Zeitschrift: Bulletin des Schweizerischen Elektrotechnischen Vereins, des Verbandes Schweizerischer Elektrizitätsunternehmen = Bulletin de l'Association suisse des électriciens, de l'Association des entreprises électriques suisses

Herausgeber: Schweizerischer Elektrotechnischer Verein ; Verband Schweizerischer Elektrizitätsunternehmen

Band: 89 (1998)

Heft: 4

Artikel: Der Shareholder Value gewinnt in der Elektrizitätsbranche an Bedeutung

Autor: Schüepp, Patrick

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-902054

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 11.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Angesichts der bevorstehenden Marktliberalisierung und der individuellen Marktpositionierung stehen viele Elektrizitätsversorgungsunternehmen (EVU) vor strategischen Entscheidungen, bei denen vermehrt auch die Interessen der (staatlichen) Kapitalgeber zu berücksichtigen sind. Entsprechend wichtig ist deshalb neben der internen Strategieanalyse auch die Kommunikation mit den externen Anspruchsgruppen, wozu sich eine «Shareholder Value»-Analyse als geeignet erweisen kann.

Der Shareholder Value gewinnt in der Elektrizitätsbranche an Bedeutung

■ Patrick Schüepp

Geldströme der Zukunft erfassen

In den letzten Jahren ist der Shareholder Value in verschiedenen – vor allem international tätigen – EVU auf der Prioritätenliste an oberste Stelle gerückt. Darunter versteht man den auf der zukünftigen Geschäftstätigkeit beruhenden Wert einer Unternehmung. Der Shareholder Value fokussiert die Geldströme, welche in Zukunft anfallen und dem Kapitalgeber effektiv zur Verfügung stehen werden («Free Cash-flow», vgl. dazu Bulletin SEV/VSE 22/97).

Die Gründe für die steigende Bedeutung von Wertüberlegungen sind offenkundig: Privatisierung, staatliche Budgeteinschränkungen, Marktliberalisierung, erhöhte Konkurrenz usw. Die privaten und institutionellen Investoren – und selbst die öffentliche Hand – erwarten vermehrt, dass ihre Investitionen in ein EVU längerfristig eine angemessene Rendite erzielen werden. Die Renditeorientierung darf jedoch nicht (oder nur bedingt) auf Kosten allfälliger anderen Vorgaben (z.B. Service Public, Strompreisrichtlinien usw.) gehen.

Eine kurzfristige Gewinnmaximierung hat nur wenig gemeinsam mit einer konsequenten Maximierung des Shareholder

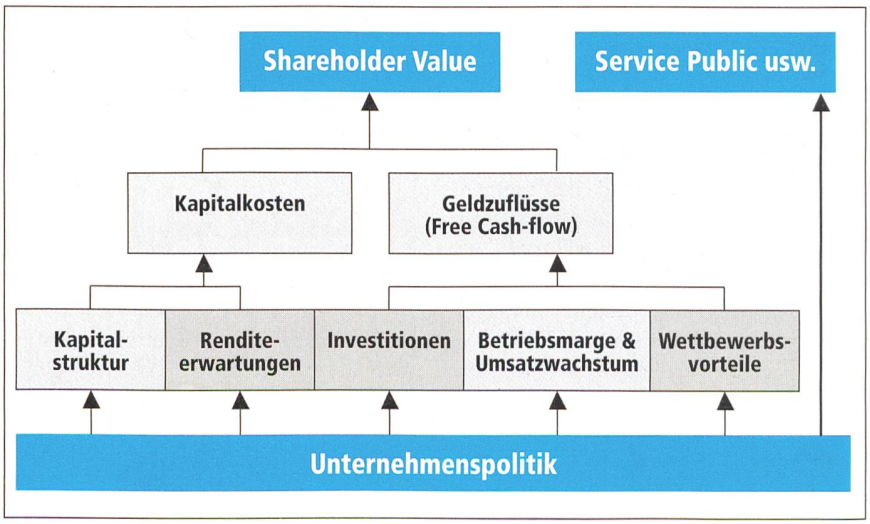

Bild 1 Finanzielle Wertetreiber.

Adresse des Autors

Patrick Schüepp
Revisuisse Price Waterhouse
Stampfenbachstrasse 109
Postfach 329
8035 Zürich

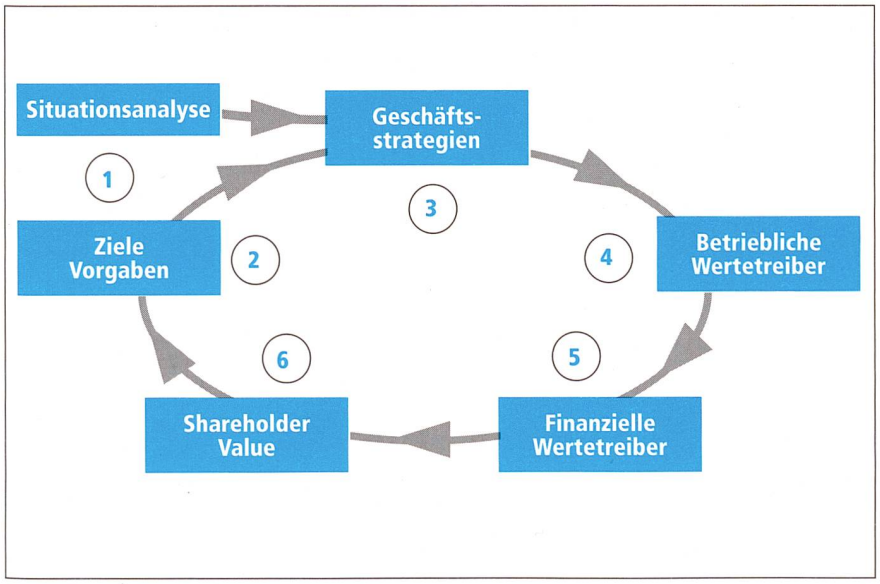

Bild 2 Prozess einer Shareholder-Value-Analyse.

Value. Denn der Wert ergibt sich nicht einzig aufgrund einer bestimmten Renditenhöhe, sondern hängt von den effektiven, aus der Unternehmenstätigkeit generierten flüssigen Mitteln (Cash) ab: Wert wird dann geschaffen, wenn es einer Unternehmung langfristig gelingt, mehr Cash zu generieren, als es die Kapitalgeber von der Unternehmung erwarten. Für die EVU liegt die spezifische Herausforderung darin, die Maximierung des Shareholder Value in Einklang mit ihren anderen Vorgaben (Versorgungssicherheit, Arbeitnehmerinteressen usw.) zu bringen.

Wertetreiber

Die Faktoren, welche die zukünftige Geschäftstätigkeit und den Shareholder Value einer EVU beeinflussen, sind vielfältig (Bild 1). Auf der Gesamtunternehmungsebene sind die folgenden finanziellen Wertetreiber von überragender Bedeutung:

- Das Umsatzwachstum und die Betriebsmarge bestimmen die zukünftigen, aus der ordentlichen Geschäftstätigkeit generierten Geldzuflüsse.
- Der Steuersatz (bei privatwirtschaftlichen und zu verselbständigenden EVU) bestimmt in Verbindung mit dem ausgewiesenen Gewinn den zukünftigen, durch die Steuerzahlungen bedingten Geldabfluss.
- Die ordentliche Geschäftstätigkeit beruht auf dem Einsatz von betrieblichem Umlauf- und Anlagevermögen, wozu periodisch auch Investitionen (Geldabflüsse) in das Umlauf- und Anlagevermögen notwendig sind.
- Die Fremd- und Eigenkapitalgeber erwarten auf ihrem in die EVU investiertem Kapital eine bestimmte Rendite (im Fall des Fremdkapitals entspricht diese dem Zinssatz). Aus der Sicht der EVU entsprechen diese Renditeerwartungen den «Kosten» ihres Fremd- und Eigenkapitals. Viele staatlichen Kapitalgeber erwarten von einer EVU weniger einen hohen betriebswirtschaftlichen Gewinn, als in erster Linie die Gewährleistung der Versorgungssicherheit (Service Public) und sozialverträglicher Energiepreise (Solidarität zwischen Tarif- und Sondervertragskunden), so dass die «Eigenkapitalkosten» von öffentlich-rechtlichen EVU vergleichsweise gering sein können.
- Die Kapitalstruktur (Fremd- und Eigenkapitalsanteil) beeinflusst die Gewichtung der Fremd- und Eigenkapitalkosten.
- Lediglich eine Unternehmung mit einer echten Kernkompetenz – sprich, mit einem nachhaltigen komparativen Vorteil – kann auch längerfristig profitabel sein. Andernfalls würden die Konkurrenten relativ rasch in die profitablen Geschäftssegmente eindringen und dadurch deren Rentabilität entsprechend reduzieren. Deshalb ist es von grosser Bedeutung, das langfristige Erfolgspotential einer Tätigkeit angemessen zu berücksichtigen.

Die finanziellen Wertetreiber bestimmen die Kapitalkosten einer EVU und den durch die Geschäftstätigkeit generierten freien Cash-flow. Je grösser die positive Differenz dieser beiden Komponenten, um so höher der effektive Wert der EVU, das heisst desto höher der Shareholder Value.

Shareholder-Value-Analyse

Die Quantifizierung der finanziellen Wertetreiber erlaubt es also, Aussagen über den Shareholder Value einer EVU zu treffen. Es muss jedoch betont werden, dass alle finanziellen Wertetreiber schliesslich auf die operative Geschäftspolitik zurückgeführt werden können (z.B. erhöhte Betriebsmarge durch Kosteneinsparungen aufgrund modernisierter Informationssysteme). Shareholder Value wird folglich auf der Ebene der betrieblichen Entscheidungen geschaffen oder zerstört.

Diese Erkenntnis widerspiegelt sich auch im Prozess einer Shareholder-Value-Analyse (Bild 2):

1. Die Shareholder-Value-Analyse setzt mit Blick auf die betrieblichen Entscheidungen auf der Ebene der strategischen Geschäftsfelder an, wo es den heutigen Status quo zu erheben gilt. (Diese Aufgabe wird durch das Unbundling erleichtert, da die EVU gezwungen sind, ihre Geschäftstätigkeit zukünftig in einzelne Sparten zu unterteilen.)
2. Die strategischen Unternehmensziele (Gewinnmaximierung, Kostendekkung, Versorgungssicherheit usw.) beeinflussen die zukünftige Geschäftstätigkeit. Sie sind deshalb zu konkretisieren und zu quantifizieren.
3. Aufgrund des heutigen Status quo und der für die Zukunft massgebenden Unternehmensziele sind spartenbezogene, individuelle Geschäftsstrategien zu formulieren.
4. In einem nächsten Analyseschritt quantifiziert man diese Strategien bezüglich der betrieblichen Wertetreiber, wie zum Beispiel:
   - Produktionskosten (Rp./kWh)
   - weitere Kosten (Rp./kWh)
   - Umsatzwachstum (MWh)
   - durchschnittlicher Absatzpreis
5. Die betrieblichen Wertetreiber sind in der Folge auf die gesamtunternehmerischen Wertetreiber umzulegen, so dass den einzelnen betrieblichen Geschäftsstrategien schliesslich ein finanzieller Wert auf der Unternehmensebene (Shareholder Value) zugewiesen werden kann.
6. Die Erkenntnisse bezüglich der Werthaltigkeit einzelner Geschäftsstrategien haben ihrerseits wiederum Einfluss auf die der Planung und Bewertung zugrunde liegenden, zukünftigen Ziele und Strategien.

Die Shareholder-Value-Analyse besteht also nicht lediglich in der Bewertung. Vielmehr ist sie ein Prozess, der die

Unternehmung zwingt, ihre betriebliche Zukunft umfassend zu überdenken und zu analysieren. Die eigentliche Bewertung der Strategiealternativen dient hierbei dem Zweck, gewisse – auch an Kapitalgeber und externe Anspruchsgruppen kommunizierbare – Aussagen über die Attraktivität einzelner Strategien treffen zu können.

Anwendungsmöglichkeiten

Der Elektrizitätsmarkt wird in der näheren Zukunft von verschiedenen, zum Teil tiefgreifenden Veränderungen geprägt sein. Entsprechend viele Schwerpunkte einer Shareholder-Value-Analyse sind denkbar:

- Welchen Werteffekt haben Umsatzeinbussen, die durch Preisregulierung oder Marktliberalisierung (Markteintritt von neuen Konkurrenten) verursacht werden?
- Welche aktuellen Geschäftsfelder steuern einen positiven Beitrag zum Shareholder Value bei?
- Wie gross ist die zukünftige Profitabilität pro Kundenkategorie (Tarif versus Sondervertragskunden, Profitabilität pro Region usw.)?
- Welche Konsequenzen hätte die Ausweitung der Geschäftstätigkeit auf neue Gebiete?
- Können für die Beurteilung von Risikoprojekten (z.B. Engagement im Stromhandel) die gleichen Entscheidungskriterien verwendet werden wie für das Kerngeschäft?
- Welche Implikationen haben nichtmonetäre Forderungen (Versorgungssicherheit, Preisvorgaben, Beschaffungsvorgaben usw.) auf den finanziellen Wert und den Erfolg einer EVU?

Es ist offensichtlich, dass diese oder ähnliche Fragestellungen für den zukünftigen Erfolg einer EVU entscheidend sein können. Die aus der Beantwortung solcher Fragen gewonnenen Erkenntnisse können in mehrfacher Art und Weise verwendet werden:

- Die aktuellen Strukturänderungen werden teilweise in strategischen Allianzen resultieren, welche es im Hinblick auf potentielle Synergien zu beurteilen gilt. Eine Shareholder-Value-Analyse ermöglicht hierbei die Quantifizierung der Vor- und Nachteile einer Allianz und erleichtert so die Entscheidungsfindung der involvierten Parteien.
- Verschiedene öffentlich-rechtliche EVU stehen zurzeit vor der Entscheidung, ihre Rechtsform zu ändern. Dabei gilt es eine Reihe von Aspekten zu berücksichtigen, mit den Behörden abzusprechen und gesetzlich zu verankern. Die Shareholder-Value-Analyse eignet sich in diesem Zusammenhang sowohl für die interne Entscheidungsfindung als auch für die Verhandlung bzw. Kommunikation mit der öffentlichen Hand.
- Die Elektrizitätsbranche wird durch eine Vielzahl von verschiedenen Abgaben geprägt, die für die öffentlichen Körperschaften eine grosse Bedeutung haben. Im Zeichen der Marktliberalisierung verlangen nun die EVU, von dieser Abgabenlast befreit zu werden. Es gilt nun der öffentlichen Hand glaubhaft nachzuweisen, welche Konsequenzen eine Abgabenreduktion auf die Unternehmenstätigkeit und den Shareholder Value – welcher der öffentlichen Körperschaft als allfällige EVU-Eigentümerin zugute kommt – haben würde.
- In den letzten Jahre stieg das Interesse der EVU an innovativen Marktsegmenten wie dem Contracting oder dem Stromhandel. Der Erfolg in diesen Bereichen beruht jedoch auf verschiedenen personellen, finanziellen und risikospezifischen Gesichtspunkten, welche nur im Rahmen einer umfassenden Analyse beurteilt werden können.
- Eine Reihe von schweizerischen EVU sind direkt oder indirekt an der Börse kotiert und sehen sich mit konkreten Rendite- und Wertforderungen der finanziellen Investoren konfrontiert. Bei verschiedenen – zum Teil global tätigen – kotierten Firmen hat die Shareholder Value Analyse ihre Wirksamkeit als «Investor Relations»-Instrument eindrücklich bewiesen und sich bewährt.

Die Auswahl von Anwendungsmöglichkeiten zeigt, dass der Shareholder Value in Zukunft auch in schweizerischen EVU an Stellenwert gewinnen wird, und, dass es wichtig ist, die allgemeine Unternehmenspolitik verstärkt daran auszurichten.

La «shareholder value» gagne en importance dans la branche électrique

Au vu de la libéralisation prochaine du marché et des positionnements individuels sur le marché, de nombreuses entreprises électriques sont confrontées à des décisions stratégiques leur demandant d'accorder de plus en plus d'importance aux intérêts des bailleurs de fonds (de l'Etat). A côté de l'analyse stratégique interne, la communication avec les divers groupes externes concernés est importante; une analyse «shareholder value» peut donc être ici judicieuse.

Der VSE auf dem Internet:
http://www.strom.ch
VSE UCS