

PwC-Experten zur Bestimmung des Unternehmenswerts eines Klinik- oder Spitalbetriebs

Wie viel ist mein Spital wert?

Sei es bei einer Finanzierung von Investitionsvorhaben, bei einer Kooperation, Fusion oder einem Verkauf – immer ist der Wert eines Unternehmens von ausschlaggebender Bedeutung. Das verhält sich im Spitalbereich nicht anders. Nur ist es nicht immer ein einfaches Unterfangen, den Wert eines Spitals zu berechnen. Immobilien- und Finanz-Experten von PwC gingen dieser Frage an einem Kundenanlass nach.



Christian Elsener, Director und Head Deals Health Services (links); Patrick Schwendener, Director Valuation, PwC

Christian Elsener, Director und Head Deals Health Services, erläuterte eingangs vier wichtige Einflussfaktoren, denen Spitäler ausgesetzt sind. Die externen Einflüsse beschleunigen oder verzögern den Wandel im Gesundheitswesen. Spitäler und Kliniken, welche diese Einflüsse meistern, bleiben als leistungsstarke Akteure wettbewerbsfähig und begehrte Partner auf dem Markt.

Das Spitalumfeld ist der demografischen Entwicklung ganz besonders ausgesetzt: Es zeichnet sich eine Verlagerung der nachgefragten Leistungsbereiche und der damit verbundenen Fallzahlen ab. Einen grossen Einfluss auf die weitere Entwicklung wird auch die digitale Transformation im Gesundheitswesen haben: Geänderte oder gar fundamental neue Arbeitsabläufe, Ferndiagnosen und -überwachung und neue Formen der Patientenadministration, beispielsweise durch elektronische Zuweiserportale, lösen zwar einen hohen Investitionsbedarf in Hard- und Software aus. Andererseits

entlasten sie die Spitäler von administrativen Aufgaben und ermöglichen effizientere Prozesse. Zudem steht die Einführung des elektronischen Patientendossiers vor der Tür. «Dritter Einflussfaktor», so Christian Elsener, «ist der <neue> Patient. Durch seine Nachfrage und seinen verbesserten Informationsstand entsteht Wettbewerbsdruck, neue Angebote sind gewünscht. Patienten und ihre Angehörigen informieren sich zunehmend im Internet, wie sie das beim Online-Shopping auch tun. Spitäler tun gut daran, diesen <Vertriebskanal> nicht zu unterschätzen. Nischenprodukte werden wichtig. Die Nachsorge mit Fern-Überwachung wird zu einem wachsenden Anteil ausserhalb der Klinik erfolgen. Wir sprechen dabei von <Off-site-Patienten>. Schliesslich werden sich auch neue Marktteilnehmer etablieren. Anbieter aus der Telecom-Branche, Informatik-Dienstleister und Detailhändler kreieren neue Angebote. Spitalleitungen müssen sich deshalb klar darüber werden, was ihr Geschäftsmodell in der Zukunft sein wird, wie sie ihre Prozesse anpassen und

wo sie sinnvollerweise Kooperationen anstreben sollten. Strukturelle Veränderungen können auch zu neuen Trägerschaften führen.»

Gründe genug, gründlich zu bewerten

Aus dem Strukturwandel heraus ergeben sich somit diverse Gründe für eine umfassende Bewertung des Spitals. Christian Elsener zählt sie auf:

- Unternehmerische Aktivitäten: Neugründung, Nachfolgeregelung (etwa in kleineren Privatkliniken), Kauf/Verkauf, Fusionen und Übernahmen sowie Abspaltungen
- Finanzierungsüberlegungen: Zuführung von Eigen- und Fremdkapital oder Börsengang
- Steuerliche Überlegungen: Optimierung bei Nachfolgeregelungen und generell für die Aktionäre, Transfer von Vermögenswerten wie beispielsweise Auslagerung der Immobilien an eine andere Gesellschaft und Steuer-Ruling
- Externe Rechnungslegung: Kaufpreiallokation und Werthaltigkeitsprüfung
- Gesellschaftsrechtliche Gründe: Ein- und Austritt von Gesellschaftern resp. Aktionären, Sacheinlagen
- Weitere Gründe: Transparenz und Klarheit für ein wertorientiertes Management und eine Leistungsbeurteilung der Geschäftsleitung durch den Verwaltungs- oder Stiftungsrat

Der Blick in die Vergangenheit hilft nicht weiter

«Die Spitalwelt ist im Fluss, deshalb stellen vergangenheitsbasierte Analysen meist keine vernünftige Bewertungsbasis dar», brachte es Bewertungsspezialist Patrick Schwendener, Director Valuation, auf den Punkt. «Bei einem

Spital mit schrumpfendem Geschäftsgang wird ohne Einbezug der zukünftigen Entwicklung ein überhöhter Wert resultieren, bei einer wachsenden Situation ein zu tiefer Wert. Relevanz für die Betrachtung haben der Systemwechsel zu SwissDRG – wie hat sich das auf das Spital ausgewirkt und wie wird es sich weiter auswirken? –, der Zustand der Anlagen (überaltert, Investitionsstau?) und insbesondere die Veränderung der Marktdynamik. Die entscheidende Ausgangsgrösse für eine Bewertung ist dabei der zukünftige Free Cash flow.»

Waren früher Vorgehensweisen gang und gäbe, die auf dem Substanzwert, dem auf historischen Gewinnen berechneten Ertragswert oder einem Mittelwert basierten, sind heute Zukunftsaspekte zentral, z.B. inskünftige Wachstumsmöglichkeiten, notwendige Investitionen und optimierte Finanzstruktur. Es erfolgen auch Wertberechnungen mit Multiplikatoren, die von kotierten Gesellschaften oder von Transaktionen bekannt sind.



Wertüberlegungen in vier Schritten

«Oft erfolgen die DCF-Wertüberlegungen in vier Schritten», erläutert Schwendener. Startpunkt bildet eine detaillierte Analyse der Vergangenheit. Darauf basierend, unter Berücksichtigung der Zukunftserwartungen und u.a. auch durch Vergleiche mit andern Spitalern, erfolgt eine Zukunftsprojektion. Anhand dieser Planung können die freien Cash Flows bestimmt werden. In einem zweiten Schritt werden, primär ausgehend von Marktdaten, die Kapitalkosten berechnet. Danach wird als dritter Schritt für

den Zeitraum nach dem Planungshorizont ein normalisiertes Jahr dargestellt, das die Grundlage für die Bestimmung des Endwertes bildet. Schlussendlich wird im vierten Schritt der Wert des Eigenkapitals hergeleitet. Dieser setzt sich aus dem operativen Unternehmenswert (berechnet aus den obigen Elementen), dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen sowie aus den Finanzschulden als reduzierendes Element zusammen. Danach werden verschiedene Szenarien berechnet, indem die Wertentwicklung bei Veränderung der wichtigsten Werttreiber analysiert wird.

Nach der Bestimmung des DCF-Wertes erfolgt die Plausibilisierung durch die marktorientierten Bewertungsmethoden.

Investitionsplan und Kapitalrendite

Investitionen müssen sich auszahlen, Geldgeber verlangen Sicherheit und Rendite. Das heisst klare Analyse von Entwicklung und Einflüssen. So sind Trendbrüche zu hinterfragen, unter Umständen muss nach einer Plausibilisierung eine Anpassung der Planung vor einer Bewertung erfolgen.

Spitäler brauchen kompetente Verwaltungsräte.

Haben Sie ...

... eine gute Finanzierung für Ihre Spitalinvestition?

... Fachkompetenz oder abgehalfterte Politiker im VR?

... erstklassige Kommunikation, begeisterte Zuweiser?

... Zeit für erfolgsorientierte neue Perspektiven?



Patrick Amstutz,
Director Transaction Services



Miriam Becker,
Architektin und Manager Real Estate Advisory



Dr. Andreas Plattner,
Director Mergers & Acquisitions

Wichtig ist, dass eine Rendite erzielt werden kann, die das nachhaltige Überleben der Unternehmung sicherstellen kann, die es erlaubt, die notwendigen Investitionen zu tätigen und den Finanzdienst erfüllen zu können.

Werttreibende Parameter

Bei all diesen Betrachtungen sind die Auswirkungen zentraler Parameter auf den Unternehmenswert logischerweise bedeutungsvoll. «Identifizierte Werttreiber», zählt Patrick Schwendener auf, «sind Case Mix-Index, Fallzahlen, Anteil Privatpatienten, Fallpauschalen, Kapitalkosten (WACC), nachhaltige Wachstumsstrategie und Zunahme der ambulanten Erträge. Ausgehend vom DCF-Basiswert ergibt sich daraus eine Wertbandbreite, die von den genannten zentralen Werttreibern beeinflusst wird.»

Das Fazit des Routiniers lautet deshalb: «Die DCF-Methode ist gängige Praxis und Best Practice. Sie erfordert aber umfassende Informationsgrundlagen und einen gründlichen Businessplan. Die Auseinandersetzung mit der Zukunft ist notwendig. Dabei gilt es, ein Augenmerk auf die Investitionsplanung und den nachhaltigen Geschäftsgang zu legen. Weiter ist die Plausibilisierung mittels am Markt bezahlter Preise (Multiples) wichtig. Schliesslich ist klar: Der errechnete Wert entspricht oft nicht dem aus einer Transaktion resultierenden Preis.»

Immobilienanalyse nicht vergessen

Miriam Becker, Architektin und Manager Real Estate Advisory, ergänzte die finanziellen Betrachtungen durch den Aspekt der Immobilienanalyse. Bei einem Gebäude seien Hülle, Ausbau, insbesondere die aktuelle oder eine spätere Nutzbarkeit, Haustechnik und Standort entscheidende Kriterien. «Wie kann ich den Wert meiner Immobilie beeinflussen? ist die Kernfrage», stellt Miriam Becker fest. «Zu hinterfragen sind daher, wo Investitionen sinnvoll und effizient eingesetzt werden sollen, wie sich

die Investitionen auf die Lebenszykluskosten auswirken werden und von welchen Nutzungsdauern ausgegangen werden kann. Es geht um Auswahl der Investitionen, um Strategie und Effizienz. Wer die Risiken kennt, weiss auch vorhandene Chancen zu nutzen.»

Vom Wert zum Preis

Viele Faktoren beeinflussen den Wert eines Spitals. Der effektiv erzielte Kaufpreis im Rahmen einer Transaktion weicht jedoch häufig davon ab. Dr. Andreas Plattner, Director Mergers & Acquisitions, nennt eine Reihe Faktoren, welche den Kaufpreis im Rahmen eines Spitalverkaufs beeinflussen:

- Positive Effekte auf den erzielbaren Preis entstehen aufgrund vorteilhafter Wettbewerbssituation, des guten Rufs des Spitals und/oder Top-Ärzten, erstklassiger Immobilien in gutem Zustand, eines Käuferuniversums, kompetitiven Bieterprozesses und gründlicher Vorbereitung mit einem erfahrenen M&A-Berater.
- Negativ auf den Preis auswirken werden sich hingegen grosser Wettbewerbsdruck, umfangreicher Sanierungsbedarf, anstehende Bauzeiten mit ihren Beeinträchtigungen des betrieblichen Ablaufs (evtl. sogar Verlegungen), bilaterale Verhandlungsprozesse mit nur einem Kaufinteressenten, kaum vorhandenes Synergiepotenzial durch eine Kooperation und hoher Zeitdruck.

Häufig spielen zusätzliche Aspekte eine wichtige Rolle bei der Preisbildung. So kann beispielsweise bei der Wahl einer Familien-internen Lösung ein Preisabschlag in der Form eines «Familiendiscouts» gewährt werden. Ebenso kann bei einer externen Nachfolge, einem Management Buy-out (durch internes) oder -Buy-in (durch externes Management), ein Loyalitäts-Discount zur Anwendung kommen. Demgegenüber sind preiserhöhende Kontrollprämien bei einem Finanzinvestor oder Synergieprämien bei einem strategischen Investor denkbar. – Dr. Andreas Plattner betont dazu: «Von ent-

scheidender Bedeutung bleibt die Qualität der Vorbereitung auf den Verkauf. Eine Transaktion mit einem gründlich vorbereiteten und gut strukturierten Verkaufsprozess führt in der Regel zu einem effizienteren Verkauf mit verkürzter Due Diligence- und Verhandlungsphase, qualitativ besseren Offerten, einer höheren Transaktions-sicherheit und schliesslich zu einem höheren Preis. Die Aktivitäten im M&A-Markt sich hoch und die Aussichten für die kommenden Monate ebenfalls gut. Finanzierungen sind weiterhin zu attraktiven Konditionen zu erhalten.»

Ohne Due Diligence geht nichts

Abgeschlossen ist erst, wenn unterschrieben ist. Dreh- und Angelpunkt für die Vertrauensbildung ist dabei oft das «Zauberwort» Due Diligence. Weshalb braucht es diese Prüfung überhaupt? – Patrick Amstutz, Director Transaction Services, zählt die Ziele einer Due Diligence auf: Finden der Fakten, Stärke-Schwäche-Analyse (SWOT), Input für die Bewertung und den Go-/No-go-Entscheid sowie Planung und Integration vor und nach abgeschlossener Transaktion.

Typische Due Diligence-Gebiete sind naturgemäss Unternehmens-Umwelt, Finanzen, Recht, Steuern und Markt. Besonders geröntgt werden bei den Finanzen die normalisierten Ergebnisse (Quality of Earnings), das Working Capital und die Finanzverbindlichkeiten, wobei hier neben den klar ausgewiesenen Schulden auch potenzielle Risiken beachtet werden, die zu Verpflichtungen in der Zukunft führen können. Last, but not least geht es auch um branchenspezifische Analysen.

Spitäler und ihre Infrastruktur bleiben ein spannendes Thema: Experten von PwC referieren am 12. Januar 2015 am Zentralschweizer Spitalapéro in Luzern, am 29./30. April am Kongress immohealthcare.com in Bern und am 17. Juni 2015 am traditionellen PwC Finanzforum für Spitäler in Zürich.

Text: Dr. Hans Balmer