

«Finanzanalytische Beurteilung von Investitionen in die Kernenergie»

Jahrestagung SAEE vom 10. November 2010 an der ETH Zürich

Kaspar Müller

c/o Kaspar Müller Consulting
Römergasse 7, 4058 Basel
mail@kaspar-mueller.ch
www.kaspar-mueller.ch
mueller@ellipson.com
www.ellipson.com

1

- Die finanzwirtschaftliche Debatte fehlt bis heute.
- Es gibt viele Signale und Hinweise, dass bezüglich der **finanziellen Werthaltigkeit** einer Investition in ein KKW Fragezeichen angebracht sind.

© 2010 KM und Ellipson

2

Nur Fragen und Thesen

- Feststellung: Fragwürdige Transparenz und Klarheit der Finanzinformationen der Kernkraftwerksbetreiber;
- Grundsatz der Klarheit ist nicht erfüllt
 - ARR Art. 957a Ziffer 3
 - «Der Grundsatz der Klarheit nach Ziffer 3 besagt, dass die Buchführung einer fachkundigen Leserin oder einem fachkundigen Leser in allen Teilen mühelos verständlich sein muss. Zudem müssen die Aufzeichnungen lesbar und eindeutig sein».
- Transparenz muss gesteigert werden.
- Deshalb: Es sind heute erst Thesen möglich.

© 2010 KM und Ellipson

3

Kapitalkosten

- Frage:
 - Decken die KKW ihre Kapitalkosten?
- These:
 - KKW decken ihre Kapitalkosten nicht und vernichten damit finanzielle Werte.

© 2010 KM und Ellipson

4

- Frage:
 - Wie ist die Höhe des Eigenkapitals der KKW zu beurteilen?
- These:
 - Es bestehen erhebliche Eigenkapitallücken, in Milliardenhöhe. Damit fehlt in beträchtlichem Umfang Haftungskapital und die finanzielle Stabilität ist fragwürdig.
 - Das fehlende EK ist als Reserve bei den Partnern (Aktionären) auch nicht vorhanden.

- Nicht marktgerechte (risikoadjustierte) Kapitalkosten bergen eine sehr grosse strategische Gefahr in sich:
 - Sie erlauben eine interne Finanzierung zu zu tiefen Kapitalkosten (Quersubventionierung).
 - Besonders kritisch ist dies bei einer tiefen Eigenkapitalquote.

- Frage:
 - Wie ist der 2006 neu in die Bilanzen eingeführte Aktivposten «zu amortisierende Kosten für Nachbetrieb, Stilllegung und Entsorgung» zu beurteilen? Dieser beträgt beim KKL im Jahre 2009 ca. 72% des Eigenkapitals.

Aktiven	Anmerkungen	31. 12. 2006	31. 12. 2005 angepasst	31. 12. 2005 gemäss Vorjahres- publikation
		Mio. CHF	Mio. CHF	Mio. CHF
Sachanlagen	13	1 947.7	2 078.0	1 974.8
Zu amortisierende Kosten für Nachbetrieb, Stilllegung und Entsorgung	14	403.3	510.7	0.0
Sachanlagen und zu amortisierende Kosten für Nachbetrieb, Stilllegung und Entsorgung		2 351.0	2 588.7	1 974.8
Teilungen	15	1.7	1.7	1.7
Langfristige Darlehen		5.1	5.7	5.7
Stillelegungs-fonds für Kernanlagen	16	245.0	233.9	233.9
Entsorgungsfonds für Kernkraftwerke	16	626.3	540.4	540.4
Finanzanlagen		878.7	781.7	781.7
Anlagevermögen		3 229.7	3 370.4	2 756.5
Vorräte	17	140.5	150.1	253.4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		1.5	0.7	0.7
Übrige Forderungen	18	4.2	2.0	2.0
Aktive Rechnungsabgrenzungen		6.0	10.9	10.9
Flüssige Mittel	19	42.0	21.5	21.5
Umlaufvermögen		194.2	185.2	288.5
Aktiven		3 423.9	3 555.6	3 045.0



Quelle: Geschäftsbericht 2006

- These:
 - Es handelt sich nur um Eigenkapital, das aufgrund von Accountingkonventionen entstanden ist. Ohne diese Position wäre das EK aufgebraucht und eine Rekapitalisierung wäre notwendig. Das so erzeugte Eigenkapital trägt weder zur Erweiterung der unternehmerischen Handlungsautonomie noch zu einer zusätzlichen Haftung oder Risikoabsicherung bei.

- Systemdienstleistungen
- Negative Strompreise drücken Marge
- Baukosten für Neubauten
- Uranreserven
- «Too big to fail» für Volkswirtschaft

- Equitykonsolidierung
- Der Markt bestimmt die Kapitalkosten.

- Entsorgungsfondsverordnung AS 2007
 - Es werden eine Anlagerendite von 5 % und eine Teuerungsrate von 3 % zugrunde gelegt.
- These:
 - Theoretisch 100% Aktienanteil in den Fonds notwendig.
- Zusatzfrage:
 - Anlagepolitik: Sind Fonds auch in KKW-Anlagen investiert?



Nachhaltigkeit

- Frage:
 - Ist Kernenergie nachhaltig?
- These:
 - Nein, weil der wirtschaftliche und finanzielle Aspekt Teil einer Nachhaltigkeitsanforderung ist.

Konklusion

- These:
 - Die Wertlücke pro KKW beträgt deutlich mehr als 1'000 Mio. Franken.
- These:
 - Tragbare Kapitalkosten nur mit staatlicher Hilfe.
- These:
 - Die EK-Quote eines KKW sollte 50% sein.
- These:
 - Ohne namhafte staatliche Beiträge werden Investoren zurückhaltend reagieren.

- Transparenz schaffen.
- Going Public der KKW.

- Eine Beurteilung aus Sicht der Finanzmärkte am Beispiel der Kernkraftwerke Leibstadt und Gösgen
- Referatzusammenfassung der Energietagung der SES (Schweizerische Energiestiftung) vom 12. September 2008
- Downloadquellen:
 - <http://www.ellipson.com/news.html>
 - <http://www.kaspar-mueller.ch/html/publikationsverzeichnis.html>