

Den Wert des Netzes ermitteln

Basis jeder Beurteilung sind die künftigen Erlöse

Von Steffen Boche, Dr.-Ing. Wolfgang Nick und Dr. Wolfgang Elsenbast, E-Bridge Consulting, Bonn

Die zum Beginn des Jahres eingeführte Anreizregulierung übt einen erheblichen Einfluss auf die Erlöse aus Verteilungsnetzen aus. Im Rahmen von Netzübernahmen stellt sich regelmäßig die Frage, was dann der „genaue“ Wert des Netzes in dem neuen gesetzlichen Rahmen ist.

Die heute auslaufenden Konzessionsverträge wurden fast ausnahmslos in dem Rechtsrahmen abgeschlossen, der vor der Liberalisierung der Energiewirtschaft 1998 gültig war. Diese sehen in Endschaftsklauseln oft vor, dass die Übergabe des Netzes zum Sachzeitwert zu erfolgen hat. Weiterhin hat das Inkrafttreten der Netzentgeltverordnungen, das darin enthaltene Bewertungsschema für das Sachanlagevermögen und nicht zuletzt das Verbot, bereits von den Kunden „bezahlte“ Netzsubstanz bei einem Eigentümerwechsel wieder „aufleben“ zu lassen, den klassischen Sachzeitwert als Bewertungskriterium zumindest infrage gestellt. Die Anreizregulierungsverordnung (ARegV) bringt darüber hinaus noch die Effizienz des Netzbetriebs ins Spiel.

Substanz- versus Ertragswert

Eine allgemeine Aussage darüber, wie hoch eine „angemessene Entschädigung“ für die Übertragung eines Netzes bei Wechsel des Konzessionsnehmers sein kann, ist unter den gegebenen Rahmenbedingungen extrem schwierig. Käufer und Verkäufer sollten sich überlegen, ob sie sich diesbezüglich auf einen möglicherweise langwierigen Rechtsstreit mit ungewissem Ausgang einlassen wollen oder vielmehr den Versuch unternehmen, unter Einbeziehung fachkundiger neutraler Dritter zu einer gemeinsamen Lösung zu kommen.

Bei der Bewertung eines Netzes stehen sich eine Reihe von Ansätzen gegenüber, wobei jeder für sich genommen begründbar ist. Dabei handelt es sich in der Regel um Varianten des Substanz- und des Ertragswerts. Während mit Hilfe des Substanzwerts zunächst ausschließlich die Netzsubstanz bewertet wird, beziffert der Ertragswert alle künftig mit dem Netz erzielbaren ausschüttbaren Überschüsse. Je nach Bewertungsobjekt ist eine Reihe von Varianten des Substanzwerts vorstellbar. Die für die Beurteilung von Energienetzen interessanten Varianten des Substanzwerts sind der Sachzeit- und der kalkulatorische Restwert. Die Berechnung des Ertragswerts erfolgt in der Regel über den abgezinnten Zahlungsstrom (Discounted Cash Flow).

Für die Berechnung des klassischen Sachzeitwerts, wie er in den Konzessionsverträgen verankert, aber nicht mehr kompatibel mit den Regelungen in den Netzentgeltverordnungen ist, ist ein differenziertes technisches

Mengengerüst erforderlich. Die Verordnungen fordern eine Bewertung auf Basis der Tagesneuwerte mit vorgegebenen und meist kürzeren Nutzungsdauern. Der kalkulatorische Restwert der Anlagen ergibt sich zudem dadurch, dass nur der eigenfinanzierte Anteil bis max. 40% zu Tagesneuwerten beurteilt wird. Die Bewertung des fremdfinanzierten Anteils erfolgt zu historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten.

Der Ertragswert ergibt sich hingegen als die Summe der prognostizierten und barwertierten jährlichen Netzüberschüsse zuzüglich einer ewigen Rente. Alternativ zur ewigen Rente kann auch ein prognostizierter Wiederverkaufswert des Netzes am Ende einer vertraglich vereinbarten Laufzeit angesetzt werden. In den Ertragswert des Netzes können unter dem neuen Gesetzesrahmen die Vertriebsmargen nicht mehr einbezogen werden. Insofern liegt der „reine“ Netzertragswert regelmäßig deutlich unter dem Ertragswert nach dem alten Rechtsrahmen.

Basis jeder Beurteilung einer Netzübernahme sind die Erlöse, die aus dem übernommenen Netz zu erzielen sind. Analysiert man die Anreizregulierung genauer, so erkennt man, dass aus der unterschiedlichen ökonomischen und rechtlichen Ausgestaltung der ersten drei Regulierungsperioden relevante „Strukturbrüche“ in der Entwicklung des Erlöspfades bestehen. Vor diesem Hintergrund kommt der Prognose des Erlöspfades eine besondere Bedeutung zu.

In der aktuellen Regulierungsperiode wird eine (anteilige) Erlösobergrenze vom abgebenen auf den aufnehmenden Netzbetreiber übertragen. Die Festlegung erfolgt durch die Regulierungsbehörde(n), wobei für eine erste Abschätzung die von den übernommenen Kunden erzielbaren Netzerlöse, bereinigt um die veränderten vorgelagerten Netzkosten, dienen können.

Auch vorhandenes Netz betrachten

Vor der zweiten Regulierungsperiode erfolgen zunächst eine Kostenprüfung und eine erneute Effizienzbewertung. Dabei können noch Reste der anfänglichen Ineffizienzen vorhanden sein, da diese über einen Zeitraum von zehn Jahren abzubauen sind. Für die Simulation der Kostenprüfung dürfte in der Regel nicht nur der neu übernommene Netzteil, sondern meist auch das schon vorhandene Netz betrachtet werden. Hier sind dann Synergien von Bedeutung. Wenngleich

die Ertragspotentiale der Betriebskosten aus dem operativen Netzgeschäft aufgrund der erlösneutralen Berücksichtigung in den Netzentgelten gering sind, lassen sich im Fall einer Netzübernahme häufig Vorteile bei den Betriebskosten (OPEX) heben, so wenn etwa die größere Netzsubstanz ohne weitere Personalkosten bewirtschaftet werden kann. Wichtig sind vor allem 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 ggf. auch Kosten für die Netzeinbindung ein. Die Abschätzung des Erlöspfades für die zweite Regulierungsperiode erfordert somit eine Simulation der Kostenprüfung und des zukünftigen Benchmarks.

Überschuss-Zeitreihe ermitteln

Die ARegV geht davon aus, dass zum Ende der zweiten Regulierungsperiode die anfänglichen Ineffizienzen abgebaut sind. Die Erlösobergrenze ab der dritten Regulierungsperiode ergibt sich dann grundsätzlich aus den effizienten Kosten für das durch die Vergleichsparameter definierte Netz unter Berücksichtigung der allgemeinen Effizienzsteigerung.

Zur Bewertung der Wirtschaftlichkeit einer Netzübernahme kann nun aus den Differenzen der Erlöspfade mit und ohne übernommenen Netzteil und den Differenzkosten eine Überschusszeitreihe ermittelt werden, die dem Kaufpreis und weiteren mit der Übernahme verbundenen Kosten (z. B. Entflechtung oder Einbindung) gegenübergestellt werden. Hieraus ergeben sich Eigenkapital- und Gesamtkapitalrendite der Netzübernahme. Umgekehrt kann man entsprechend aus den Überschüssen und Renditevorgaben eine Obergrenze für den Übernahmepreis aus Sicht des Käufers ermitteln, wobei ggf. mehrere Szenarien simuliert werden sollten.

Die Ermittlung des Ertragswerts eines Netzes hat nicht nur für die Bestimmung eines angemessenen Kaufpreises, sondern vor allem auch für die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit einer Netzübernahme erhebliche Bedeutung. Hierbei sind die Rahmenbedingungen der ARegV bei der Abschätzung der Erlöspfade geeignet zu berücksichtigen. Diese und damit die Rendite einer Netzübernahme hängen von der individuellen Situation der Beteiligten ab.