

Aktennotiz

Az. 03087-09

Thomas Straßer/jm

München, 12.01.2010

Ertragswert von Netzen und Auswirkungen auf den Käufer

Unter der Annahme, dass die wirtschaftlich angemessene Vergütung für ein Versorgungsnetz nur der Ertragswert sein kann, kommt eine Übernahme der Strom- und Gasnetze nur zum Ertragswert und nicht zum Substanzwert in Frage. Um die Auswirkungen einer Übernahme zum Ertragswert darzustellen, sind in einem ersten Schritt die Methodik der Wertermittlung darzulegen und in einem zweiten Schritt die Auswirkungen auf den Erwerber zu untersuchen.

A. Grundlagen der Wertermittlung von Netzen

Generell stellt der Unternehmenswert den Gesamtwert eines Unternehmens zu einem bestimmten Bewertungsstichtag dar. Bei der Ermittlung dieses Gesamtwertes findet keine isolierte Bewertung von materiellen und immateriellen Werten statt, d.h. eine explizite Einbeziehung des Vermögens des Unternehmens - beispielsweise Sachzeitwerte oder Restbuchwerte - wird hierbei nicht vorgenommen. Vielmehr werden die sich aus dem Zusammenspiel der betriebsnotwendigen Vermögenswerte des Unternehmens ergebenden finanziellen Überschüsse an die Anteilseigner als Bewertungsmaßstab herangezogen.

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert des Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Zwar stellen Netze keine Unternehmen dar, aber das für Unternehmen geltende Bewertungskalkül entspricht dem Bewertungskalkül für Netze. Für die Wertermittlung eines Netzes ist somit ein idealtypischer Netzbetrieb unter Berücksichtigung der örtlichen Gegebenheiten und der gesetzlichen Rahmenbedingungen als Bewertungsobjekt unterstellt. Der Ertragswert ergibt sich durch eine Diskontierung der bereinigten, den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse, welche sich aus den künftigen handelsrechtlichen Ergebnissen ableiten.

Die Prognose der zukünftigen finanziellen Überschüsse stellt neben der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes eines der Kernprobleme jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Der Ermittlung der zukünftigen finanziellen Überschüsse liegt das Zwei-Phasen-Modell zugrunde. In der Anfangsphase (Detailplanungsphase), werden die Zukunftserträge anhand von Planrechnungen konkret ermittelt. In der Phase II (nachhaltige Phase) werden die zu erwartenden erzielbaren jährlichen Nettoausschüttungen als ewige Rente berücksichtigt. Dabei sind bei der Bewertung nur die finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder für die ein dokumentiertes und hinreichend konkretisiertes Unternehmenskonzept vorliegt. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die zukünftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebende Zahlenreihe an einer Entscheidungsalternative zu messen. Der zur Anwendung kommende Kapitalisierungszinssatz basiert auf einen so genannten risikolosen Zinssatz, welcher die zukünftig erwarteten Renditen öffentlicher Anleihen widerspiegelt. Dieser Zinssatz wird mittels Zu- oder Abschlägen an die individuellen Gegebenheiten des Unternehmens angepasst.

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für die Bewertung erfolgt üblicherweise kapitalmarktorientiert nach dem sogenannten Capital Asset Pricing Model (CAPM). Auch die BNetzA ermittelt derzeit ihren Zinssatz für die Eigenkapitalverzinsung systematisch nach dieser Methode. Im Detail ergeben sich aber Abweichungen im zugrunde gelegten Stichtag und in der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes.

B. Auswirkungen bei Kauf eines Netzes zum Ertragswert

Es stellt sich insbesondere die Frage, ob eine Tilgung der Fremdfinanzierung darstellbar ist:

- Grundsätzlich ist bei einem Netzkauf, unter der Annahme einer kontinuierlichen Investitionstätigkeit, eine Tilgung von Fremdkapital aus den Abschreibungen nicht möglich. Diese Liquiditätszuflüsse werden vollständig für die notwendigen Reinvestitionen benötigt. Eine Tilgung wäre dann theoretisch erst wieder im Zeitpunkt der Veräußerung der Netze möglich.

Je nach Altersstruktur des Netzes und deren Auswirkungen auf die Notwendigkeit zukünftiger Investitionen (Investitionsplanung) können sich im Zeitablauf deutliche

Schwankungen in der Liquiditätssituation des Käufers ergeben, so dass sich daraus Tilgungsmöglichkeiten insbesondere in den ersten Jahren nach Netzübernahme ergeben können. Dies führt dazu, dass künftige notwendige Investitionen zumindest teilweise durch eine erneute Fremdkapitalaufnahme finanziert werden müssen. Dieser Effekt muss bei der Strukturierung der Finanzierung und der damit verbundenen Planung der Tilgungszeitpunkte berücksichtigt werden.

- Der Kauf zum Ertragswert führt dazu, dass insgesamt eine dem Kaufobjekt angemessene, risikoangepasste Rendite erwirtschaftet werden kann. Dabei wird für die Wertermittlung, um Wettbewerb um Netze zu gewährleisten, ein potentieller Erwerber zugrunde gelegt. Ihm ist es dann möglich, seine Fremdkapitalzinsen und eine angemessene Eigenkapitalverzinsung aus dem übernommenen Netz zu erwirtschaften. Für den jeweiligen Erwerber ist es entscheidend, wie er im Verhältnis zu einem „potentiellen Erwerber“ steht. Es ist anzunehmen, dass sich das Netzunternehmen der Stadt Hamburg zu wettbewerbsfähigen Konditionen fremdfinanzieren kann und damit die Erwirtschaftung der Fremdkapitalzinsen durch das Netz gewährleistet wird. Darüber hinaus wird für die durch die Stadt Hamburg als Eigenkapital zur Verfügung gestellten Mittel eine risikoangepasste Eigenkapitalverzinsung erwirtschaftet, die theoretisch immer über den Fremdkapitalzinsen liegt. Das heißt, dass die Differenz zwischen der Höhe der Fremdkapitalzinsen und der Eigenkapitalverzinsung potentiell zur Tilgung zur Verfügung steht.
- Im Gegensatz zu einem potentiellen Erwerber ist bei dem Netzunternehmen der Stadt Hamburg aufgrund der örtlichen Nähe und der Koordinierung der Planung mit anderen städtischen Unternehmen mit Synergiepotentialen zu rechnen. Dieses kann in der Systematik der Regulierung aber nur dazu führen, dass vorübergehend (max. eine Regulierungsperiode) zusätzliche Gewinne erwirtschaftet werden. Diese Mittel können ebenfalls für eine weitere Tilgung eingesetzt werden.
- Darüber hinaus sind weitere Potentiale durch die Erschließung weiterer Geschäftsfelder bei einer Entwicklung eines integrierten Energieversorgers denkbar. Die in diesem Zusammenhang erwirtschafteten Gewinne können weiterhin zur Tilgung herangezogen werden.
- Aufgrund der Neuregelung des steuerlichen Querverbundes, der weiterhin die Möglichkeiten einer Verrechnung bestimmter Tätigkeitsfelder gestattet, können sich aus Gesamtsicht der Stadt Hamburg weitere positive steuerliche Effekte ergeben. Diese können auch zur Tilgung eingesetzt werden.

Aus diesen Punkten ergibt sich die Notwendigkeit, die Finanzierungsstruktur an die tatsächlichen Gegebenheiten, die sich aus der Planung ergeben, anzupassen. Hierbei stehen diverse Möglichkeiten zur Verfügung, die im einzelnen zu prüfen sind.

München, 12.01.2010

Rudolf Böck
Wirtschaftsprüfer
Steuerberater

i. V. Thomas Straßer
Wirtschaftsprüfer
Steuerberater