

4. November 2014

# M&A FORUM HVB FORUM, MÜNCHEN

## M&A IN REGULIERTEN MÄRKTEN

Dr. Holger Schmitz, Noerr LLP

Dr. Christoph Spiering, Noerr LLP

Jan Strobel, Finadvice - FAA Financial Advisory AG

**Noerr**

*Finadvice*

# Agenda

1. Einleitung
  - a. M&A in Regulierten Industrien
  - b. Besonderheiten im Bereich des EEG
  - c. Bewertung von Energiekosten
2. Anwendungsbeispiele
  - a. Beispiel 1: Eigenstromversorgung
  - b. Beispiel 2: Industrierabatte
  - c. Beispiel 3: Künftige Biomethananlage
3. Fazit / Ausblick

# M&A in Regulierten Industrien

## Auf einen Blick: **Eingriffsverwaltung** vs. **Regulierung**



→ einfache und seit Jahrzehnten gleichbleibende Regeln



→ komplexe Regeln, die sich durch Ergänzungspacks ständig erweitern

# M&A in Regulierten Industrien

## Alle Branchen, die verstärkt öffentlicher Regulierung unterliegen

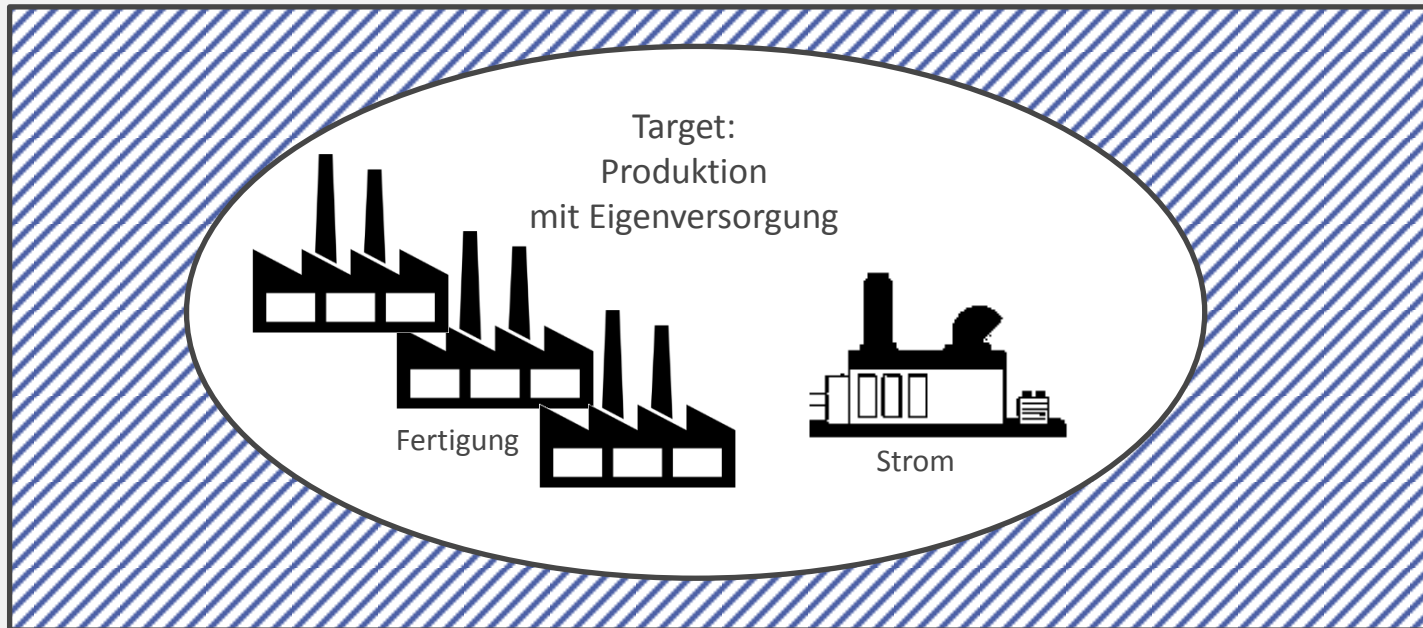
- Energie
  - Stromintensive Unternehmen
  - Unternehmen mit Eigenstromversorgung
  - Projektentwicklung bei Erneuerbaren Energien
- Finanzsektor
- Gesundheit und Pharmazeutika
- Lebensmittel
- Medien
- Telekommunikation
- Versicherungen
- Wasserversorgung

# M&A in Regulierten Industrien

## Regulatorischer Rahmen

Verkäufer

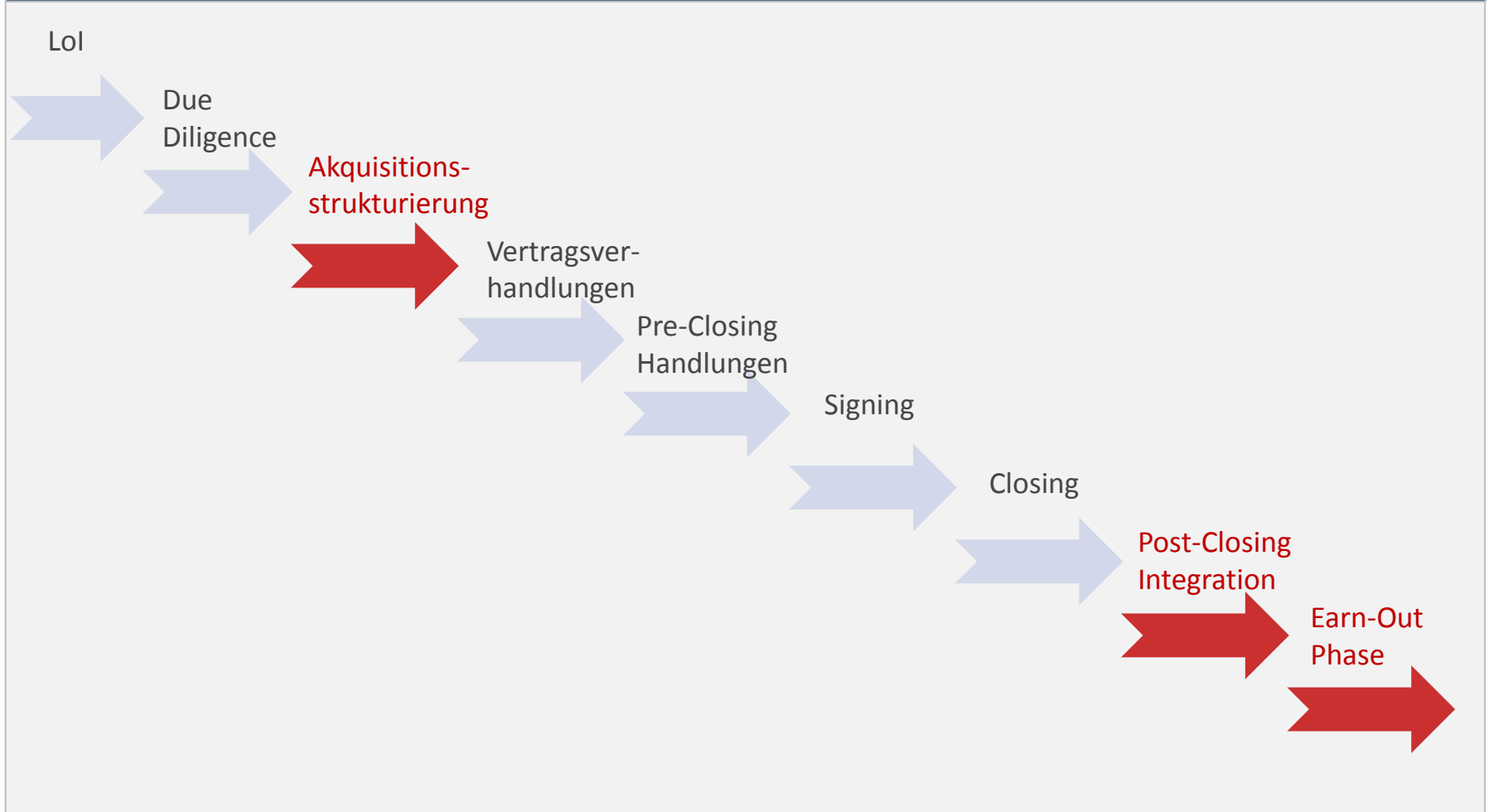
Käufer



Rechtsrahmen

# M&A in Regulierten Industrien

## Regulierter Rechtsrahmen ist relevant in allen Transaktionsphasen



# Agenda

1. Einleitung
  - a. M&A in Regulierten Industrien
  - b. Besonderheiten im Bereich des EEG
  - c. Bewertung von Energiekosten
2. Anwendungsbeispiele
  - a. Beispiel 1: Eigenstromversorgung
  - b. Beispiel 2: Industrierabatte
  - c. Beispiel 3: Künftige Biomethananlage
3. Fazit / Ausblick

# Besonderheiten im Bereich des EEG

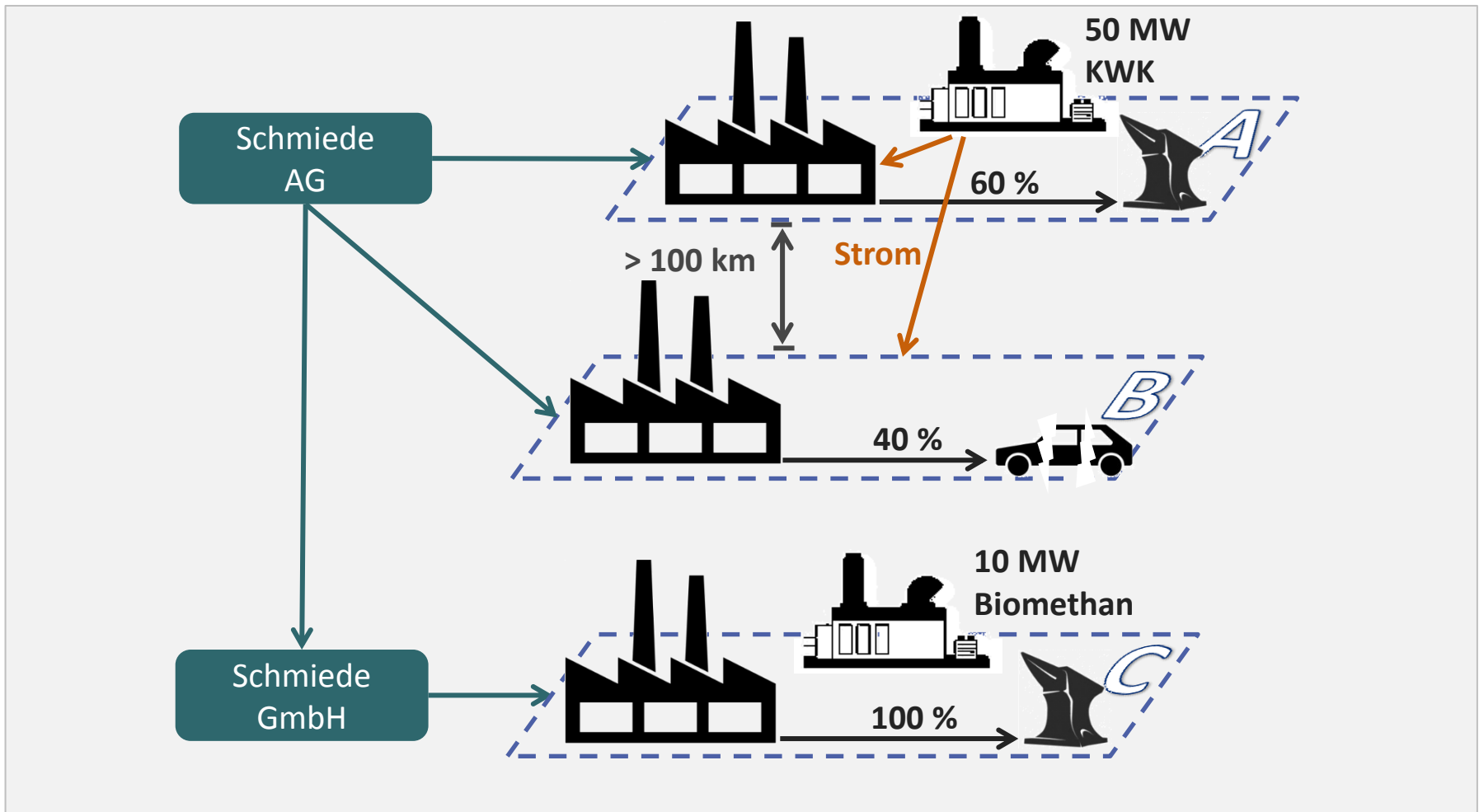
## EEG 2000, 2004, 2009, 2012, 2014, 2016

- Wirtschaftliche Auswirkungen des seit August 2014 geltenden EEG auf M&A-Transaktionen
- Stetige Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen, nächste Änderung zum Jahr 2016 bereits festlegt (!)
- Illustration am Beispiel: Zielgesellschaft (energieintensives Unternehmen der Schmiedeindustrie, die Strom teilweise selbst produziert)
  - a. Bestandsschutz für **Eigenstromversorger**
  - b. Erhalt von **Industrierabatten**
  - c. **Prognoseunsicherheiten** in der Projektentwicklung bei Erneuerbaren Energien



# Besonderheiten im Bereich des EEG

## Anwendungsbeispiel



# Agenda

1. Einleitung
  - a. M&A in Regulierten Industrien
  - b. Besonderheiten im Bereich des EEG
  - c. Bewertung von Energiekosten
2. Anwendungsbeispiele
  - a. Beispiel 1: Eigenstromversorgung
  - b. Beispiel 2: Industrierabatte
  - c. Beispiel 3: Künftige Biomethananlage
3. Fazit / Ausblick

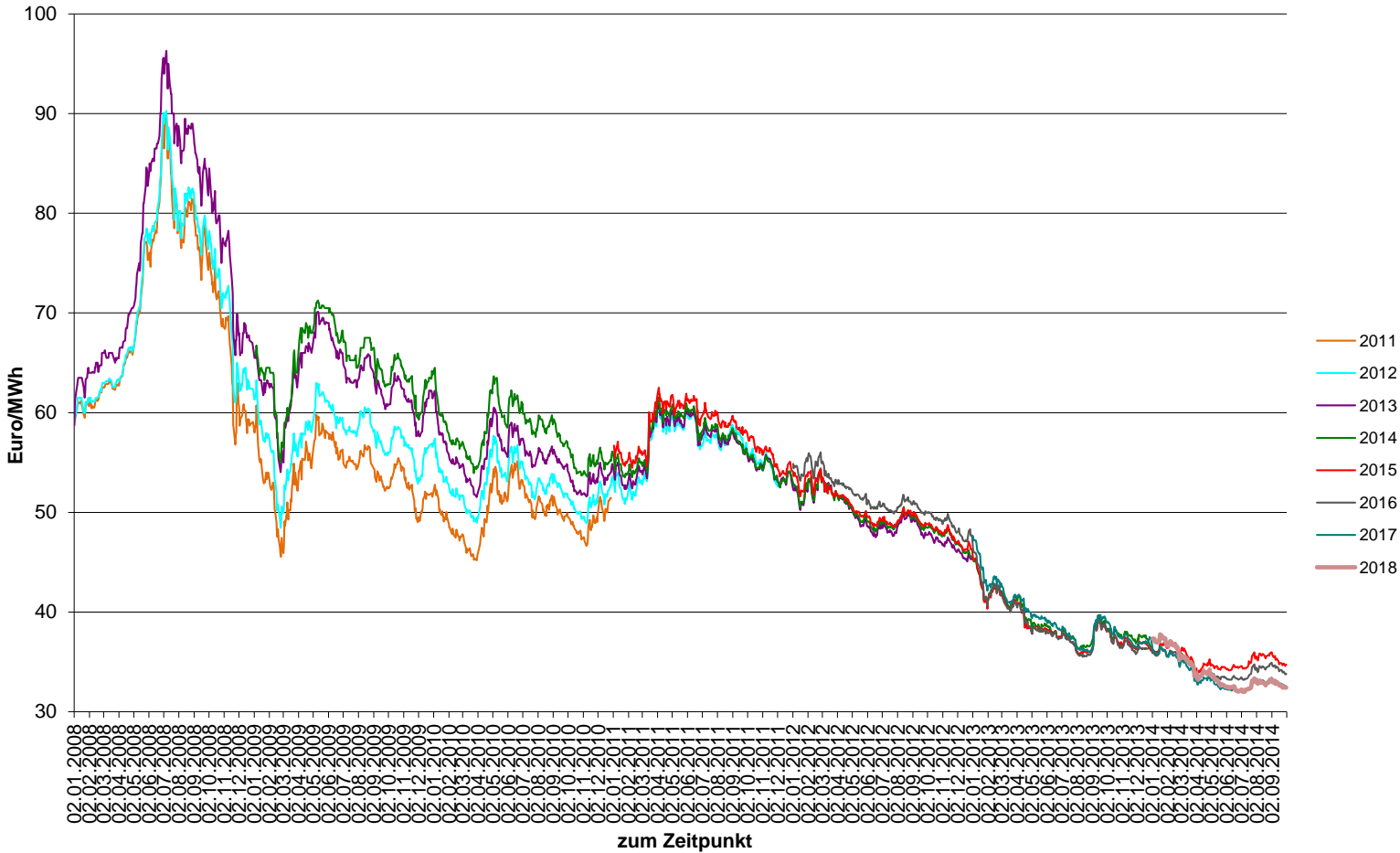
# Bewertung von Energiekosten

## Bestandsschutz, Härtefallregelung und Übergangsvorschriften

- Seit EEG 2014 schrittweise Überführung von Einspeisetarifen zu Marktpreisen
- Weitere Änderungen des regulatorischen Umfelds erforderlich, da EEG 2014 nur ein „Baustein“ in der Energiepolitik ist (Kapazitätsmarkt, u.a.)
- Finanzkrise hat großen Einfluss auf die Bewertung von KWK- und EEG-Projekten
  - Negative Strompreisentwicklung seit 2008
  - Nachfrage nach «risikolosen» Anlagen ist hoch
- Herausforderung Preisprognose
  - Hohe Volatilität der Futures mindert Prognosegenauigkeit
  - Unterschiedliche Methoden
  - Geringe Liquidität an der Strombörse
- Gegenparteienrisiko: Hohe Insolvenzrate wegen Leverage sowie geringe historische Erfahrungswerte machen Vertragsgestaltung und Absicherung entscheidend

# Bewertung von Energiekosten

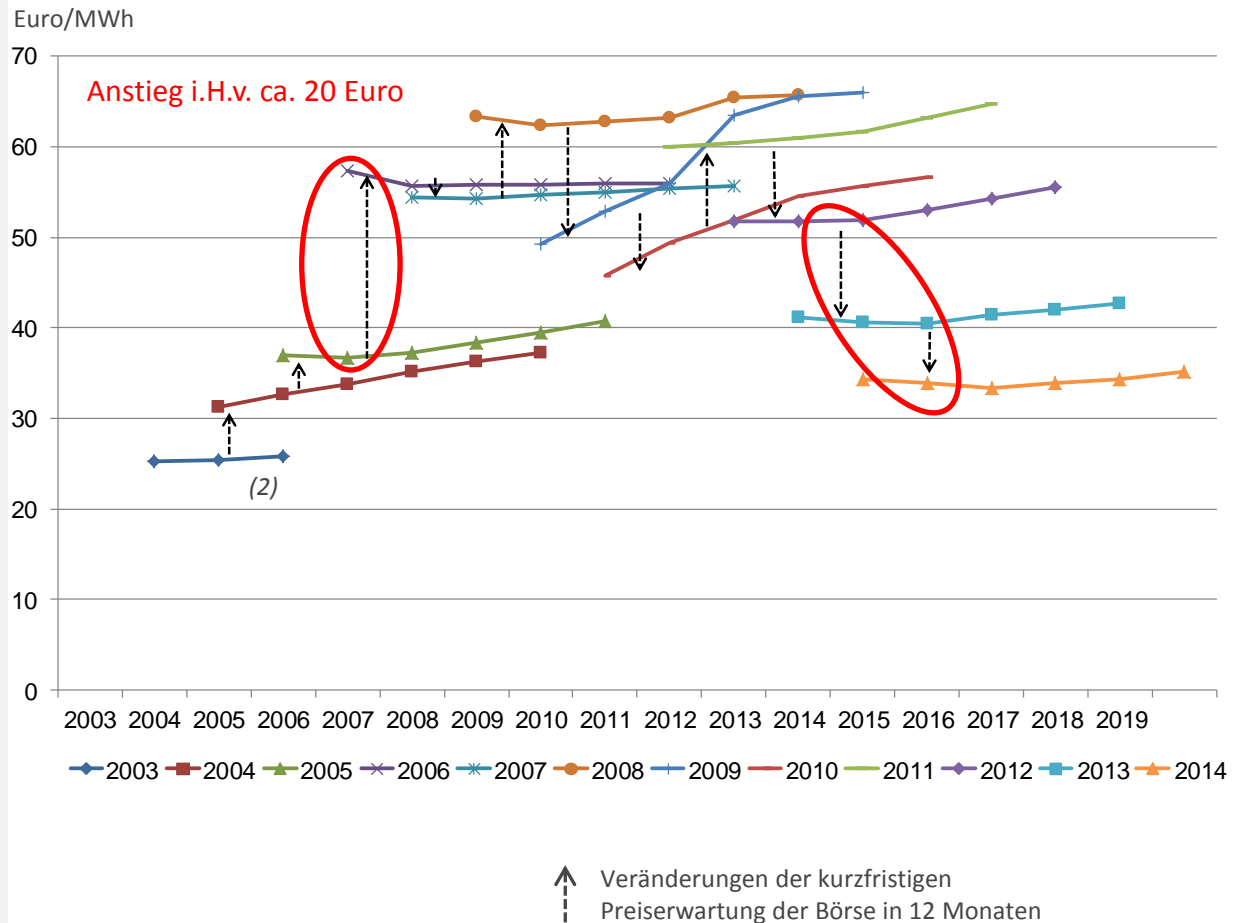
## Futurepreis Base



# Bewertung von Energiekosten

## Notierung Futurepreis<sup>(1)</sup> Base jeweils am 1. April

- Zum jeweiligen Zeitpunkt sind die Notierungen am Terminmarkt die bestmögliche Prognose der Preisentwicklung. Sie sind das Ergebnis aller am Markt zu diesem Zeitpunkt getätigten Handelsgeschäfte. Änderungen können aber sehr schnell eintreten und auch zukünftig sind große Schwankungen von plus minus zehn Euro nicht ungewöhnlich
- In 2005 hat der Markt für das Jahr 2007 einen Base-Preis i.H.v. ca. 35 Euro/MWh erwartet. Ein Jahr später lag die Erwartung für das Jahr 2007 bei ca. 55 Euro/MWh

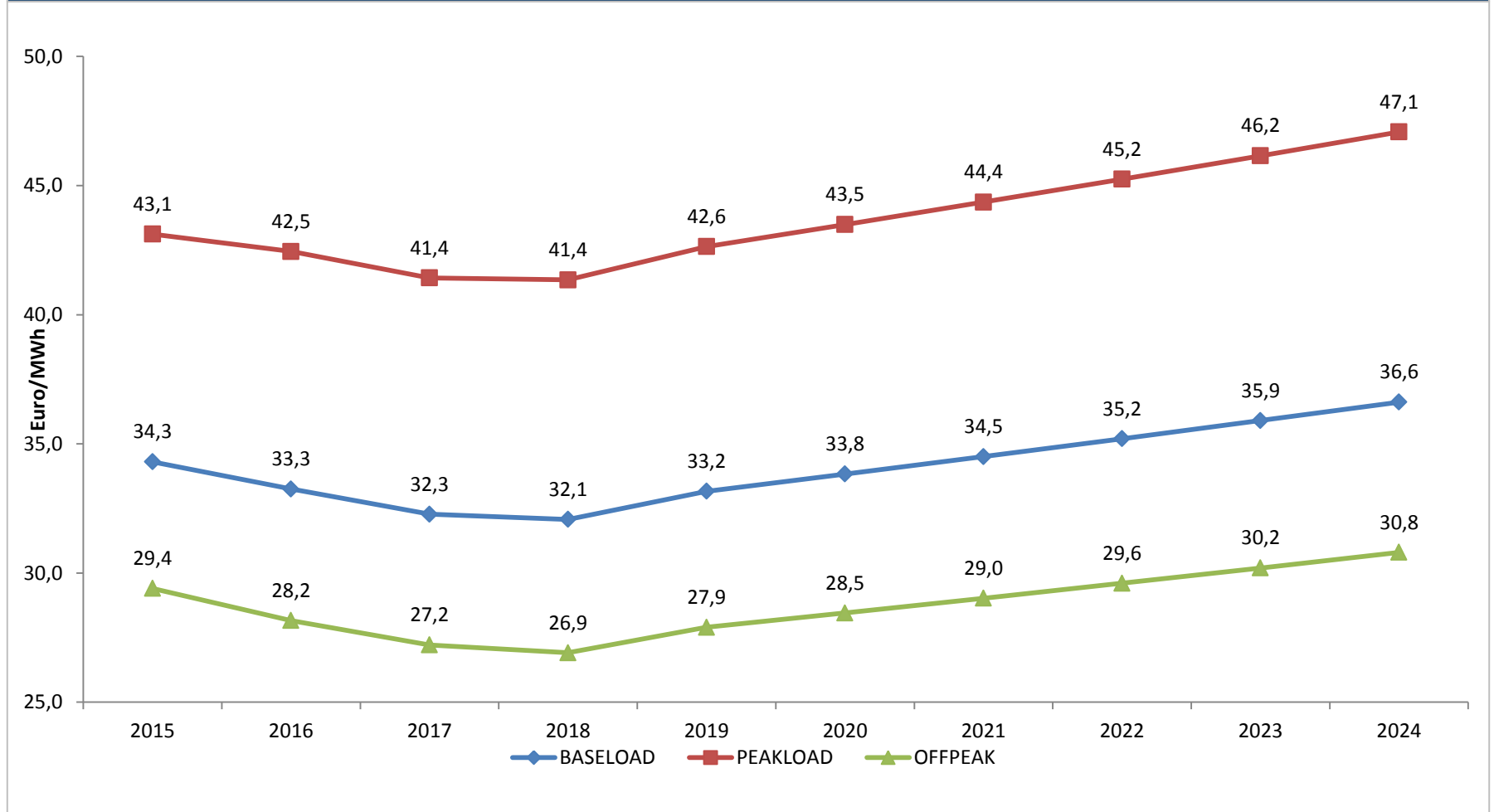


(1) Phelix Stromfutures der EEX

(2) In 2003 waren an der EEX nur drei Folgejahre handelbar. Erst ab 2004 wurden sechs Folgejahre handelbar, wobei eine ausreichende Liquidität nur in den ersten drei Jahren gegeben ist

# Bewertung von Energiekosten

## Bloomberg Prognosewerte bis 2019, danach 2% inflationiert

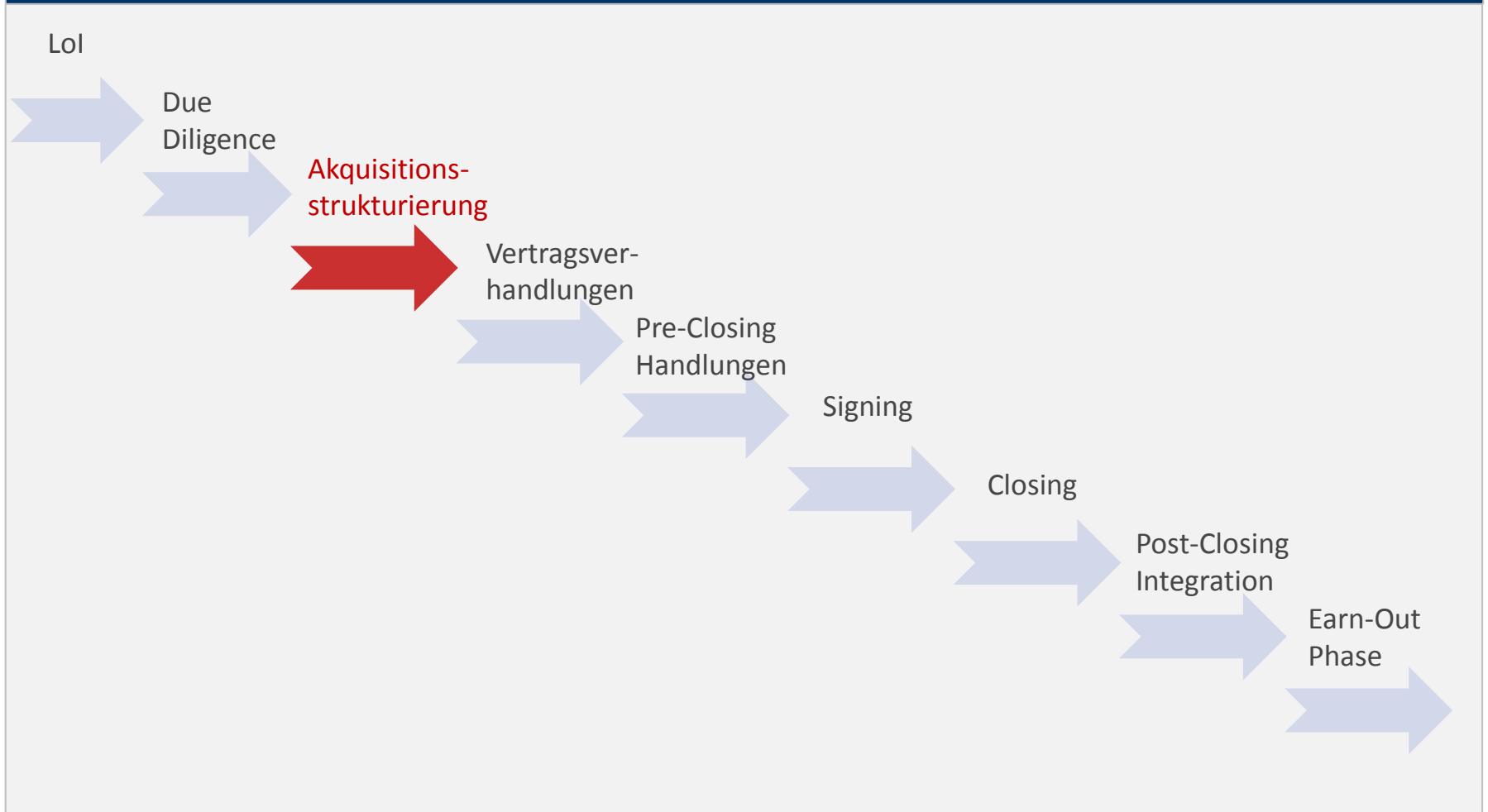


# Agenda

1. Einleitung
  - a. M&A in Regulierten Industrien
  - b. Besonderheiten im Bereich des EEG
  - c. Bewertung von Energiekosten
2. Anwendungsbeispiele
  - a. Beispiel 1: Eigenstromversorgung
  - b. Beispiel 2: Industrierabatte
  - c. Beispiel 3: Künftige Biomethananlage
3. Fazit / Ausblick

# Beispiel 1: „Eigenstromversorgung“

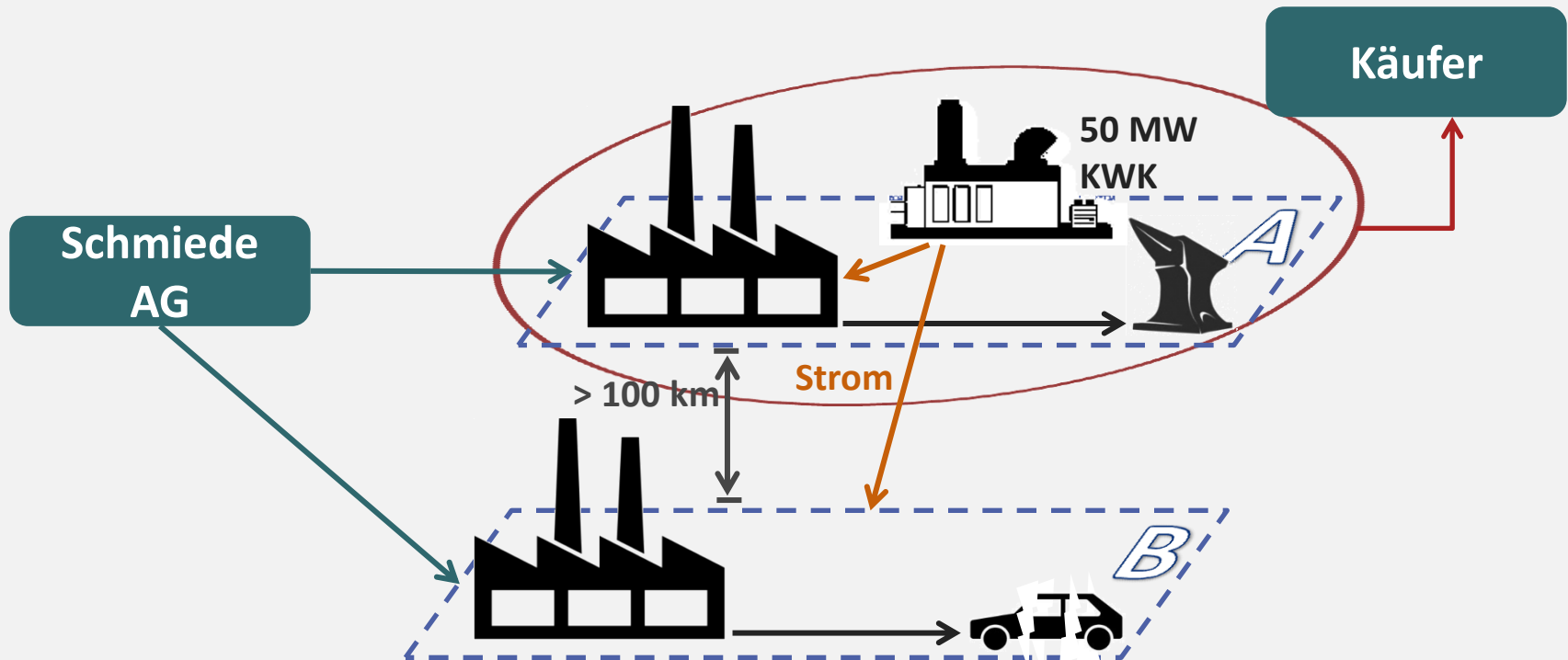
## Werterhalt durch Akquisitionsstrukturierung





# Beispiel 1: „Eigenstromversorgung“

## Werterhalt durch Akquisitionstrukturierung



- Konventionelle gasbetriebene KWK-Anlage mit 50 MW installierter Leistung
- 7'500 Vollastbenutzungsstunden = 375 GWh Stromerzeugung
- Anlage ist Teil der Produktion und versorgt zwei Standorte

# Beispiel 1: „Eigenstromversorgung“

## Fallbeispiel

- Käufer will vom Verkäufer Fabrik A erwerben
- Der CFO bewertet Fabrik A mit 500 MEuro
- Verkäufer bietet den Verkauf von Fabrik A im Wege des Asset Deal an (verkaufen soll die Schmiede AG)
- Verkäufer behält Fabrik B
- Fabrik A produziert den benötigten Strom seit 30 Jahren selbst und muss dadurch keine EEG-Umlage zahlen (Ersparnis: **23,1 MEuro** für 2015).
- Voraussetzung für die Fortführung der Ersparnis: Fortbestand des Eigenversorgerprivilegs, d.h. Befreiung von der EEG-Umlage (= **Bestandsschutz**)
- Risiko: Wegfall der Privilegierung durch Betreiberwechsel

Auswirkungen auf den Kaufpreis?

**362 MEuro** ← → **500 MEuro**

# Beispiel 1: „Eigenstromversorgung“

## Berechnungsgrundlage

- Wegfall der EEG-Privilegierung wegen Asset Deal
- Umfang 50 MW x 7'500 Volllaststunden = 375 GWh
- EEG-Umlage für 2015 6,17 ct/kWh (ab 2016 eigene Annahmen)
- Restlaufzeit KWK-Anlage 5 Jahre

2015	2016	2017	2018	2019
6.17	6.87	7.47	7.97	8.37
23'137'500	25'762'500	28'012'500	29'887'500	31'387'500

- Kumulierte, nicht diskontierte EEG-Umlage **138 MEuro**, je nach WACC-Diskontierung 82-110 MEuro Risiko

# Beispiel 1: „Eigenstromversorgung“

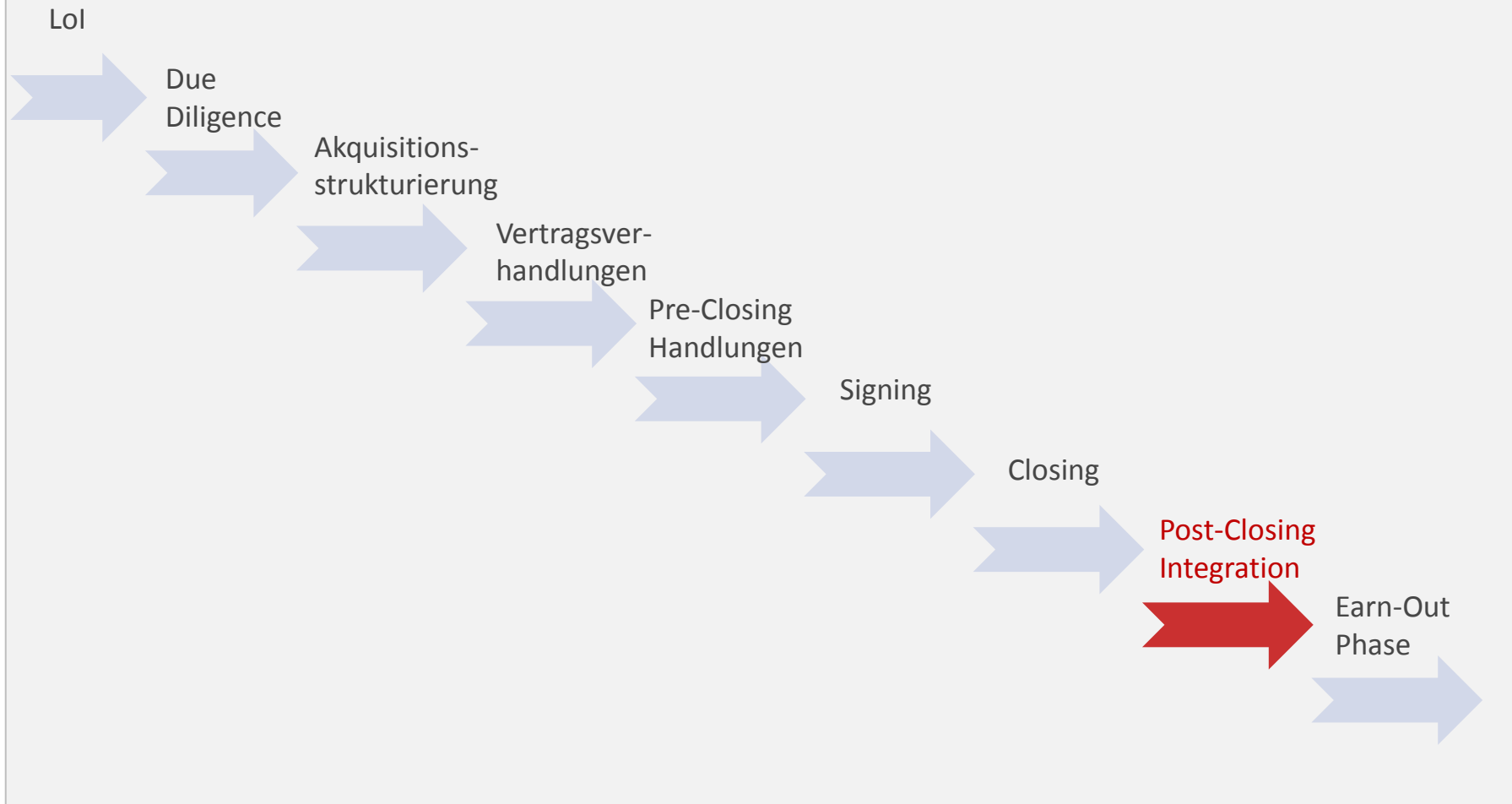
Gestaltungsvorschläge des Käufers	Erhalt des Bestandsschutzes	Verlust des Bestandsschutzes	Auswirkungen auf Kaufpreis
Verkauf der Assets von Standort A aus der AG an den Käufer	—	<b>Schmiede AG:</b> Verlust der Eigenversorgung für Standort B <b>Käufer:</b> Kein Bestandsschutz für Standort A, da Betreiberwechsel	Kaufpreis 362 - 420 MEuro
Verkauf Aktien an der AG an den Käufer (vorherige Ausgliederung von Standort B)	<b>Käufer:</b> Bestandsschutz für Standort A (mit Kraftwerk) bleibt erhalten mangels Betreiberwechsels (nur Gesellschafterwechsel)	<b>Schmiede AG:</b> Verlust der Eigenversorgung für Standort B (wäre auch bei Asset-Deal eingetreten)	Kaufpreis 500 MEuro

# Agenda

1. Einleitung
  - a. M&A in Regulierten Industrien
  - b. Besonderheiten im Bereich des EEG
  - c. Bewertung von Energiekosten
2. Anwendungsbeispiele
  - a. Beispiel 1: Eigenstromversorgung
  - b. Beispiel 2: Industrierabatte
  - c. Beispiel 3: Künftige Biomethananlage
3. Fazit / Ausblick

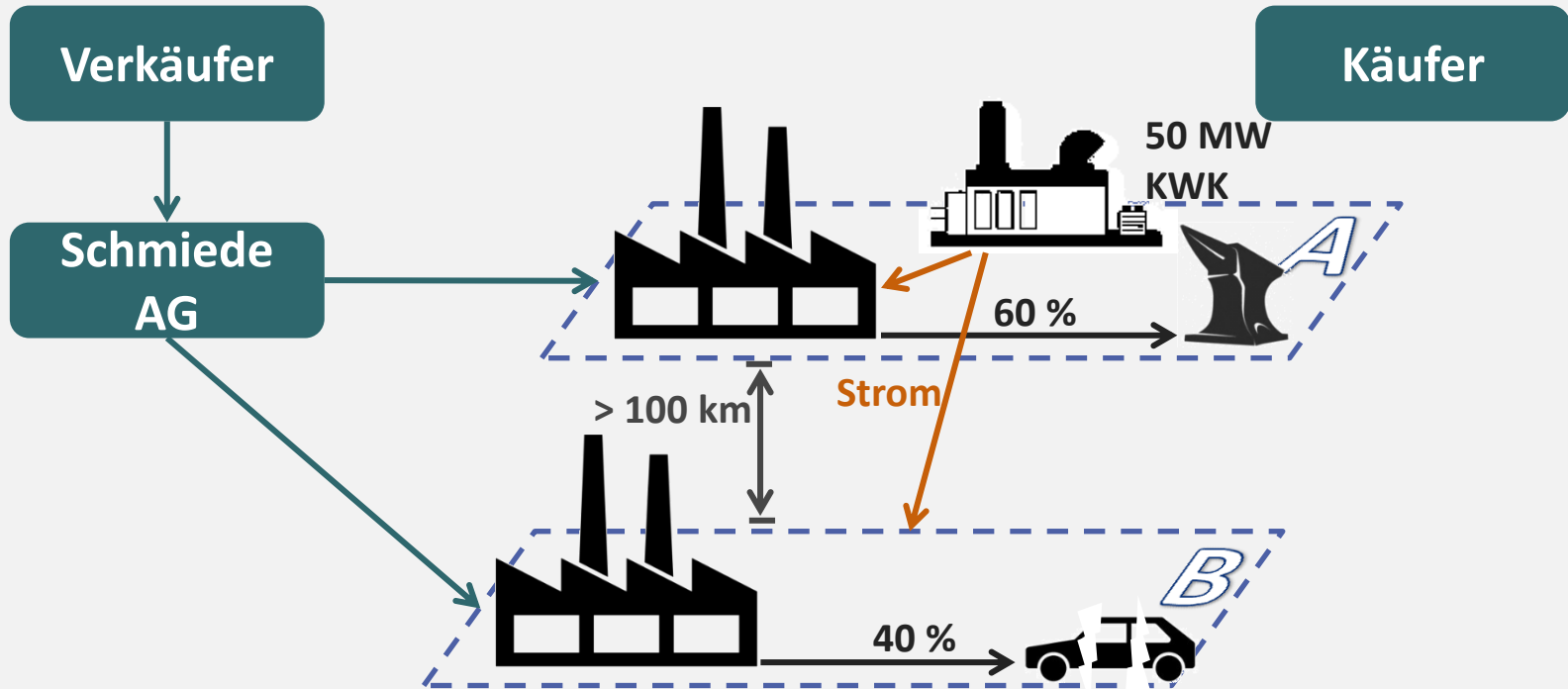
# Beispiel 2: „Industrierabatte“

## Wertsteigerung durch Umstrukturierung



# Beispiel 2: „Industrierabatte“

## Wertsteigerung durch Umstrukturierung



- Fremdstrombezug 200 GWh/a mit «Industrierabatt» für Fabrik A und B
- Verkauf der Standorte und weiterer Strombezug für zehn Jahre
- Wachstumsrate EEG-Umlage positiv bis 2022 (Zubau Offshore & PV), danach Rückgang wegen Wegfall teurer alter EEG-Anlagen

# Beispiel 2: „Industrierabatte“

## Fallbeispiel

- Käufer will vom Verkäufer Fabriken A und B erwerben
- Beide Fabriken sind sog. „energieintensive Unternehmen“
- Der CFO bewertet die Fabrik A mit 500 und B mit 100 MEuro; nach neuem EEG → 80% Rabatt auf EEG-Umlage:
  - Fabrik A („Schmiederohlinge“) muss nur 20% EEG-Umlage zahlen (120 GWh/a)
  - Fabrik B („Automobilveredelung“) muss aufgrund der gemeinsamen Betrachtung mit Fabrik A und dem größeren Bruttowertschöpfungsanteil von Fabrik A ebenfalls 20% EEG-Umlage zahlen (80 GWh/a), bräuchte isoliert aber nur 12% EEG-Umlage zahlen
- Der CFO fragt, ob eine Strukturierung möglich ist, bei der ein höherer Gesamtkaufpreis angeboten werden kann (Nutzbarmachen des Potentials der Senkung der EEG-Umlage für Fabrik B → Kostenersparnis **5 MEuro**)

Auswirkungen auf den Kaufpreis?

**Fabrik B 100 MEuro ↔ 105 MEuro**

(sowie unverändert 500 MEuro für Fabrik A)



# Beispiel 2: „Industrierabatte“

## Berechnungsgrundlage

- 200 GWh Fremdstrombezug für weitere zehn Jahre (davon 80 GWh für Fabrik B)
- Beschaffung über Strommarkt
- Wachstumsrate EEG-Umlage positiv bis 2022 (Zubau Offshore & PV), danach Rückgang wegen Wegfall teurer alter EEG-Anlagen

EEG-Umlage	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	6.17	6.87	7.47	7.97	8.37	8.67	8.87	8.97	8.97	8.87
12%	592'320	659'520	717'120	765'120	803'520	832'320	851'520	861'120	861'120	851'520
20%	987'200	1'099'200	1'195'200	1'275'200	1'339'200	1'387'200	1'419'200	1'435'200	1'435'200	1'419'200
100%	4'936'000	5'496'000	5'976'000	6'376'000	6'696'000	6'936'000	7'096'000	7'176'000	7'176'000	7'096'000

- Summe EEG-Umlage i.H.v. 12% Summe: 8 MEuro
- Summe EEG-Umlage i.H.v. 20% Summe: 13 MEuro (+5 MEuro)
- Der vollständige Wegfall des Industrierabatts für die Fabriken A und B ist ein Dealbreaker, da 159 MEuro Kosten anfallen

## Beispiel 2: „Industrierabatte“

Strukturierungsvarianten	20 % EEG-Umlage (Härtefallregelung)	12 % EEG-Umlage (Regelverfahren)	Auswirkungen auf Kaufpreis
Beibehaltung des Status Quo (Schmiede AG wird erworben und bleibt unverändert)	<b>Schmiede AG:</b> Härtefallregelung für Standort A und B zusammen, da überwiegend (60/40%) „falsche Branche“	—	Standort A: 500 MEuro  Standort B: <b>100</b> MEuro
Schmiede AG wird erworben, anschließend Ausgliederung von Standort B auf NewCo (Standort A bleibt in AG)	<b>Schmiede AG</b> (Standort A): Härtefallregelung, da 100% „falsche Branche“	<b>NewCo für Standort B:</b> Regelverfahren, da 100% „richtige Branche“	Standort A: 500 MEuro  Standort B: <b>105</b> MEuro

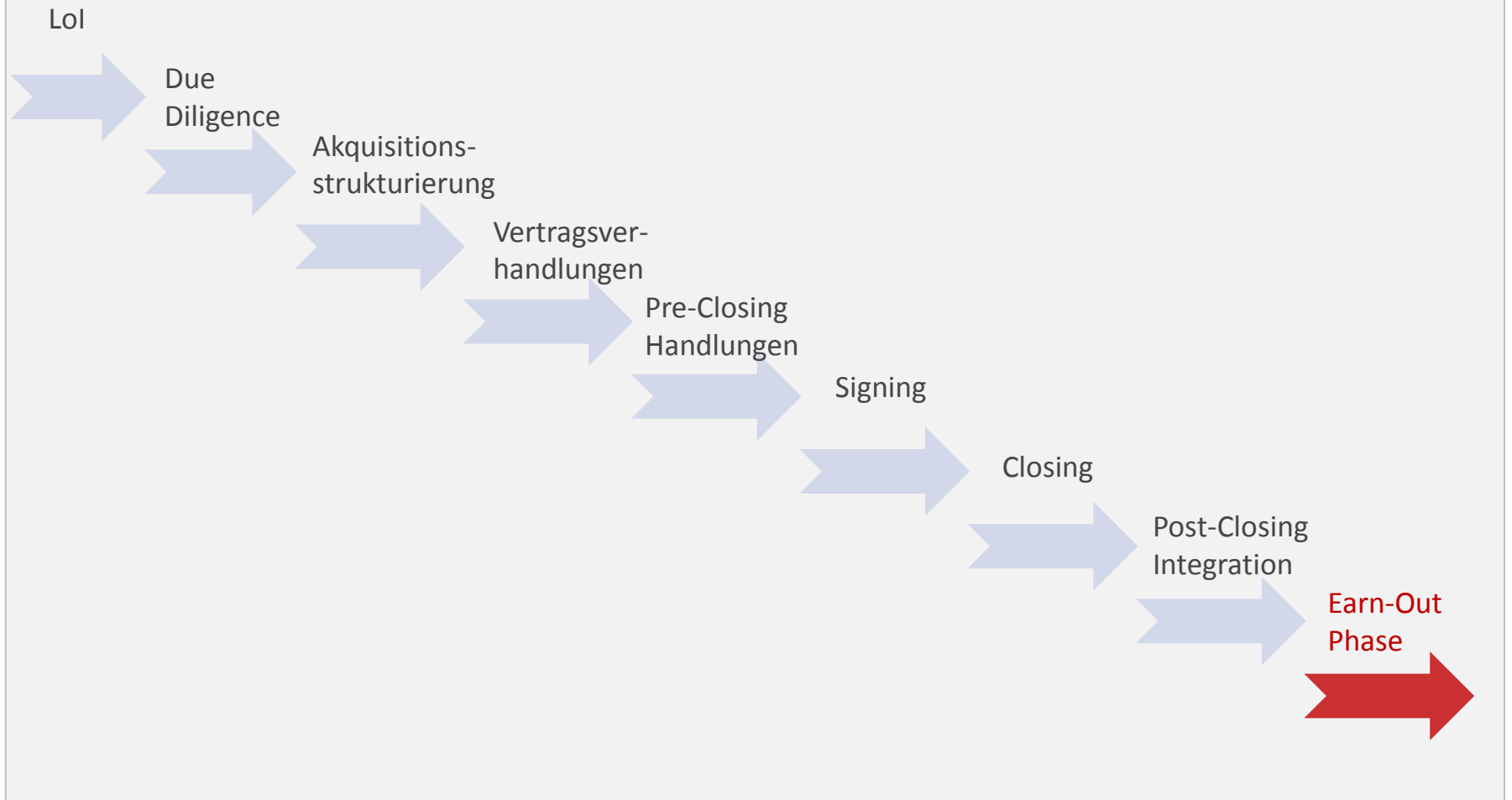
Keine Zusammenlegung von Standort B mit bestehenden Geschäftsbetrieben (statt in NewCo) – Ansonsten droht Wegfall des Rabatts (Dealbreaker)!

# Agenda

1. Einleitung
  - a. M&A in Regulierten Industrien
  - b. Besonderheiten im Bereich des EEG
  - c. Bewertung von Energiekosten
2. Anwendungsbeispiele
  - a. Beispiel 1: Eigenstromversorgung
  - b. Beispiel 2: Industrierabatte
  - c. Beispiel 3: Künftige Biomethananlage
3. Fazit / Ausblick

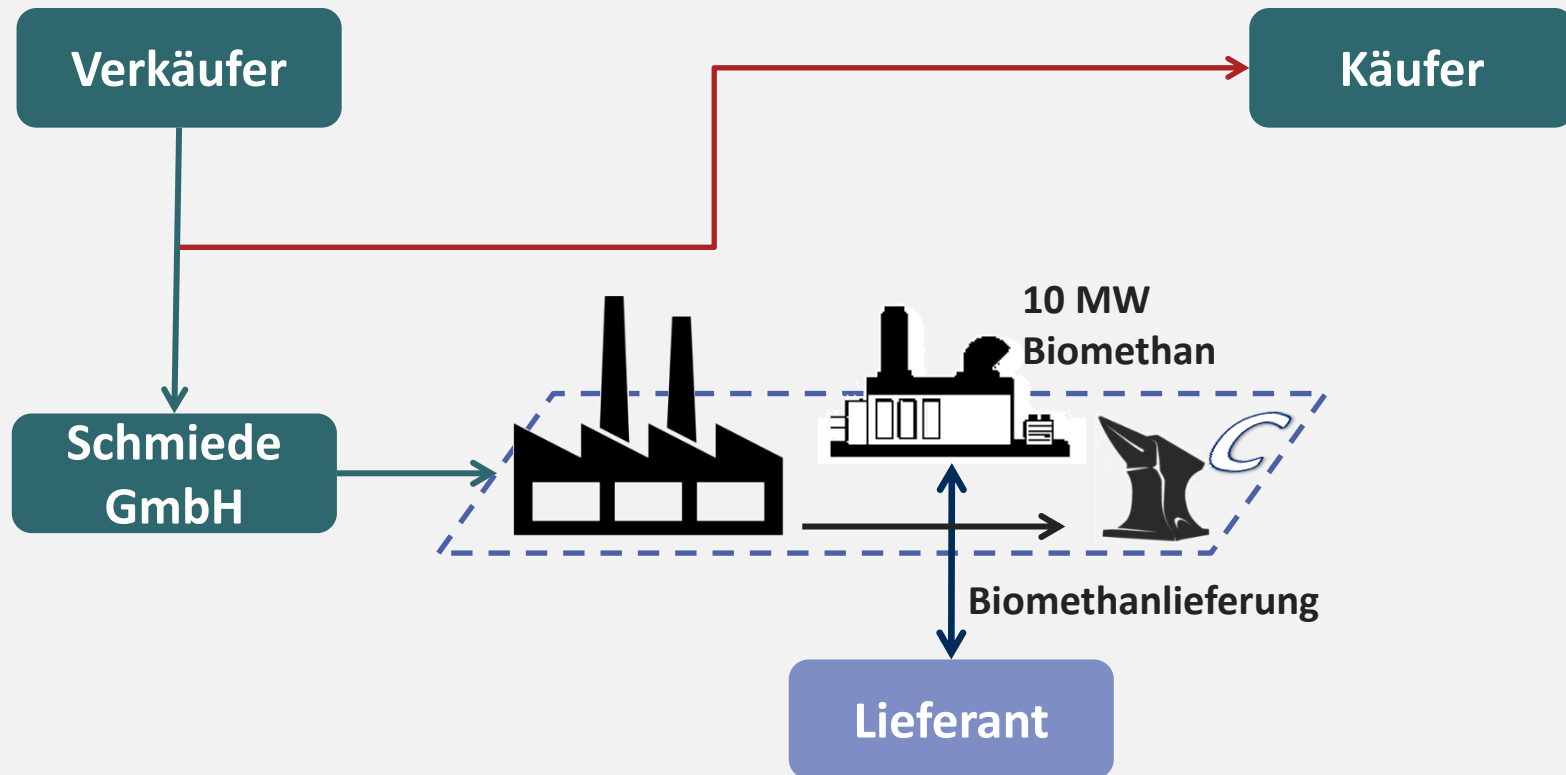
# Beispiel 3: „Künftige Biomethananlage“

## Earn-Out-Struktur



# Beispiel 3: „Künftige Biomethananlage“

## Earn-Out-Struktur



- Biomethan gefeuerte KWK-Anlage 10 MWel mit 75 GWh/a geplantem Output
- Langfristiger Biomethan-Bezugsvertrag

# Beispiel 3: „Künftige Biomethananlage“

## Fallbeispiel

- Käufer will vom Verkäufer Fabrik C erwerben
- Der CFO bewertet Fabrik C mit 100 MEuro
- Fabrik C beabsichtigt, künftig durch ein Biomethan-BHKW Strom teilweise selbst zu produzieren
- Das Biomethan-BHKW ist genehmigt und im Bau, Fertigstellungszeitpunkt unklar
- Wenn es vor dem 31.12.2014 in Betrieb genommen wird, greift die EEG-Privilegierung 2012, die (gerechnet auf 20 Jahre/ Zeitraum der EEG-Privilegierung) zu einer Kostenersparnis i.H.v. 32 MEuro führen kann (**Wertsteigerung**)
- Weitere Voraussetzung für verlässlichen Businessplan: Langfristiger Biomethanliefervertrag (Preisrisiko)

Auswirkungen auf den Kaufpreis?

100 MEuro  $\leftrightarrow$  132 MEuro

# Beispiel 3: „Künftige Biomethananlage“

## Berechnungsgrundlage

- Verspätete Inbetriebnahme mit EEG 2014 statt EEG 2012
  - Abdiskontierter Verlust von ca. 32 MEuro
  - Differenz von ca. 4 ct/kWh ggü. EEG 2012 über 21 Jahre
- Umstellung auf Erdgas-BHKW erfordert Prüfung von
  - EEG-Rabatt für Eigenstrom
  - KWK-Förderung
  - Wegfall von Netzentgelten sowie Netzumlagen für Eigenstrom
- Prognose Spark Spread (Gaspreis zu Strompreis inkl. Berücksichtigung Wirkungsgrad der Anlage) ist zur Zeit für gasgefeuerte GuDs & KWK-Anlage negativ. Anlagen mit hoher Volllaststundenbenutzung und grossem Eigenverbrauch könnten sich rechnen
  - Preisrisiko Strom & Gas

# Beispiel 3: „Künftige Biomethananlage“

Regulatorischer Rahmen	Kaufpreis	Lösung im SPA
Kaufpreisberechnung nur Fabrik C (ohne Berücksichtigung Biomethan-BHKW)	100 MEuro	Base Case (Kaufpreis)
Risiko: Verspätete Inbetriebnahme, dadurch Förderung nach dem EEG 2014 anstatt nach dem EEG 2012, dadurch Wegfall der Wertsteigerung	132 MEuro	Vereinbarung eines <u>Earn-Out</u> , wenn <ul style="list-style-type: none"><li>• die Inbetriebnahme vor dem 01.01.2015 stattfindet,</li><li>• die langfristige Substratlieferung zu angemessenen Preisen sichergestellt ist.</li></ul>



# Agenda

1. Einleitung
  - a. M&A in Regulierten Industrien
  - b. Besonderheiten im Bereich des EEG
  - c. Bewertung von Energiekosten
2. Anwendungsbeispiele
  - a. Beispiel 1: Eigenstromversorgung
  - b. Beispiel 2: Industrierabatte
  - c. Beispiel 3: Künftige Biomethananlage
3. Fazit / Ausblick

## Regulierung setzt Anreize für Nutzung von Optimierungspotential

- Jedes EEG bringt seine eigenen Herausforderungen
  - Dem Beispiel der Industrierabatte (Beispiel 2) vorgelagert war eine Änderung des Rabattsystems zwischen EEG 2012 und EEG 2014, das (auch ohne M&A-Transaktion) zu einer geringfügigen Anpassung der Rabatte und damit der Ein- und Ausgaben führte. Das neue EEG 2014 hat aber gleichzeitig die Möglichkeit geschaffen, im Zusammenhang mit einer Umstrukturierung Werte zu heben.
  - Am Beispiel der Biomethananlage (Beispiel 3) zeigt sich, wie Übergangsvorschriften in der M&A-Transaktion Strukturierungsspielräume schaffen (hier über Earn-Out-Potentiale)
- Die nächsten Anpassungen stehen bevor (EEG 2016 bereits angekündigt; KWKG-Novelle 2015, ...)
  - neue Regelungen werden zu wirtschaftlichen Risiken führen, aber auch gleichzeitig Chancen eröffnen
  - dynamisches Anpassen von Transaktionen / Umstrukturierungen laufend erforderlich

# Ausblick / Fazit aus Finance-Sicht

## Vor allem Märkte und Regulierung erfordern besondere Aufmerksamkeit

- Regulierte Märkte hängen ab von politischen Entscheidung. Das erschwert Prognosen und Entscheidungen
  - Veränderungen der Rahmenbedingungen führen zu Unsicherheit in der Bewertung
    - Eventuell ist ein Aufschlag auf den Diskontierungsfaktor erforderlich
    - Alternativ sind Sicherheitszuschläge im Businessplan möglich
  - Marktpreisentwicklungen werden von der Regulierung beeinflusst, z.B.:
    - Diskussion Kapazitätsmarkt. Dieser würde zu zusätzlichen Erlösen führen, aber auch den Strommarktpreis reduzieren wegen mehr Angebot
    - EEG-Zuschlag und Wert der Befreiung
- Marktpreisprognosen sind wegen mangelnder Lagermöglichkeit gerade beim Strom besonders heikel

# Ausblick / Regulatory-Sicht

## Regulatorische Chancen und Risiken erkennen, um Mehrwerte zu schaffen

- Das Regulierungsrecht bietet – zu relativ präzise formulierten Spielregeln – Investmentmöglichkeiten, die mehr Sicherheit bieten als Investments in nicht regulierten Industrien, z.B.:
  - 20jährige EEG-Vergütung → langfristige Einnahmegarantie
  - Garantierte Eigenkapitalverzinsung bei Investitionen in Energienetze
  - geringes Risiko von rückwirkenden Änderungen (Vertrauens- / Bestandsschutz)
- Kurz-, mittel- und langfristige Entwicklungstrends in der Regulierung müssen bei Transaktionen berücksichtigt werden, um entstehende regulatorische Chancen und Risiken angemessen einschätzen zu können, z.B.:
  - Verschärfung technischer Anforderungen auch für Bestandsanlagen
  - Entwicklung neuer „Betätigungsfelder“ (z.B. Ausschreibungen nach EEG, Teilnahme an Kapazitätsmärkten)