

## **NETZÜBERNAHMEN BEI AUSLAUFENDEN KONZESSIONSVERTRÄGEN – INDIKATOREN FÜR RENTABILITÄT UND KAUFPREISFINDUNG**

*von Steffen Boche, E-Bridge Consulting GmbH, Bonn*

*veröffentlicht in der BWK, Bd. 62 (2010), Nr. 3*

**Viele Kommunen denken über den Rückkauf von Energieversorgungsnetzen nach. Lohnt sich das? Und wenn ja, zu welchen Kosten? Die E-Bridge Consulting GmbH, Bonn, ist spezialisiert auf Analysen in dieser höchst komplexen Materie. Sachzeitwerte allein sind für die Entscheidungs- und Kaufpreisfindung wenig aussagekräftig. Erst eine intensive Szenarienbetrachtung mit Antizipation der relevanten Kosten- und Erlösentwicklungen bringt Transparenz.**

Das Thema „Rekommunalisierung der Netze“ ist in aller Munde. Vor dem Hintergrund zahlreicher auslaufender Konzessionsverträge ergeben sich für Stadtwerke neue Möglichkeiten zu expandieren und somit Zugang zu einer breiteren Kundenbasis zu erlangen. Dabei dürfte neben der Erzielung zusätzlicher Einnahmen auch die Sicherung von Arbeitsplätzen und die Einflussnahme auf die kommunale Infrastruktur eine wesentliche Rolle spielen. Bei wirtschaftlich attraktiven Netzen wird es deshalb zu einem Wettbewerb um die Netzkonzession kommen. Die wirtschaftliche Attraktivität eines Netzes ist dabei nicht offensichtlich, sondern ergibt sich nur bei einer hinreichend genauen Wertermittlung. Ohne Abschätzung besteht die Gefahr eines „Winner’s curse“, das heißt, das erworbene Netz ist möglicherweise wirtschaftlich doch nicht so attraktiv, wie zunächst vermutet.

Für die Bewertung von Netzen gibt es eine Reihe möglicher Wertansätze, die von mehr oder weniger umfangreichen Ermessensspielräumen bei der Bewertung geprägt sind. Grundsätzlich in Frage kommen Varianten des Substanz- und des Ertragswertes.

Dem Sachzeitwert – als eine Variante des Substanzwertes – ist entscheidende Bedeutung beizumessen, weil er in den meisten Konzessionsverträgen als technisch determinierter Gegenwartswert vereinbart ist. Allerdings ist spätestens seit dem „Kaufering-Urteil“ klar, dass der Ertragswert nicht unbeachtet bleiben darf. Der Sachzeitwert erfasst nur den Wert der Netzsubstanz und berücksichtigt nicht das zukünftige Ertragspotenzial, um das es aus wirtschaftlicher Sicht bei dem Netzerwerb gehen sollte. Hier erscheint die Anwendung des Ertragswertverfahrens geboten, bei dem die Netzsubstanz hinsichtlich ihrer Ertragsfähigkeit bewertet wird. Dabei werden auch die Kosten einbezogen, die durch die Anbindung des neuen Netzteils an das bestehende Netz entstehen.

Neben den grundsätzlich gegenläufigen Interessen, die zwischen Käufern und Verkäufern bestehen, ergibt sich aus der Verankerung des Substanzwertes als Übernahmepreis in den meisten „Alt-

Konzessionsverträgen“ Konfliktpotenzial. Dieser Wert ist mit den Rahmenbedingungen der Anreizregulierung und den Maßgaben der Netzzugangsverordnungen nicht mehr kompatibel. Diese Regelungen fordern eine Bewertung auf Basis der Tagesneuwerte mit vorgegebenen und meist kürzeren Nutzungsdauern. Zudem ist beim kalkulatorischen Restwert der Anlagen zu berücksichtigen, dass Tagesneuwerte für den eigenfinanzierten Anteil bis zu einer Grenze von max. 40 % anzusetzen ist; die Bewertung des fremdfinanzierten Anteils erfolgt zu historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten.

Der Ertragswert wird über die Summe der prognostizierten und diskontierten jährlichen Netzüberschüsse zuzüglich einer ewigen Rente ermittelt. Alternativ zur ewigen Rente kann ein prognostizierter Wiederverkaufswert des Netzes am Ende einer vertraglich vereinbarten Laufzeit angesetzt werden. Dieser zukunftsorientierte Ansatz weicht folglich grundlegend von dem Sachzeitwert ab und orientiert sich an den heutigen wirtschaftlichen Gegebenheiten des regulierten und unbundelten Energiemarktes.

Bei der genauen Berechnung des Ertragswertes geht es um die Antizipation des Regelungsrahmens der Anreizregulierung über mehrere unterschiedlich ausgestaltete Regulierungsperioden. Strukturelle Änderungen der erzielbaren Erlöse und wirtschaftlichen Erträge über diese Perioden sind die Folge. Im Rahmen einer Simulationsrechnung bei E-Bridge finden die folgenden Punkte speziell Berücksichtigung:

- In der aktuellen Regulierungsperiode wird die Erlösobergrenze vom abgebenden auf den aufnehmenden Netzbetreiber übertragen. Im Falle eines Teilnetzübergangs erfolgt eine anteilige Übertragung. Die Rahmenbedingungen für diese Aufteilung befinden sich bei der BNetzA derzeit im Konsultationsprozess. Die Festlegung erfolgt letztlich durch die Regulierungsbehörde(n), wobei Käufer und Verkäufer auf der Basis einer nachvollziehbaren Schlüsselung einen Vorschlag machen.
- Vor der zweiten Regulierungsperiode erfolgen zunächst eine weitere Kostenprüfung und eine erneute Effizienzbewertung. Für die Simulation der Kostenprüfung ist in der Regel nicht nur der neu übernommene Netzteil, sondern auch das schon vorhandene Netz zu betrachten. Hier sind Synergien von Bedeutung. So lassen sich im Falle einer Netzübernahme häufig Vorteile bei den Betriebskosten (Opex) heben, bspw. wenn die größere Netzsubstanz ohne weitere Personalkosten bewirtschaftet werden kann. Wichtig sind zudem die Erlöspotentiale der Kapitalkosten (Capex), die nicht nur vom Restwert der übernommenen Netzsubstanz, sondern auch von der Finanzierung und anderen bilanziellen Rahmenbedingungen abhängen. In diese Bewertung fließen die zu erwartenden Kosten für die Netzeinbindung ein.
- Die Erlösobergrenze ab der dritten Regulierungsperiode ergibt sich grundsätzlich aus den effizienten Kosten für das durch die Vergleichsparameter definierte Netz – unter Berücksichtigung der allgemeinen Effizienzsteigerung (sog. Yardstick-Regulierung).

- Zur Bewertung der Wirtschaftlichkeit einer Netzübernahme erfolgt eine Differenzwertberechnung über die simulierten Erlöspfade mit und ohne übernommenes Netz. Die hierbei ermittelte Überschusszeitreihe wird diskontiert und dem Kaufpreis inkl. Übernahmekosten (z. B. Entflechtung oder Einbindung) gegenübergestellt.

Aus dieser Rechnung wird die zu erwartende Eigenkapital- und Gesamtkapitalrendite der Netzübernahme berechnet. Zugleich wird bei der ausführlichen Szenarienbetrachtung eine Obergrenze für den Übernahmepreis aus Sicht des Käufers ermittelt, wobei die individuelle Situation der Beteiligten berücksichtigt wird. Hierzu zählen beispielsweise die individuellen Möglichkeiten zur Hebung von Synergien, Möglichkeiten der steuerlichen Optimierung oder die Analyse des Netzkonzeptes und der historischen Erlöspfade. Hierin steckt nach den Erfahrungen von E-Bridge eine nicht unerhebliche Variabilität der Obergrenze.

Die Feststellung und der Rückzug auf einen „objektiven“ Unternehmenswert (der nur allgemeine, nicht aber individuelle Synergien erfasst) sind deshalb für sich genommen ebenso wenig geeignet, wie ein ausschließlicher Bezug auf den Sachzeitwert. Über die Antizipation der relevanten Entwicklungen und der hilfsweisen Betrachtung des Sachzeitwertes ergeben sich für den Investor starke Indikatoren für die Kaufpreisfindung.