorrang ausgestatteter grüner Strom drängt die konventionellen Kraftwerke aus dem Markt. Neubauprojekte für diese Kraftwerke rechnen sich derzeit nicht und werden auch nicht finanziert.

Die Unternehmen reagieren mit konsequenten Sparprogrammen und der Neuausrichtung ihrer Strategie weg von sachenanlagenintensiven, kapitalbindenden Geschäften hin zu sehr effizienten Energiedienstleistern mit einem ausgewogenen Erzeugungsportfolio und einer auf Kundenbedürfnisse zugeschnittenen Vertriebsstrategie. Dieses führt jedoch dazu, dass mit zunehmender Beratung von Energieeffizienz- und Contracting-Lösungen Energiedienstleister ihre eigenen Margen aus der Erzeugung und dem Vertrieb von Energie mindern – gleichzeitig gibt es kaum Möglichkeiten, Investitionen über steigende Strompreise an Endkonsumenten weiterzugeben.

Die Relevanz des Themas Wertmanagement zeigt sich an den Wertkorrekturen, die die Branche erlitten hat: Seit 2009 hat die Branche europaweit an die 500 Milliarden Euro Börsenwert verloren. Die Unternehmen haben die Wertansätze in den Bilanzen um Milliardenbeträge signifikant korrigiert.

Prognoseunsicherheit, Risikoäquivalenz und Scoring-Modelle

Bei allen Anlässen stellt sich die Frage nach der Prognosesicherheit oder vielmehr -unsicherheit und wie damit umgegangen werden kann. So können langfristig relevante Werttreiber nur über Annahmen hinsichtlich des künftigen regulatorischen Regimes und der politischen Rahmenbedingungen getroffen werden, wie zum Beispiel:

- ▶ Für den konventionellen Erzeugungspark sind Einsatzzeiten auf Basis von Grenz- oder Vollkostenrechnungen zu simulieren. Hierbei ist entscheidend, inwieweit das Vorhalten von Erzeugungskapazitäten durch einen so genannten Kapazitätsmarktmechanismus abgegolten wird. Viele Energieversorger rechnen mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit mit einem solchen Szenario.
- ▶ Für die Erneuerbaren Energien sind Ausbauziele nunmehr verkündet. Auch wird in wenigen Jahren die Pflicht zur Selbstvermarktung gelten, die keine Einspeisevergütungsgarantie mehr ermöglicht. Die Bundesregierung hat mit der Novelle des Erneuerbare-Energien-Gesetzes hinreichend Sicherheit geschaffen.
- ▶ Die Kombination dieser Überlegungen führt zu einem mittel- bis langfristigen Energiemix, aus dem sich unter anderem Strompreise und operative sowie Finanzierungsaufwendungen ableiten lassen.

Im Hinblick auf die Risikoäquivalenz und die anzulegenden Kapitalkosten sind valide Vergleiche gefragt. Während integrierte Energieversorger von gewisser Größe börsennotiert sind und Risikoparameter – wie Betafaktoren – ableiten lassen, ist dies bei kleineren Regionalversorger oder Stadtwerken nur eingeschränkt möglich. Oftmals haben solche Versorger keine eigenen Erzeugungskapazitäten, sondern beschaffen Strom und Gas über langfristige Verträge. Auch ist die Eigentümerstruktur und Verschuldungskapazität verglichen zu großen Energiewirtschaftsunternehmen unterschiedlich. In der Bewertungspraxis sind in vielen Fällen regulatorische Kapitalkosten ein hilfreicher Ankerpunkt, die dann über entsprechende Gewichtung oder Scoring-Überlegungen das Risikoprofil der gesamten Zahlungsströme äquivalent abbilden lassen.

Ein weiterer Gesichtspunkt im Hinblick auf Risikoäquivalenz sind unter anderem Kapitalkosten im Bereich der Erneuerbaren Energien, insbesondere bei Neubaulprojekten. In den einzelnen Phasen solcher Projekte ist ein reger M&A-Markt zu verzeichnen, da Errichtung, Finanzierung und Betrieb in vielen Fällen getrennt werden. In den einzelnen Phasen geht es neben operativen Risiken um die Berücksichtigung von Genehmigungsunsicherheiten, zeitliche Verzögerungen, Baukostenrisiken oder finanzielle Risiken. Ein transparenter Markt fehlt hierbei und somit stellt sich erneut die Frage nach einer validen Vergleichsmöglichkeit vor dem Hintergrund der subjektiven Risikoneigung und Einschätzung. Auch hier sind Scoring-Modelle ein hinreichendes Mittel, um Risiken zu messen und zu gewichten und sie in die Berechnung des Projektwertes eingehen zu lassen. Dies kann zum Beispiel auf Basis vergleichbarer Projekte – etwa der Beobachtung von Projektverzögerungen – angestellt werden. Ausgangspunkt wären Kapitalkosten einer operativen Anlage.

Derzeit beschäftigen sich Energieversorger umfassend mit dem Thema Kapitalkosten: bei sämtlichen Investitionsentscheidungen stellt sich oftmals die Frage, ob ein Werthaltigkeitsproblem bei einem Impairment Test auftritt bzw. bei welcher Sensitivität dies eintreten könnte.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

Redaktion

Dr. Marc Castedello (V. i. S. d. P.)

Ganghoferstraße 29
80339 München
T +49 89 9282-1145
mcastedello@kpmg.com

Stefan Schöniger

Ludwig-Erhard-Straße 11-17
20459 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com

www.kpmg.de

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2014 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative ("KPMG International"), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG, das Logo und "cutting through complexity" sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.