

EnBW: Perspektiven eines Energiekonzerns



EnBW AG: Perspektiven eines Energiekonzerns

Kurzstudie von

**Prof. Dr. Uwe Leprich,
E&E Consult GbR, Saarbrücken**

**Saarbrücken,
im März 2011**

Inhaltsverzeichnis

1	Vorbemerkung	1
2	Zusammenfassung	2
3	Der EnBW-Konzern: Ausgangssituation	4
3.1	Zur Historie der EnBW AG	4
3.2	Rechtsform und Implikationen.....	5
3.3	Anteilseignerstruktur	5
3.4	Einfluss und Interessen der Anteilseigner	6
3.4.1	Rechtlicher Hintergrund.....	6
3.4.2	Interessen der Anteilseigner : Das Land Baden-Württemberg	7
3.4.3	Interessen der Anteilseigner : Die OEW	7
3.4.4	Interessen der Anteilseigner : Andere.....	8
3.5	Wirtschaftliche Grundlagen	9
3.5.1	Überblick über die Geschäftstätigkeit des EnBW-Konzerns.....	9
3.5.2	Kennzahlen des Unternehmens	11
3.5.3	Kennzahlen der Geschäftsbereiche.....	12
3.5.4	Sparteneinflüsse	13
3.5.5	Der Anteil der Kernenergie am Geschäftsergebnis.....	15
3.5.6	Das Engagement im Bereich erneuerbarer Energien	18
3.5.7	Die Bewertung des Unternehmens.....	18
4	Strategie des Konzerns	22
4.1	... aus Sicht des Unternehmens.....	22
4.2	... aus Sicht der Landesregierung.....	23
4.3	... aus Sicht der politischen Parteien.....	24
5	Perspektiven des Konzerns: wo sollte es hingehen?	26
5.1	Nationale Leitplanken für die künftige Geschäftspolitik.....	26
5.2	Die Interessen der Stakeholder in Baden-Württemberg	27
5.3	Grundsatzentscheidungen zur Zukunft der EnBW AG.....	28
5.3.1	Zur Zukunft der Kernenergiesparte.....	28
5.3.2	Zum Neubau von Kohlekraftwerken	29
5.3.3	Zur Rolle der erneuerbaren Energien	30
5.3.4	Das Übertragungsnetz	32
5.3.5	Das Gasgeschäft.....	33
5.3.6	Das Beteiligungsportfolio.....	34

5.3.7	Zur künftigen Eigentümerstruktur	35
5.3.8	Zur künftigen Rechtsform	36
5.4	Zukünftige Geschäftsmodelle	37
5.4.1	Modell „Statkraft“: Europäischer Erzeuger	37
5.4.2	Modell „LichtBlick“: Nationaler Vertrieb	38
5.4.3	Modell „Regional AG“: Regionaler Infrastrukturdienstleister	39
5.4.4	Modell „E.ON“: Globaler Energiekonzern	40
5.4.5	Modell „Verbund“: Nationaler Champion	40
5.4.6	Modell „EWE“: Regionalversorger	41
5.4.7	Zusammenfassende Bewertung	42
6	Ausblick	49

1 Vorbemerkung

Als Anfang Dezember 2010 der baden-württembergische Ministerpräsident *Mappus* überraschend verkündete, dass das Land für EUR 4,67 Milliarden das 45-Prozent-Aktienpaket an der EnBW AG von der Electricité de France (EdF) zurückkauft, wurde damit eine Entscheidung rückgängig gemacht, die vor rund 10 Jahren den Aufbruch der EnBW AG zu neuen europäischen Ufern signalisieren sollte.

Durch den Rückkauf ist der drittgrößte deutsche Energiekonzern nun nahezu vollständig in öffentlicher Hand, und es stellt sich die Frage, ob dieser Eigentümerwechsel dazu genutzt werden kann, das Unternehmen grundsätzlich neu zu positionieren und seine Geschäftspolitik im Sinne des Gemeinwohls und der Energiewende zukunftsfähiger zu machen.

Diese Herausforderung ist von erheblichem gesellschaftlichem Interesse, da den vier großen Energiekonzernen in Deutschland (E.ON, RWE, EnBW und Vattenfall) bislang vorzuwerfen ist, den Klimawandel, die Umweltzerstörung und die nuklearen Risiken mit ihren Geschäftsmodellen zu verschärfen. Gleichzeitig wird die zukünftige Konzernstrategie spürbare finanzielle Auswirkungen auf den Landeshaushalt haben und nicht zuletzt über die Zukunft von über 20.000 Beschäftigten entscheiden.

Um das Spektrum einer Neuorientierung der EnBW AG zu strukturieren und zu bewerten, beauftragte Greenpeace Deutschland im Dezember 2010 die *E&E Consult GbR*, Saarbrücken, mit einer Kurzstudie. Angesichts des begrenzten Bearbeitungszeitraums geht es in dieser Studie zunächst um eine Bestandsaufnahme und um eine erste grundlegende Konzeption. Ziel ist es, die Diskussion über die Zukunft der EnBW zu intensivieren und Gestaltungsspielräume auszuloten, um beim ersten der vier großen Energiekonzerne in Deutschland einen Kurswechsel in der Geschäftspolitik einzuleiten, der auf einen ökologischen und wirtschaftlich zukunftsfähigen Umbau zielt. Dies soll unter Berücksichtigung der Interessen wesentlicher Stakeholder in Baden-Württemberg wie z.B. den Kunden, den Beschäftigten und der Bevölkerung im Land geschehen.

Saarbrücken, im März 2011

2 Zusammenfassung

Die Studie verdeutlicht, dass der drittgrößte deutsche Energieversorger vor erheblichen Problemen steht. Die Stromerzeugung und insbesondere die Nutzung der Kernenergie ist für die EnBW AG bislang von überragender Bedeutung: mehr als 80% steuert das Geschäftsfeld Strom zum Umsatz bei, im Jahr 2010 rund 84% zum Gewinn (EBIT). Deutlich mehr als die Hälfte des Gewinns entfällt allein auf den Betrieb der vier konzernerneigenen Atomkraftwerke. Kein anderer Energiekonzern ist derart abhängig von der Kernenergiesparte, die aufgrund der politischen und ökonomischen Rahmenbedingungen kein zukunftsfähiges Geschäftsfeld mehr sein wird. Das gilt auch für den Bereich der Kohlekraftwerke, dem zweitwichtigsten Standbein des Konzerns.

Die erneuerbaren Energien hingegen wurden durch eine einseitige Fixierung auf Kernenergie und Kohle stark vernachlässigt: betrachtet man den Anteil der „neuen“ erneuerbaren Energien am Stromaufkommen der EnBW AG – also Wind, Sonne, Biomasse und Geothermie bei Ausklammerung der „alten“ Wasserkraft – kommt man für das Jahr 2009 auf ernüchternde 0,4%. Damit war und ist dieser Anteil sogar deutlich niedriger als bei den anderen drei Energiekonzernen in Deutschland.

Das Investment des Landes Baden-Württemberg in die EnBW AG ist als riskant zu bewerten: derzeit reicht die Dividende zur Finanzierung der Landesbeteiligung zwar noch aus, nicht aber zur signifikanten Tilgung der Darlehen. Die Konstanz dieser Dividende ist jedoch aufgrund der geplanten Investitionen und zurückgehender operativer Ergebnisse deutlich in Frage zu stellen. Ob eine langfristige Finanzierung des Investments „ergebnisneutral“ möglich ist, muss stark bezweifelt werden.

Eine strategische Neuaufstellung der EnBW ist nicht zuletzt angesichts enormer finanzieller Risiken, die dem Land drohen, auch völlig unabhängig von der künftigen Eigentümerstruktur unumgänglich. Dazu gehören unseres Erachtens insbesondere die folgenden Grundsatzentscheidungen:

- das mittelfristige Auslaufen der Kernenergiesparte
- der Verzicht auf den Neubau von Kohlekraftwerken
- die Entwicklung der erneuerbaren Energien zu einem Standbein der Geschäftspolitik
- der Verkauf des Übertragungsnetzes
- der Erhalt und ggf. auch die Erweiterung der Gassparte
- eine deutliche Reduzierung des Beteiligungsportfolios.

Im Kern muss es bei einer Neuausrichtung des Unternehmens um die Wandlung vom kernenergiedominierten nationalen Energiekonzern hin zum regional orientierten Infrastrukturdienstleister für Baden-Württemberg gehen, der zudem den Ausbau der erneuerbaren Energien auf nationaler und europäischer Ebene als neuen Schwerpunkt vorantreibt und sich mit dem nationalen Vertrieb sauberer Energie einem zunehmenden Qualitätswettbewerb im Endkundenbereich stellt. Auf Grund des vorhandenen Know Hows und zur Sicherung von Arbeitsplätzen sollte darüber hinaus das Modell des Regionalversorgers weiterentwickelt und mit regionalen Partnern auf ausgewählte Regionen in Deutschland ausgeweitet werden.

Die Basis als regionaler Infrastrukturdienstleister bietet zusammen mit den anderen drei Säulen der künftigen Geschäftspolitik zwar nur ein begrenztes Optionenportfolio, jedoch ein erhebliches Potenzial für eine ökologische Neuorientierung der EnBW AG. Dadurch ist ein grundlegender Paradigmenwechsel der Geschäftsstrategie beschrieben: weg von einem marktmächtigen Konzern mit Höchstrenditen für Risikotechnologien hin zu einem regionalen,

an Nachhaltigkeit orientierten und auf Zukunftstechnologien setzenden Unternehmen, das immer auch an der Stärkung regionaler Wertschöpfung interessiert ist.

Dieser Wechsel ist gleichzeitig eine wichtige Grundlage für ein besseres und glaubwürdiges Image des Unternehmens in Baden-Württemberg und darüber hinaus, das sich insbesondere im Endkunden- und Beteiligungsbereich bezahlt machen kann. In der Summe lässt sich damit ein Großteil der Arbeitsplätze des Konzerns in diesem Geschäftsmodell auch langfristig erhalten.

3 Der EnBW-Konzern: Ausgangssituation

3.1 Zur Historie der EnBW AG¹

Die Entstehung der EnBW Energie Baden-Württemberg AG (im Folgenden kurz: „EnBW AG“) in ihrer heutigen Form geht auf das Jahr 1997 zurück. Sie entstand durch die Fusion der beiden baden-württembergischen Energieversorgungsunternehmen Badenwerk AG und Energie-Versorgung Schwaben AG (EVS).

Die Badische Landes-Elektrizitäts-Versorgungs AG, später Badenwerk AG, war ein von 1921 bis 1996 bestehendes Energieversorgungsunternehmen mit Sitz in Karlsruhe. Das Herzstück und Grundkapital des neu gegründeten Unternehmens bildete ein als „Murgwerk“ bekanntes Wasserkraftwerk. Das Land Baden brachte alle ihm gehörenden Anlagen zur Stromversorgung in diese Gesellschaft ein. 1938 erfolgte die Namensänderung in Badenwerk AG. Der badische Landtag verpflichtete sich, das gesamte Grundkapital der Badenwerk AG stets im staatlichen Besitz zu halten. Diese Verpflichtung wurde 1970 vom baden-württembergischen Landtag aufgehoben. Das Land war jedoch weiterhin Hauptaktionär des Badenwerks.

Die Energie-Versorgung Schwaben AG (EVS) entstand 1939 durch den Zusammenschluss des Zweckverbandes Oberschwäbische Elektrizitätswerke (OEW) und der Elektrizitäts-Versorgung Württemberg AG (EVW), die ihrerseits aus dem Zusammenschluss der Württembergischen Landeselektrizitäts AG (WLAG) (gegründet 1918) und der Württembergischen Sammelschienen AG (WÜSAG) (gegründet 1923) hervorging. Die OEW brachten ihre sämtlichen Anlagen, das Personal sowie Bezugs- und Lieferverträge in die neue Gesellschaft ein und erhielt dafür den entsprechenden Gegenwert in Aktien des neuen Unternehmens EVS, was den Grundstock für die heutige 45,01 prozentige Beteiligung an der EnBW AG darstellt.

Im Jahr 2000 verkaufte das Land Baden-Württemberg seine Anteile von 25,1% für rd. EUR 2,4 Milliarden an den staatlichen französischen Stromkonzern *Électricité de France* (EdF).

Im Oktober 2003 erfolgte der Zusammenschluss der EnBW AG mit der Neckarwerke Stuttgart AG. Seither hat sich die EnBW AG nach Kunden und Umsatz zum drittgrößten Energieversorger in Deutschland entwickelt. Die EdF hat ihren Anteil in den Folgejahren, u.a. durch Zukauf von Aktien der Landeshauptstadt Stuttgart, auf 45,01 % aufgestockt.

Mit der Gründung der 100%igen Vertriebstochter *Yello* im Jahr 1998 war die EnBW AG eines der ersten integrierten Energieversorgungsunternehmen, das sich auf die Liberalisierung der Energiemärkte einließ und damit den Willen zum offensiven Umgang mit den veränderten Rahmenbedingungen bewies.

Allerdings war und ist das Unternehmen im Erzeugungsbereich wie kein zweites Unternehmen in Deutschland von der Kernenergie abhängig und steht seit Jahren im Fokus der Kernenergiegegner. Bis heute ist es ihm nicht gelungen, sich aus dieser babylonischen Gefangenschaft zu befreien und sich stärker zu diversifizieren. Es verwundert daher nicht, dass es alle Hebel in Bewegung setzte, um politisch die Laufzeitverlängerung für Atomkraftwerke durchzusetzen und damit den mühsam gefundenen Konsens aus dem Jahr 2000 aufzukündigen. Der Ruf des „Atomkonzerns“, der ihm dadurch stärker denn je anhaftet, könnte sich in Zukunft allerdings noch als Hypothek erweisen.

¹ Wir verwenden im Folgenden die Abkürzung EnBW AG unabhängig davon, ob von der AG selbst oder dem Konzern in Gänze die Rede ist.

3.2 *Rechtsform und Implikationen*

Die EnBW AG ist eine deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Karlsruhe. Die Gesellschaft ist eingetragen im Handelregister des Amtsgerichts Mannheim unter HRB 107956.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 640.015.872 und ist eingeteilt in 250.006.200 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 2,56 je Aktie. Es gibt keine verschiedenen Aktiengattungen. Jede Aktie ist voll stimm- und dividendenberechtigt.

Somit können im Rahmen von Abstimmungen in Hauptversammlungen der EnBW AG alle Aktionäre ihre Stimmrechte im Umfang ihrer Beteiligung unbeschränkt ausüben.

Entscheidungen der Hauptversammlung, des Aufsichtsrates oder des Vorstandes, die sich auf die wirtschaftliche Entwicklung, insbesondere die Gewinn- bzw. Dividendensituation der EnBW AG auswirken, betreffen ebenfalls sämtliche Aktionäre im Umfang ihrer jeweiligen Beteiligung. Ein direktes Weisungsrecht der Aktionäre an den Vorstand besteht, anders als bei einer GmbH, nicht.

Um in diesem Zusammenhang Minderheitsaktionäre vor für sie nachteiligen Beschlüssen zu schützen, die sie auf Grund ihrer Beteiligungsquote nicht verhindern können, bestehen zwischen den einzelnen Aktionären einerseits sowie zwischen den Aktionären und der Gesellschaft andererseits gewisse Treuepflichten,² die durch die Rechtsprechung im Anschluss an das sog. Linotype-Urteil des BGH³ begründet und konkretisiert wurden. Ohne hierzu Einzelheiten beleuchten zu wollen, müssen sich - vereinfacht ausgedrückt - Beschlüsse letztlich am Maßstab der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit orientieren. Das bedeutet z.B., dass Beschlüsse, die zu eindeutigen wirtschaftlichen Nachteilen bei Minderheitsgesellschaftern führen oder führen können, nicht oder nur eingeschränkt möglich sind.

3.3 *Anteilseignerstruktur*

Hauptaktionäre der EnBW AG waren bis Ende 2010 mit 45,01% die *Électricité de France* (EdF) sowie mit ebenfalls 45,01% die Oberschwäbischen Elektrizitätswerke (OEW). Ein Konsortialvertrag zwischen den beiden Haupteigentümern übertrug die unternehmerische Führung an die EdF. Er galt bis 2012. Des Weiteren wurde vereinbart, dass kein Partner mehr Anteile als der andere besitzen dürfe, und dass wichtige Entscheidungen nur im Einvernehmen zu treffen seien.

Am 6. Dezember 2010 gab die Landesregierung Baden-Württemberg bekannt, dass sie die Anteile der EdF für EUR 4,67 Mrd. (41,50 EUR pro Aktie) zurückkaufen wird, um sie anschließend an der Börse zu platzieren. Der Preis schloss den Dividendenanspruch für 2010 ein. Das Land sichert den Kauf mit einer Bürgschaft für den Gesamtkredit in Höhe von EUR 5,9 Mrd. ab, der neben der Finanzierung der mit dem Kauf verbundenen Nebenkosten auch die Mittel für eine eventuelle Übernahme der Aktien von den übrigen Kleinaktionären enthält. Die Übernahme erfolgte über die NECKARPRI GmbH, die zu 100 Prozent dem Land Baden-Württemberg gehört.

Die neue Anteilsstruktur stellt sich damit wie folgt dar:

² Vgl. hierzu im Einzelnen etwa Hüffer, AktG, § 53a, Rn. 13 ff.

³ NJW 1988, 1579 ff. mit Anm. Timm.

Aktionäre	Beteiligung am Grundkapital (gerundet)
OEW Energie-Beteiligungsgesellschaft GmbH (OEW GmbH)	45,01%
NECKARPRI GmbH (100%ige Tochtergesellschaft des Landes Baden-württemberg)	45,01%
EnBW Energie Baden-Württemberg AG (eigene Aktien)	2,30%
Badische Energieaktionärs-Vereinigung (BEV)	2,54%
Gemeindeelektrizitätsverband Schwarzwald-Donau (G.S.D.)	1,28%
Landeselektrizitätsverband Württemberg (LEVW)	0,54%
Neckar-Elektrizitätsverband	0,69%
Weitere kommunale Aktionäre	0,78%
Sonstiger Streubesitz	1,85%
Summe	100,00%

3.4 Einfluss und Interessen der Anteilseigner

3.4.1 Rechtlicher Hintergrund

Nach der Satzung der EnBW AG in der Fassung vom 29.04.2010 i.V.m. § 134 AktG gewährt jede Aktie gleiches Stimmrecht. Beschlüsse werden mit der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefasst, soweit nicht Gesetz oder Satzung eine größere Mehrheit oder weitere Erfordernisse bestimmen (§ 18 Abs. 1 der Satzung).

Eine qualifizierte Mehrheit von mindestens drei Viertel des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals wird im Rahmen von Hauptversammlungen insbesondere benötigt bei:

- Satzungsänderungen gem. § 179 AktG
- Kapitalherabsetzungen gem. § 222 AktG
- Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern gem. § 103 AktG
- Fusionsbeschlüssen gem. § 319 AktG
- Auflösung der Gesellschaft gem. § 262 AktG.

Da keiner der vorstehend genannten Aktionäre über die absolute Mehrheit der Stimmrechte (50 % plus 1 Stimme) verfügt, kann schon die erforderliche einfache Mehrheit durch einen einzelnen Aktionär im Regelfall nicht erreicht werden. Abweichungen können sich ergeben, wenn wesentliche Teile der Stimmrechte durch andere Aktionäre nicht ausgeübt werden. Enthaltungen werden bei der Bemessung der abgegebenen Stimmen nicht mitgerechnet; die Stimmen gelten insoweit als nicht abgegeben.

Hieraus folgt, dass unter regelmäßigen Umständen kein Aktionär allein eine Beschlussfassung der Hauptversammlung herbeiführen kann. Er ist vielmehr darauf angewiesen, weitere Aktionäre für die von ihm gewünschte Beschlussfassung zu gewinnen.

Wie sich aus der Angebotsunterlage zu dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der NECKARPRI GmbH an die Aktionäre der EnBW AG ergibt, besteht zwischen den beiden Großaktionären jedoch eine *Aktionärsvereinbarung*, die Regelungen betreffend das Verhältnis der beiden Hauptaktionäre untereinander sowie deren Verhältnis zur EnBW AG und der Koordinierung ihres Einflusses gegenüber der EnBW AG beinhalten. Dazu gehören insbesondere Regelungen über die abgestimmte und teilweise einheitliche Ausübung von Stimmrechten (Stimmbindung), die Einrichtung eines Aktionärsausschusses für diese Zwecke und die wechselseitige Abstimmung hinsichtlich wesentlicher Geschäftsvorfälle und Entschei-

dungen. Der genaue Inhalt dieser Aktionärsvereinbarung ist nicht bekannt, sie dürfte jedoch zu einer Bündelung und damit Steigerung der Einflussmöglichkeiten der beiden Großaktionäre führen, soweit sich diese im Vorfeld bestimmter Maßnahmen und Entscheidungen über ihr Stimmverhalten abstimmen und gemeinsame Interessen verfolgen.

Allerdings darf der Einfluss der Aktionäre auf die operative Tätigkeit einer börsennotierten AG nicht überschätzt werden. Die wesentlichen Beschlussgegenstände und Zuständigkeiten der Hauptversammlung ergeben sich aus dem Katalog des § 119 Abs. 1 AktG.

Anders als im Bereich der Personengesellschaften oder auch der personalistisch strukturierten GmbH besteht auf Ebene der Aktiengesellschaft keine Möglichkeit der Hauptversammlung, den Vorstand zu Fragen der Geschäftsführung auf ein bestimmtes Verhalten festzulegen, wenn dieser das nicht ausdrücklich verlangt (§ 119 Abs. 1 AktG). Die Geschäftsführung obliegt vielmehr allein dem Vorstand in eigener Verantwortung, die durch die Kontrolle des Aufsichtsrats und bestimmte Treuepflichten der Vorstandsmitglieder gegenüber der Gesellschaft konkretisiert wird.

Mittelbare Einflussmöglichkeiten der Aktionäre sind insoweit insbesondere durch die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder gegeben, da der Aufsichtsrat zur Kontrolle des Vorstands berufen ist und diesen ggf. auch abberufen kann. Im Falle der Einigung der beiden Großaktionäre auf bestimmte Mitglieder des Aufsichtsrates könnte eine entsprechende Wahl mit den gebündelten Stimmen erfolgreich gestaltet werden.

3.4.2 Interessen der Anteilseigner : Das Land Baden-Württemberg

Das Land Baden-Württemberg in Gestalt der Landesregierung wollte durch den Rückkauf der Aktienanteile von der EdF sicherstellen, dass die EnBW AG mehrheitlich und dauerhaft ein baden-württembergisches Unternehmen bleibt. Die Energieversorgung in Baden-Württemberg sollte nicht zum Spekulationsgegenstand werden; laut Regierungschef *Mappus* habe man „zugegriffen, bevor z.B. in -oder ausländische Finanzmarktakteure nach den Schalthebeln unserer Energieversorgung hätten greifen können“ (Regierungserklärung 2010). Für das Land Baden-Württemberg wäre es seiner Meinung nach nicht akzeptabel gewesen, wenn die Mehrheit in diesem strategisch wichtigen Versorgungsunternehmen an einen ausländischen Investor hätte fallen können.

Der Maßstab für das Regierungshandeln sei dabei allein der wirtschaftliche Erfolg des Landes, die Sicherheit der Infrastruktur und vor allem die Verlässlichkeit der Energieversorgung für die Bürgerinnen und Bürger sowie für die Unternehmen, so *Mappus*.

3.4.3 Interessen der Anteilseigner : Die OEW

Gegründet wurde der Bezirksverband Oberschwäbische Elektrizitätswerke 1909 in Ravensburg von Amtsversammlungen der drei Amtskörperschaften Ravensburg, Tettnang und Wangen.

Sukzessive sind diesem Bündnis im Laufe der Jahre weitere Amtskörperschaften und Gemeinden beigetreten. Nach der Fusion 1997 der Energie-Versorgung Schwaben und der Badenwerk AG zur EnBW AG wurde die OEW neben der EdF mit jeweils 45,01% Anteil Hauptaktionär.

Die OEW ist außerdem mit einem Anteil von 21,0% an der Erdgas Südwest (ESW) beteiligt und hält weitere Beteiligungen an der MVV Energie AG und AGIV Real Estate AG.

Die Anteilsstruktur an der OEW stellt sich wie folgt dar:

Anteilseigner der OEW	Beteiligung am Grundkapital (gerundet)
Landkreis Ravensburg	21,82%
Alb-Donau-Kreis	20,99%
Bodenseekreis	15,81%
Landkreis Biberach	11,13%
Zollernalbkreis	8,71%
Landkreis Rottweil	6,48%
Landkreis Sigmaringen	6,23%
Landkreis Freudenstadt	5,01%
Landkreis Reutlingen	3,83%
Summe	100,00%

Die Interessen der OEW sind nie öffentlich artikuliert worden, durch den öffentlichen/kommunalen Charakter der Beteiligungsgesellschaft lässt sich unseres Erachtens jedoch folgendes ableiten:

- Die Beteiligung ist für die Landkreise und Kommunen in erster Linie eine Finanzanlage, welche ihnen Cash Flows für ihre Haushalte einbringt. Demnach werden sie an einer Unternehmensstrategie interessiert sein, welche ihnen künftig hohe und nachhaltige Cash Flows garantiert.
- Soweit die EnBW AG bei ihnen Netzbetreiber und Energielieferant ist, haben die Landkreise und Kommunen ein Interesse an einer guten Infrastruktur, an günstigen Energiepreisen sowie an einer Präsenz des Unternehmens vor Ort, nicht zuletzt aus Arbeitsplatz- und steuerlichen Gründen.

Darüber hinaus reichende Interessen im Hinblick auf die künftige strategische Ausrichtung des Unternehmens sind öffentlich nicht erkennbar.

Spannend könnte die Frage werden, ob für den Fall notwendiger Kapitalerhöhungen zur Finanzierung von Investitionen eine Zustimmung des OEW erfolgen würde, denn entweder würde man sich mit eigenem Kapital beteiligen oder einer Verwässerung der eigenen Anteile zustimmen müssen.

3.4.4 Interessen der Anteilseigner : Andere

Die verbleibenden 9,98% der EnBW AG teilen sich wie folgt auf:

Andere	Beteiligung am Grundkapital (gerundet)
EnBW Energie Baden-Württemberg AG (eigene Aktien)	2,30%
Badische Energieaktionärs-Vereinigung (BEV)	2,54%
Gemeindeelektrizitätsverband Schwarzwald-Donau (G.S.D.)	1,28%
Landeselektrizitätsverband Württemberg (LEVW)	0,54%
Neckar-Elektrizitätsverband	0,69%
Weitere kommunale Aktionäre	0,78%
Sonstiger Streubesitz	1,85%
Summe	9,98%

Abzüglich der 2,3% eigene Anteile der EnBW AG sowie von 1,85% im Streubesitz verbleiben somit 5,83% Anteile, welche ebenfalls in kommunaler Hand liegen. Es ist davon auszugehen dass diese Anteilseigner ähnliche Interessen wie auch die OEW verfolgen und hier nicht differenziert werden muss.

Die Aktien im Streubesitz sind wahrscheinlich reine Finanzanlagen mit Interesse an Dividenden und Kurssteigerungen.

3.5 Wirtschaftliche Grundlagen

3.5.1 Überblick über die Geschäftstätigkeit des EnBW-Konzerns

Laut Geschäftsbericht 2009 lassen sich die Geschäftsfelder wie folgt strukturieren:

STROM Erzeugung und Handel	GAS	ENERGIE- UND UMWELTDIENSTLEISTUNGEN
	FERNGASSTUFE	
Erzeugung EnBW Kraftwerke AG EnBW Kernkraft GmbH EnBW Erneuerbare Energien GmbH	Importverträge und -infrastruktur EnBW Gas Midstream GmbH	Gesellschaften mit Dienstleistungsfunktion EnBW Energy Solutions GmbH EnBW Systeme Infrastruktur Support GmbH EnBW Kraftwerke AG Stadtwerke Düsseldorf AG EnBW Regional AG RBS wave GmbH
Handel / Beschaffung EnBW Trading GmbH	Speicher EnBW Gas Midstream GmbH GasVersorgung Süddeutschland GmbH EnBW Gas GmbH	
	Handel/Portfoliosteuerung EnBW Gas Midstream GmbH EnBW Trading GmbH	
STROM Netz und Vertrieb	VERTEILSTUFE	
Transport und Verteilung² EnBW Transportnetze AG EnBW Regional AG	Transport und Verteilung² GVS Netz GmbH EnBW Gasnetz GmbH	
Vertrieb EnBW Vertriebs- und Servicegesellschaft mbH Yello Strom GmbH Watt Deutschland GmbH	Vertrieb GasVersorgung Süddeutschland GmbH EnBW Gas GmbH EnBW Vertriebs- und Service gesellschaft mbH Yello Strom GmbH ³	

¹ Die Grafik zeigt die wesentlichen Gesellschaften des EnBW-Konzerns.

² Die netzbetreibenden Gesellschaften sind gemäß den Unbundling-Vorgaben des Energiewirtschaftsgesetzes aufgestellt.

³ Projekt Gasvertrieb an Haushaltskunden.

Die EnBW AG übt als Holding (s. dazu auch Anlage 1) die Leitungsfunktion im EnBW-Konzern aus. Der EnBW Konzern ist als integriertes Energieunternehmen entlang der gesamten Wertschöpfungskette im Bereich Strom und den Geschäftsfeldern Gas sowie Energie- und Umweltdienstleistungen aktiv.

Der Bereich Strom gliedert sich in die zwei Geschäftsfelder

- (i) Erzeugung und Handel

(ii) Netz und Vertrieb.

Die Aktivitäten des Geschäftsfelds Gas erstrecken sich derzeit auf die Bereiche Mid- und Downstream. Das Midstream-Geschäft, auch Ferngasstufe genannt, umfasst Importverträge, die Importinfrastruktur, die Gasspeicherung sowie den Handel beziehungsweise die Portfoliosteuerung. Beim Downstream, der Verteilstufe, erfolgen Transport, Verteilung und Vertrieb von Gas.

Im beschäftigungsintensiven Geschäftsfeld Energie- und Umweltdienstleistungen bietet die EnBW AG ein weites Spektrum an Dienstleistungen an, u.a.

- netznahe Dienstleistungen wie z.B. Netzwartung , Verringerung von Netzverlusten etc.
- thermische und nicht-thermische Abfallentsorgung mit dem zugehörigen Stoffstrommanagement
- Wasserversorgung sowie Wasser – und Abwasserbetriebsführungen
- energienahe Dienstleistungen wie v.a. Contracting. Das Contracting stellt den größten Anteil der energienahen Dienstleistungen dar. Die Dienstleistungen decken die gesamte Wertschöpfungskette von der ersten Bedarfsanalyse über Planung, Finanzierung und Realisierung bis hin zur Betriebsführung, Wartung und Instandhaltung der Anlagen beim Kunden ab. Zusätzlich zu Energieanlagen und Heiz(kraft)werken umfasst dies auch die Medieninfrastruktur.

Insgesamt generiert die EnBW AG rund 92% ihres Umsatzes in Deutschland, wo auch der größte Teil der Arbeitsplätze angesiedelt ist.

Der Beschäftigungsentwicklung des EnBW-Konzerns stellt sich lt. Geschäftsbericht 2009 wie folgt dar:

EnBW-Konzern		2009	2008	2007	2006	2005
Anzahl der Mitarbeiter des EnBW-Konzerns im Jahresdurchschnitt ¹⁰	Anzahl	20.914	20.357	20.499	20.259	17.926
Personalaufwand	Mio. €	1.618	1.480	1.476	1.368	1.222
Personalaufwand je Mitarbeiter	TEUR	77	73	72	68	68

In 2010 ist die Zahl der Mitarbeiter nach den vorläufigen Angaben nicht weiter gestiegen.

Die Aufteilung der Mitarbeiter auf die einzelnen Geschäftssparten des Unternehmens ergibt für 2009 folgendes Bild:

Strom Erzeugung und Handel	22,7%
Strom Netz und Vertrieb	30,4%
Gas	3,5%
Energie- und Umweltdienstleistungen	40,6%
Holding	2,8%

Man erkennt, dass der Großteil der Mitarbeiter in den beschäftigungsintensiven Bereichen Energie- und Umweltdienstleistungen sowie Netz und Vertrieb anzutreffen ist; der Gasbereich ist unter Beschäftigungsgesichtspunkten nahezu vernachlässigbar.

3.5.2 Kennzahlen des Unternehmens

Wesentliche Kennzahlen der letzten Jahre, einschließlich der vorläufigen Zahlen für 2010⁴, stellen sich wie folgt dar:

Kennzahlen		2010	2009	2008	2007	2006	2005
		Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Umsatz	Mio. €	17.509	15.564	16.305	14.712	12.860	10.769
EBITDA	Mio. €	3.280	2.748	2.540	2.336	2.274	2.054
EBIT	Mio. €	2.117	1.889	1.468	1.559	1.451	1.335
Konzernüberschuss	Mio. €	1.171	768	879	1.364	1.002	532
Eigenkapitalquote (in %)	%	22	19	17	21	16	12
Dividende je Aktie (in EUR)		1,53	1,53	2,01	1,51	1,14	0,88
Mitarbeiter	Anzahl	20.952	20.914	20.357	20.499	20.259	17.926

In den 5 Jahren vor 2010 betrug das durchschnittliche Umsatzwachstum 9,6 %, in 2010 nochmals 12,5 %. Das Ergebnis vor Finanzergebnis und Steuern (EBIT) stieg durchschnittlich um nahezu den gleichen Prozentsatz, während der Konzernjahresüberschuss durch Effekte im Finanzergebnis und Steuerwirkungen beeinflusst ist. Im Jahr 2010 wurde ein Rekordergebnis erzielt: Die EBIT-Marge (Verhältnis von EBIT zu Umsatz) lag in 2010 bei 12,1 % und damit auf dem Niveau des Vorjahres bzw. nach einem Rückgang in der Zwischenzeit, auf dem Niveau von 2005.

Der Strom- und Gasabsatz des EnBW-Konzerns wurde in 2009 stärker als vorhergesehen von den Folgen der Wirtschaftskrise belastet. Deutliche Produktionsrückgänge in den Kundenbranchen haben sich beim Stromabsatz an B2B-Kunden in größerem Umfang bemerkbar gemacht, was letztlich den Umsatzrückgang begründet. Weiter angestiegene Erzeugungsmargen konnten diesen Effekt im EBIT noch überkompensieren. Das gesunkene Jahresergebnis ist auf erhöhte Zinsbelastungen in Folge der Finanzierung von Investitionstätigkeiten zurück zu führen. Lt. Aussage im Geschäftsbericht war für die trotz Wirtschaftskrise solide wirtschaftliche Entwicklung insbesondere das Geschäftsfeld Strom (Erzeugung und Handel) verantwortlich.

Die Ergebnissituation des EnBW-Konzerns wird auch im Jahr 2010 laut Quartalsbericht zum 30. September 2010 entscheidend vom Geschäftsfeld Strom Erzeugung und Handel bestimmt. Durch die Erholung der Konjunktur ist in 2010 mit deutlich ansteigenden Umsatzerlösen durch erhöhte Absatzmengen, insbesondere im Bereich Strom, zu rechnen. Damit wird auch das Ergebnis auf einem im Vergleich zu 2009 deutlich erhöhten Niveau erwartet. Die am 8. Februar 2011 veröffentlichten vorläufigen Daten für das Jahr 2010 bestätigen diese Aussagen. Insbesondere sind im Strombereich die nachlassenden Einflüsse der Wirtschaftskrise Ursache der weiteren Verbesserung der Ertragslage. Im Bereich Gas haben sich aufgrund des verschärften Wettbewerbs sowohl Umsatz wie auch EBIT nochmals verringert.

Die Eigenkapitalquote ist in den letzten Jahren durch Thesaurierungen stetig angewachsen und lässt sich als durchaus solide bezeichnen. Dennoch wird sich die Frage stellen, ob sich die erheblichen Investitionen, die notwendig sein werden, allein durch Fremdkapital finanzieren lassen werden oder ob weitere Eigenmittelzuführungen (sei es durch Thesaurierung, sei es durch Kapitalerhöhungen) notwendig sein werden.

⁴ Die vorläufigen Daten des Geschäftsjahres 2010, auch die im Folgenden genannten, entstammen der Pressemitteilung der EnBW AG vom 8. Februar 2011.

3.5.3 Kennzahlen der Geschäftsbereiche

Kennzahlen		2009	2008	2007	2006	2005
		Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Stromabsatz						
Stromabsatz Privatkunden (B2C)	Mrd. kWh	22	23	22	23	21
Stromabsatz Industrie und Weiterverteiler (B2B)	Mrd. kWh	51	61	62	56	51
Stromabsatz Handel	Mrd. kWh	47	46	55	40	35
Umsatz		12.389	12.736	11.540	9.509	8.125
EBIT		1.794	1.540	1.378	1.473	1.205

Die Ergebnisentwicklung der Sparte Strom ist durch eine sukzessive Verbesserung gekennzeichnet. Der weit überwiegende Teil des Ergebnisses der EnBW AG kommt aus dieser Sparte. Laut den vorläufigen Zahlen der EnBW AG für 2010 hat sich der Stromabsatz im Vergleich zum Vorjahr um 22,7% verbessert, von 119,7 Mrd. kWh in 2009 auf 146,9 Mrd. kWh in 2010.

Kennzahlen		2009	2008
Strom Erzeugung Handel			
Stromabsatz Privatkunden (B2C)	Mrd. kWh	0,0	0,0
Stromabsatz Industrie und Weiterverteiler (B2B)	Mrd. kWh	2,6	1,2
Stromabsatz Handel	Mrd. kWh	35,8	35,9
Umsatz	Mio. EUR	6.940	7.389
EBIT	Mio. EUR	1.630	1.394
Strom Netz Vertrieb			
Stromabsatz Privatkunden (B2C)	Mrd. kWh	22,4	23,1
Stromabsatz Industrie und Weiterverteiler (B2B)	Mrd. kWh	47,9	60,0
Stromabsatz Handel	Mrd. kWh	11,0	10,3
Umsatz	Mio. EUR	10.488	10.647
EBIT	Mio. EUR	164	145

Innerhalb der Sparte Strom ist klar zu erkennen, dass sich Umsätze und Ergebnisse stark unterschiedlich verteilen. Damit wird auch klar, dass die Sparte Erzeugung und Handel extrem zum Gesamtpartergebnis beiträgt. Bei einem Umsatzanteil von rd. 40 % im Bereich Strom gesamt beträgt der EBIT-Anteil rd. 91 %. Die EBIT-Marge der Untersparte Erzeugung und Handel liegt bei rd. 23 %, während sie im Bereich Netz und Vertrieb lediglich rd. 15 % beträgt, was aber noch immer über der des Gesamtunternehmens liegt.

Die Sparte Gas trägt weder zu den Konzernumsatzerlösen noch zum EBIT einen Beitrag bei, der über 20 % liegt. Trotz Preissteigerungen konnte aufgrund von Absatzmengenverlusten im B2B-Geschäft kaum Wachstum erreicht werden. Das Umsatzwachstum bis 2009 ist das Geringste aller Sparten, das EBIT ist starken Schwankungen unterworfen, teilweise wird es gar negativ. Die EBIT-Marge liegt in 2009 bei lediglich 6 %. Für das Jahr 2010 ergeben sich anhand der vorläufigen Daten nochmals deutlich verringerte Werte. Der Gasabsatz hat sich im Vergleich zum Vorjahr um 18,5% verringert, von 65,8 Mrd. kWh in 2009 auf 53,6 Mrd. kWh in 2010. Eine Unterteilung der einzelnen Unterpunkte in Privatkunden und Industrie liegt derzeit noch nicht vor.

Kennzahlen		2009	2008	2007	2006	2005
		Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Gasabsatz						
Gasabsatz Privatkunden (B2C)	Mrd. kWh	12	13	12	11	11
Gasabsatz Industrie und Weiterverteiler (B2B)	Mrd. kWh	54	57	63	73	78
Umsatz		2.453	2.881	2.479	2.758	2.102
EBIT		151	-50	172	223	130

Der Bereich Energie- und Umweltdienstleistungen zeichnet sich zwar durch ein Umsatzwachstum aus; dieses liegt aber lediglich bei durchschnittlich rd. 7,4 % p.a. und damit unter dem Wachstum des Gesamtkonzerns. Der Anteil dieser, auf mögliche künftige Geschäftsfelder gerichteten Sparte, hat damit in den letzten Jahren sogar abgenommen. Dies gilt auch für das Jahr 2010, in dem der Umsatz nochmals um 1,5% zurückging.

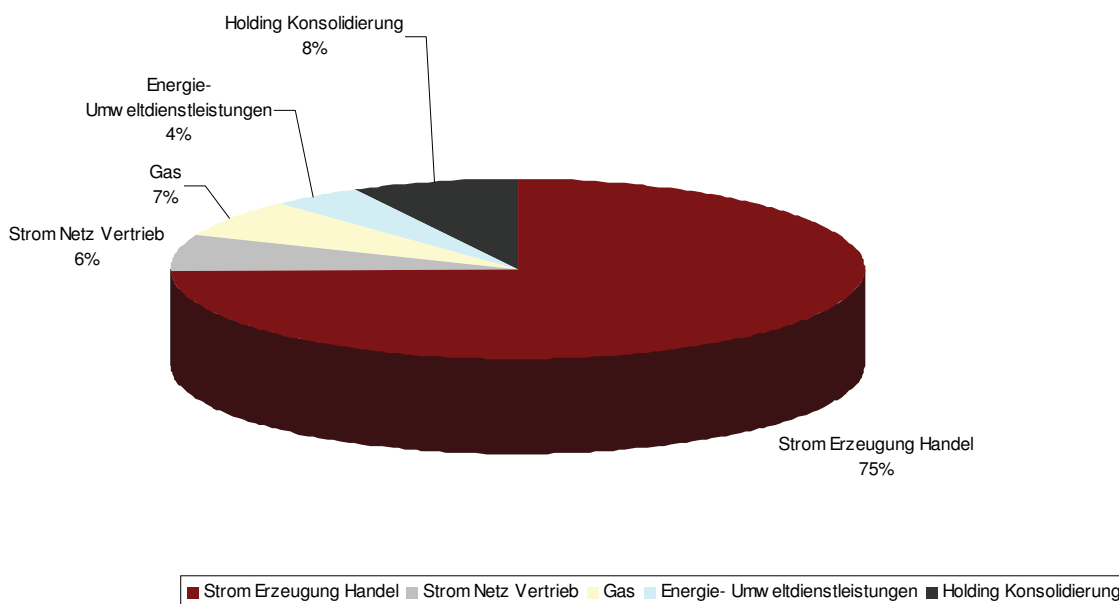
Wie ebenfalls sofort ersichtlich ist, konnten die Ergebnisse der Sparte trotz des Umsatzwachstums nicht signifikant gesteigert werden. Auch das Ergebnis des Jahres 2010 mit rd. 111 Mio. EUR liegt unter dem des Jahres 2007. Aufgrund des immer höheren Wettbewerbs in dieser Zukunftsbranche und den teilweise hoch spezialisierten Marktteilnehmern ist diese Entwicklung zwar verständlich, zeigt aber grundsätzlich, dass die Margen in dieser Sparte moderat bleiben werden. Dagegen ist auch nichts einzuwenden, wenn man die Sicherung von Arbeitsplätzen höher bewertet als die Maximierung von Renditen.

Kennzahlen		2009	2008	2007	2006	2005
		Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Energie- und Umweltdienstleistungen						
Umsatz		722	688	693	593	543
EBIT		87	86	132	-128	85

3.5.4 Sparteneinflüsse

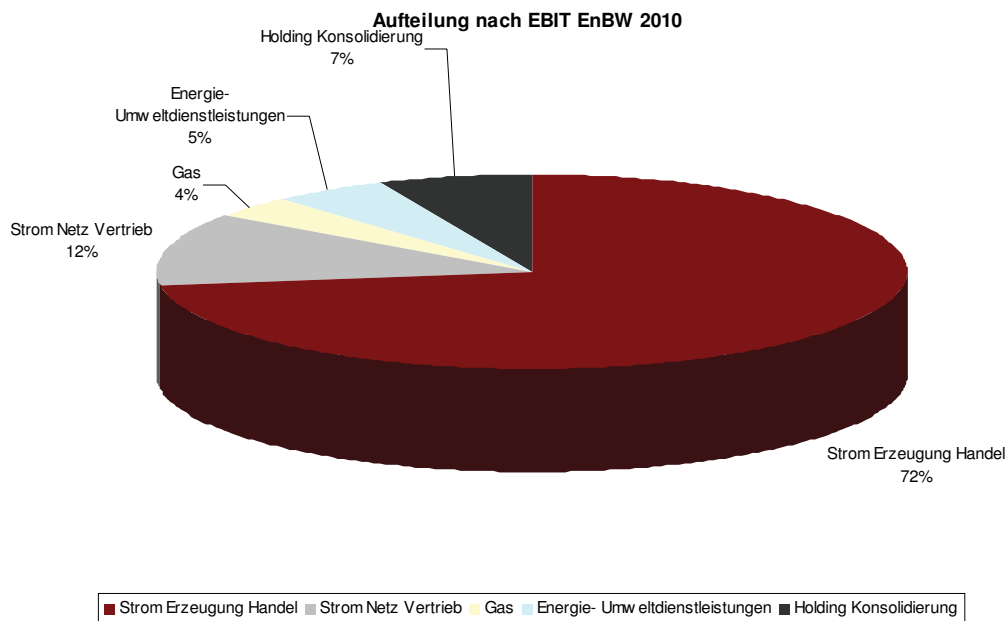
Mit einem Umsatzanteil von mehr als 80 % in 2009 ist die essentielle Bedeutung des Geschäftsfeldes Strom für den Gesamtkonzern sofort ersichtlich.

Aufteilung nach Umsatz EnBW 2009



Bei der Aufteilung der EBITs wird das Verhältnis sogar noch deutlicher. Die Sparte Strom trägt hier einen Anteil in 2010 von 84% (Vorjahr: 82%).

Aufteilung nach EBIT EnBW 2010



Innerhalb der Sparte Strom sticht der Bereich Erzeugung und Handel hervor. Mit einem Anteil von 72 % am EBIT hätte ein Einbruch dieser Sparte erheblichen Einfluss auf die Ertragslage und damit auch die Innenfinanzierungskraft des Konzerns.

3.5.5 Der Anteil der Kernenergie am Geschäftsergebnis

Aktuell hält die EnBW AG 100%-Anteile an folgenden vier Atomkraftwerken:

Name	Leistung MW (netto)	Restmenge (altes ATG) Stand 8/2010	Restmenge (neues ATG)	Summe TWh	Endjahr nach ATG
Neckarwestheim 1	785	1.045	51.000	52.045	2019
Neckarwestheim 2	1.310	125.055	139.793	264.848	2036
Philippsburg 1	890	13.392	55.826	69.218	2020
Philippsburg 2	1.392	86.571	146.956	233.527	2032
Summe	4.377	226.063	393.575	619.638	

Nicht nur wegen der anhaltenden Diskussion um die Verlängerung der Laufzeiten der Atomkraftwerke in Deutschland, sondern auch wegen der erheblichen wirtschaftlichen Bedeutung der Erzeugungssparte für das Unternehmen lohnt ein etwas detaillierterer Blick auf den Kernenergieanteil bei der EnBW AG:

Der Anteil der Kernenergie am Erzeugungsportfolio (in MW) beträgt in 2009 30,7 %; dies betrifft aber lediglich den Anteil an der vorgehaltenen Leistung. Hinsichtlich der tatsächlich erzeugten Mengen ergibt sich ein anderes Bild:

Eigenerzeugung des EnBW-Konzerns ¹ nach Primärenergieträgern in % ²	2009	2008
Konventionelle Energie	27,6	28,2
Kernenergie	57,2	56,8
Erneuerbare Energien ³	10,6	10,8
Sonstiges	4,6	4,2

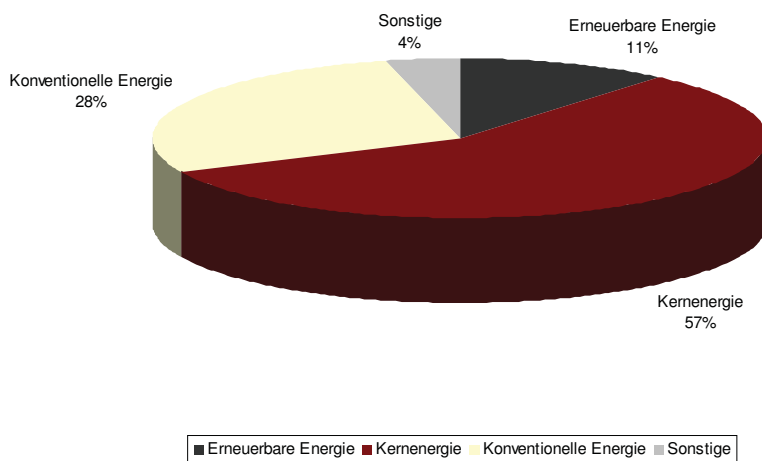
¹ In der Eigenerzeugung sind auch langfristige Bezugsverträge und teileigene Kraftwerke enthalten.

² Im Vorgriff auf die Umstellung des Wälzungsverfahrens für erneuerbare Energien ab 2010 (finanzielle statt physikalische Wälzung) werden die Quoten ab dem Geschäftsjahr 2009 jeweils auf Basis der Eigenerzeugung des EnBW-Konzerns ohne Berücksichtigung von EEG-Lieferungen ausgewiesen (Vorjahreswerte angepasst).

³ Analog der Ausweisung nach § 42 EnWG.

Zu beachten ist bei diesen Zahlenangaben, dass sie die langfristigen Bezugsverträge der EnBW AG sowie eine Zurechnung der teileigenen Kraftwerke enthalten. Das erschwert die Vergleichbarkeit mit anderen Statistiken.

Eigenerzeugung Strom EnBW 2009



Der Anteil der Kernenergie an den tatsächlich erzeugten Mengen liegt damit bei rd. 57 %, der Anteil der erneuerbaren Energien bei rund 11 % (S. dazu auch Abschnitt 3.5.6).

Exkurs: Cash Cow Kernenergie

Die überragende Bedeutung der Kernenergie für die EnBW AG kann gar nicht deutlich genug herausgestellt werden. Es sind im Wesentlichen zwei Umstände, denen das Unternehmen seit vielen Jahren ein quasi *leistungsloses* Einkommen in Milliardenhöhe verdankt, ohne das der Konzern niemals die heutige Marktstellung hätte erlangen können:

- Mit der Einführung der Strombörse im Jahr 2000 wurde ein grenzkostenorientiertes Preisregime etabliert, bei dem seither im Wesentlichen die Brennstoffkosten von Kohle- und Gaskraftwerken preissetzend wirken. Die vier Atomkraftwerke der EnBW AG waren zu diesem Zeitpunkt zum weit überwiegenden Teil bereits abgeschrieben, d.h. die Endkunden hatten sie über die Strompreise fast vollständig bezahlt. Generell waren Investitionen in Kraftwerke in Deutschland in der Zeit vor der Liberalisierung völlig risikolos insofern, als dass sämtliche Kosten in die Strompreise abgewälzt werden konnten und die zuständigen Strompreisaufsichten selbst offensichtliche Fehlinvestitionen wie die in große Ölkraftwerke durchwinkten. Die grenzkostenorientierte Preisbildung versetzt die EnBW AG seit dem Jahr 2000 nun in die komfortable Lage, die Differenz zwischen den Brennstoffkosten der Kohle- bzw. Gaskraftwerke und den eigenen Atomkraftwerken als Reingewinn vor Steuern verbuchen zu können, da kein nennenswerter Kapitaldienst mehr anfällt. Gegen das „goldene Ende“ einer Investition wäre in einem Wettbewerbsmarkt zwar grundsätzlich nichts einzuwenden, aber bei Investitionen, die explizit von Investitionsrisiken freigestellt waren und deren Refinanzierung staatlich garantiert wurde, ist ein Ausschöpfen dieses Endes ordnungspolitisch durchaus problematisch.
- Mit der Einführung des CO₂-Emissionshandels im Jahr 2005 erfolgte eine quasi vollständige Einpreisung der Zertifikate an der Strombörse, d.h. die Strompreise stiegen um den Zertifikatspreis an. Die Atomkraftwerke profitierten unmittelbar von dieser deutlich sichtbaren Preissteigerung, da sie keine Zertifikate benötigen; aber auch für die fossilen Kraftwerke wurden dadurch erhebliche Zusatzeinnahmen generiert, da ihnen in der ersten Zuteilungsperiode die Zertifikate kostenlos überlassen wurden.

Wenn man einmal vereinfacht davon ausgeht, dass

- die EnBW AG in den letzten 5 Jahren jährlich mindestens rund 30 TWh Strom in ihren Atomkraftwerken erzeugt hat und
- die Differenz zwischen dem Verkaufspreis des Stroms in Anlehnung an den Börsenpreis und den eigenen Erzeugungskosten durchschnittlich mindestens 3-4 ct/kWh betrug⁵,

so ergeben sich für diesen Zeitraum Gewinne (vor Steuern) allein aus den vier Anlagen in Höhe von **EUR 4,5 Mrd.- 6 Mrd.**, d.h. mindestens die Hälfte – tatsächlich wohl deutlich mehr als die Hälfte - des gesamten EnBW-Gewinns entfällt auf die Atomkraftwerke. Unabhängig davon, durch welche anderen Investments diese Kraftwerke eines Tages ersetzt werden, ist heute bereits klar, dass es vergleichsweise hohe Gewinne im liberalisierten Stromsektor wohl nicht mehr geben wird.

Ende Exkurs

⁵ Konservativ kann man von rund 2 ct/kWh variablen Kosten in Atomkraftwerken ausgehen, wobei Branchenkenner auch von nur 1 ct/kWh sprechen. Im Schnitt lag der Börsenpreis in den letzten 5 Jahren über 5 ct/kWh.

3.5.6 Das Engagement im Bereich erneuerbarer Energien

Die erneuerbaren Energien haben laut Geschäftsbericht 2009 der EnBW AG einen Anteil von 11% an der Eigenerzeugung des Konzerns. Das ist ein deutlich höherer Anteil als bei den anderen drei großen Energiekonzernen in Deutschland (E.ON, RWE und Vattenfall), andererseits deutlich weniger als der bundesdeutsche Schnitt mit aktuell mehr als 17%.

Allerdings gilt es zu beachten, dass der mit Abstand größte Beitrag dazu von alten Wasserkraftwerken erbracht wird, die zum größten Teil bereits Mitte des letzten Jahrhunderts errichtet wurden und seither ohne nennenswerte Ertüchtigungen betrieben werden.

Betrachtet man hingegen den Anteil der „neuen“ erneuerbaren Energien am Stromaufkommen der EnBW AG – also Wind, Sonne, Biomasse und Geothermie – kommt man im Jahr 2007 auf ernüchternde 0,1% (vgl. IÖW 2009, S.45) und für 2009 auf gerade einmal 0,4%⁶. Damit ist dieser Anteil sogar deutlicher niedriger als bei den anderen drei Energiekonzernen, die mittlerweile auf 2% Anteil zusteuern.

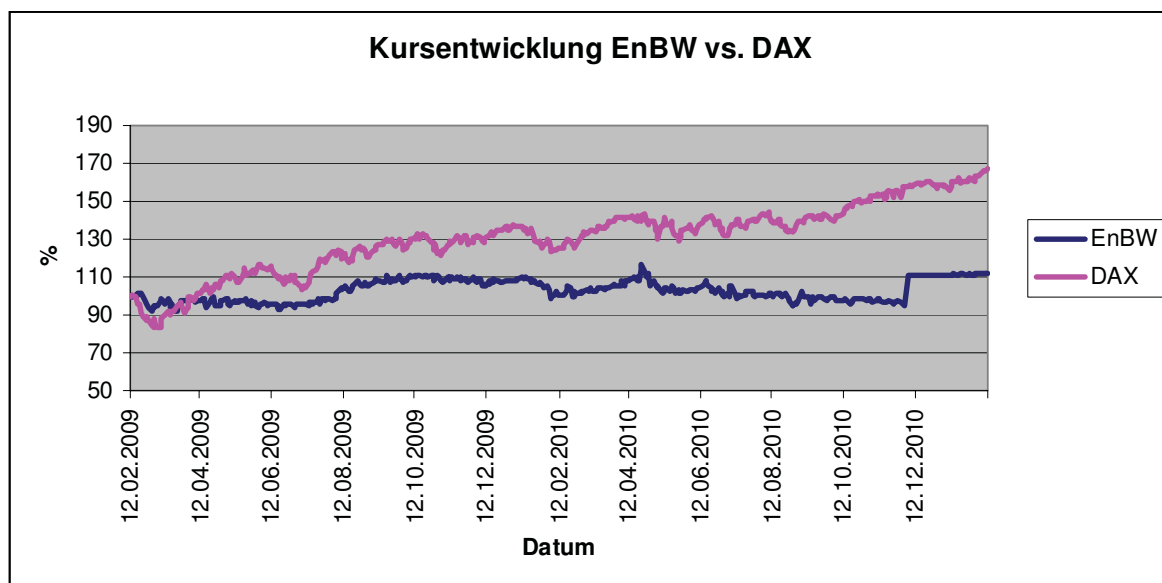
Diese Zahlen verdeutlichen den erheblichen Handlungsbedarf, den die EnBW AG in diesem Zukunftsbereich aufweist, und die geradezu sträfliche Vernachlässigung von Zukunftstechnologien durch die einseitige Fixierung auf Kernenergie und Kohle.

Immerhin wurden die Kapazitäten im Bereich Onshore-Windparks mit rund 150 MW in den letzten zwei Jahren durch Zukäufe fast verfünffacht, und im Jahr 2009 wurde ein deutsch-türkisches Joint Venture mit der Borusan Holding gegründet, das bis 2020 insbesondere Wasser- und Windkraftprojekte in der Türkei mit einer Gesamtleistung von 2.000 MW entwickeln soll.

3.5.7 Die Bewertung des Unternehmens

Zum Zeitpunkt unseres Gutachtens betrug die Marktkapitalisierung der Aktien der EnBW AG rd. EUR 10,3 Mrd. Der Kurswert der Aktie liegt bei gut 41 EUR und hat sich auch nach Bekanntgabe der vorläufigen Geschäftszahlen 2010 am 8. Februar 2011 kaum verändert. Seit der Übernahme der Aktien der EdF durch das Land liegt der Kurs der Aktie auf nahezu unverändertem Niveau nahe dem Höchstkurs der vergangenen 2 Jahre. Nachfolgend wird die Kursentwicklung, auch im Verhältnis zum DAX, dargestellt:

⁶ Nach mdl. Auskunft von Dr. Bernd Hirschl, IÖW, am 11.02.2011.



Die Kursentwicklung der letzten beiden Jahre liegt damit deutlich unterhalb der Entwicklung des DAX (obere Kurve).

Auf Basis aktueller Analystenschätzungen liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2010 bei 12,2, für 2011 bei 13,6. Das Ergebnis pro Aktie liegt nach diesen Schätzungen in 2010 bei 3,39 EUR/Aktie, in 2011 bei 3,03 EUR/Aktie.

Es ist ersichtlich, dass die Analysten bei nahezu konstanten Umsatzerlösen von leicht sinkenden Ergebnissen der Gesellschaft ausgehen. Dies entspricht offenbar auch der Einschätzung der Gesellschaft selbst: bereits 2011 werde das operative Ergebnis schrumpfen, so die aktuelle Bewertung. Für die Zukunft sind bereits Sparprogramme avisiert.⁷

Die Fremdfinanzierungskosten der NECKAPRI belaufen sich gemäß der beiden begebenen Anleihen auf durchschnittlich rd. 2,42 % p.a. bei einer Laufzeit von 3 bzw. 6 Jahren.⁸

Die Dividendenrendite von rd. 3,7 %, die bei der für 2010 angekündigten Dividende von EUR 1,53 je Aktie erzielt wird, dürfte daher derzeit ausreichen, um die Finanzierungskosten des Landes zu decken. Eine Garantie dieser Dividendenzahlungen für die Zukunft gibt das Unternehmen jedoch explizit nicht.⁹

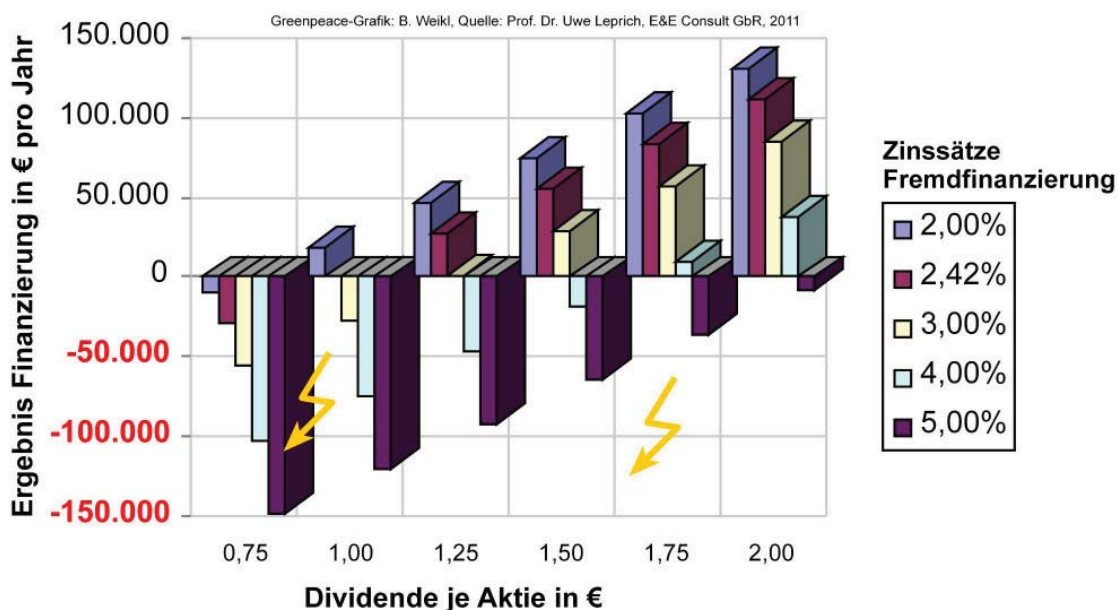
Wir haben daher untersucht, welches Ergebnis sich für die NECKAPRI ergibt, wenn man Fremdfinanzierungssätze und Dividenden je Aktie variiert. Die folgende Tabelle fasst das Ergebnis zusammen:

⁷ Vgl. Handelsblatt vom 8. Februar 2011: „EnBW macht mehr Gewinn – und investiert weniger“.

⁸ „Kritische Anmerkungen zum Übernahmepreis der EnBW-Beteiligung des Landes Baden-Württemberg“ vom 17.2.2011, LBD-Beratungsgesellschaft mbH, S. 4 und 5.

⁹ Vgl. ebenda.

Risikobeteiligung des Landes BaWü bei EnBW



Zinssatz Darlehen/ Dividende je Aktie in €	2,00%	2,42%	3,00%	4,00%	5,00%
0,750	-9.012	-28.626	-55.712	-102.412	-149.112
1,000	19.118	-496	-27.582	-74.282	-120.982
1,250	47.247	27.633	547	-46.153	-92.853
1,500	75.376	55.762	28.676	-18.024	-64.724
1,750	103.506	83.892	56.806	10.106	-36.594
2,000	131.635	112.021	84.935	38.235	-8.465

Es zeigt sich, dass in der aktuellen Situation durchaus ein Überschuss erwartet werden kann, der zur Schuldentilgung eingesetzt werden könnte. Es ist aber auch ersichtlich, dass beim aktuell fixierten Zinsniveau schon eine Dividende von 1,00 EUR/Aktie nicht mehr ausreicht, um den Kaufpreis zu finanzieren. Selbst bei einem nur leichten Anstieg des Zinsniveaus, welcher nach Ablauf von 3 Jahren aller Voraussicht nach zu erwarten ist, ist eine Dividende von mindestens 1,25 EUR/Aktie erforderlich.

Ein Anstieg der Dividende über das aktuelle Niveau hinaus wäre nur zu erwarten, wenn das Ergebnis 2010 konstant auch in der Zukunft erzielt wird und eine Vollausschüttung der Ergebnisse erfolgt, was in Anbetracht der erheblichen Investitionserfordernisse in Erzeugungskapazitäten und Netze nicht sehr wahrscheinlich ist.

EnBW selbst geht von einem Rückgang des Ergebnisses bereits in 2011 aus; ähnliches gilt für die anderen Energiekonzerne, die auch danach von sinkenden Erträgen ausgehen.¹⁰

¹⁰ Siehe u.a. den Ausblick von RWE im Rahmen der Vorstellung der Zahlen 2010 am 24. Februar 2011, der ab 2013 von einem Rückgang des operativen Ergebnisses um rd. 35 % ausgeht.

Selbst eine Konstanz der Dividende erscheint vor diesem Hintergrund unrealistisch. Ein Einbruch der Ergebnisse um nachhaltig rd. 35 % hätte bei konstanter Ausschüttungsquote ein Absinken der Dividende auf knapp unter 1,00 EUR/Aktie zur Folge. Ein solcher Rückgang erscheint vor dem Hintergrund aktueller Entwicklungen, Ergebnisrisiken und Verlautbarungen auch ohne (vorzeitige) Abschaltung von Atomkraftwerken durchaus realistisch, bei einer rechtlich oder politisch erzwungenen Verringerung der Ergebnisbeiträge aus diesen Kraftwerken eher noch optimistisch.

Es lässt sich damit festhalten, dass derzeit die Dividende zwar zur Finanzierung der Landesbeteiligung noch ausreicht, nicht aber zur signifikanten Tilgung der Darlehen. Die Konstanz dieser Dividende ist aber aufgrund der geplanten Investitionen und zurückgehender operativer Ergebnisse deutlich in Frage zu stellen. Ob eine langfristige Finanzierung des Investments daher „ergebnisneutral“ möglich ist, muss daher stark bezweifelt werden. Zudem könnte sich ein Interessenskonflikt dadurch ergeben, dass der Ausschüttung der Dividende zur Finanzierung der Landesbeteiligung Vorrang eingeräumt wird vor notwendigen Nachrüstungen der Kraftwerke.

Darüber hinaus sind auch signifikante Kurssteigerungen in Anbetracht der Ankündigungen der Gesellschaft kaum mehr zu erwarten. Die Frage ist vielmehr, wie der Aktienkurs reagieren wird, wenn das gesetzlich vorgeschriebene Übernahmeangebot des Landes zum 18. März 2011 ausläuft. Der Kurssprung bei Übernahme spricht in Anbetracht des verhaltenen Ausblicks der Gesellschaft selbst eher für einen Kursrückgang, wobei der sehr geringe Streubesitz der Aktien keine unmittelbare Kursreaktion erwarten lässt. So liegt auch der Mittelwert der Aktienanalysten für die Kurserwartung zum Zeitpunkt dieser Studie bei 38 EUR, wobei Ausschläge nach unten bis 34 EUR zu sehen sind. Ein signifikanter Veräußerungsgewinn beim Verkauf der Aktien durch das Land erscheint damit zumindest kurz- und mittelfristig eher unwahrscheinlich.

4 Strategie des Konzerns

4.1 ... aus Sicht des Unternehmens

Ähnlich wie die anderen Energiekonzerne hat auch die EnBW AG mit Beginn der Vorstandstätigkeit von Utz Claassen im Jahr 2003 eine Reihe von strategischen Akquisitionen und Beteiligungen getätigt:

- Durch die Übernahme von weiteren 25,05 % zum Kaufpreis von EUR 361 Millionen im Dezember 2005 erhöhte die EnBW AG ihren Anteil an den Stadtwerken Düsseldorf auf insgesamt 54,95%. Aus Sicht des Vorstandes ist die Beteiligung an den Stadtwerken ein „wichtiger Eckpfeiler innerhalb der Stadtwerke-Strategie“. Durch die Partnerschaft mit den Stadtwerken will die EnBW AG auch für weiteres organisches Wachstum der Stadtwerke in Düsseldorf sorgen.¹¹
- Im Juli 2009 entschied das Bundeskartellamt, dass die Beteiligung der EnBW AG an dem Oldenburger Energiekonzern EWE AG mit 26,0% rechtskräftig sei. Der Einstieg erfolgte in Form eines Aktienkaufes und einer Kapitalerhöhung. Der Kauf der Anteile wird aus Sicht der EnBW AG ebenfalls als „strategische Partnerschaft“ gewertet und soll helfen, den Wachstumskurs der vergangenen Jahre fortzusetzen.¹²
- Seit September 2010 hält die EnBW AG rund 70% der Anteile am tschechischen Energieversorger Pražská energetika.a.s. (PRE). PRE ist mit rund 730.000 Kunden das drittgrößte Stromversorgungsunternehmen in Tschechien und vereint Netz und Vertrieb im Hauptstadtgebiet Prag.

Darüber hinaus ging die EnBW AG eine Reihe von Finanzbeteiligungen ein (s. dazu auch Anlage 2), so z.B. im Dezember 2004 bei der MVV Mannheim (15,05%) oder zwischen 2002 und 2007 mit ständig wachsendem Anteil beim zweitgrößten österreichischen Stromversorger EVN (36%).

Derzeit werden diese Beteiligungen offenbar hinterfragt - es ist der Verkauf von Beteiligungen im Wert von bis zu 1,8 Mrd. EUR geplant.¹³ Ob davon auch die drei genannten strategischen Beteiligungen betroffen sind, ist in der Öffentlichkeit nicht bekannt.

Aktuell formuliert die EnBW AG ihre Strategie wie folgt:

„Ausgehend von den starken Wurzeln in Baden-Württemberg will die EnBW mit einem ausgewogenen Geschäftsportfolio künftig zur Spitzengruppe der europäischen Energieunternehmen gehören. Gemeinsam mit Kunden, Mitarbeitern und Partnern verfolgen wir das Ziel, nachhaltig und profitabel zu wachsen. Wir setzen dabei auf ein umfangreiches Investitionsprogramm in ein ausgewogenes Geschäftsportfolio in den Bereichen Strom, Gas, Wärme und korrespondierende Dienstleistungen.“¹⁴

Der amtierende Vorstandsvorsitzende der EnBW AG, *Hans-Peter Villis* hat anlässlich der Handelsblatt-Tagung Energiewirtschaft vom 19. Januar 2011 in Berlin zu unterschiedlichen Fragen Stellung genommen. Zur künftigen Ausrichtung des Konzerns sagte er, dass das Ziel CO₂-freier Stromversorgung erreichbar sei, weil und soweit der politische Wille vorhanden

¹¹ Pressemitteilung vom 16.12.2005 „EnBW: Entscheidung der Stadt Düsseldorf ist ein Zeichen des Vertrauens und Beleg einer guten Partnerschaft“.

¹² Pressemitteilung der EWE und EnBW vom 06.07.2009 „EWE und EnBW begrüßen Entscheidung des Bundeskartellamts: Beginn einer neuen strategischen Partnerschaft“.

¹³ Vgl. Handelsblatt vom 8. Februar 2011: „EnBW macht mehr Gewinn – und investiert weniger“.

¹⁴ Webseite der EnBW, zuletzt abgerufen am 18.01.2011 unter <http://www.enbw.com/applikationen/de/investoren/geschaeftsbericht/2009/wertezielestrategie.html>

ist. Allerdings machte er auch deutlich, dass dies nicht nur schnell, sondern vor allem verantwortungsvoll geschehen sollte. Desweiteren sagte Villis, die EnBW AG werde die neu eröffneten Chancen offensiv wahrnehmen und im großen Stil auf Erneuerbare und flankierende Technologien setzen: Speicher, Netzausbau, flexible Produkte auf der Endkunden-seite.¹⁵

Er beschreibt die Pläne des Unternehmens in Bezug auf seine strategische Ausrichtung und die bevorstehenden Änderungen durch die gesetzlichen Vorgaben der Bundesregierung wie folgt: „An unserem Ziel, bis 2020 rund 20% unserer Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien zu decken, halten wir weiterhin fest.“¹⁶ Die EnBW AG hat derzeit bereits den Neubau des Wasserkraftwerkes in Rheinfelden, den Ausbau des Wasserkraftwerkes in Iffezheim und den Bau des Offshore Windparks Baltic 1 vollzogen. Ob diese Aussage aber vor dem Hintergrund aktueller Äußerungen für die Zukunft noch haltbar ist, wird sich erweisen müssen: angesichts eines stärkeren Wettbewerbs müsse EnBW bei Investitionen in Wasserkraft, aber auch beim Bau konventioneller Kraftwerke „zurückrudern“, so Vorstandschef Villis am 8. Februar in Karlsruhe bei der Vorlage der vorläufigen Geschäftszahlen für das Jahr 2010.¹⁷

Aus Sicht von Villis erscheinen die Ziele zum Ausbau der erneuerbaren Energien erreichbar, allerdings unterstreicht er: „Nicht entweder erneuerbare Energie oder Kohle und Kernkraft ist richtig“, sondern „sowohl Ausbau der erneuerbaren Energien und Kernkraft oder Kohle“. Wir brauchen die Kernkraft und die Kohle für die Netzstabilität, für die Versorgungssicherheit und auch um künftig wirtschaftliche und bezahlbare Strompreise anbieten zu können.“¹⁸

4.2 ... aus Sicht der Landesregierung

Die Landesregierung hat in der Angebotunterlage der NECKARPRI GmbH – einer 100%igen Tochtergesellschaft des Landes Baden-Württemberg – ihren Willen zum Ausdruck gebracht, ihren Aktienanteil an der EnBW AG nur vorübergehend halten zu wollen und ihn innerhalb von zwei bis vier Jahren an der Börse zu platzieren.

Zudem beabsichtigt das Land – durch seine Tochter NECKARPRI – nicht, Einfluss auf die operative Steuerung der EnBW AG zu nehmen.¹⁹ Es beabsichtigt ferner nicht, die Geschäftstätigkeit der EnBW AG und ihrer Tochtergesellschaften zu ändern. Es hat zudem keine Pläne, die Verwendung des Vermögens der EnBW AG zu ändern oder außerhalb der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit künftige Verpflichtungen für die EnBW AG zu begründen. Es hat auch keine Pläne, sich von Geschäftsbereichen der EnBW-Gruppe zu trennen. Schließlich beabsichtigt es nicht, Änderungen hinsichtlich der Vermögenswerte, Unternehmensstruktur, Kapitalisierung und Geschäftstätigkeit der Gesellschaften der EnBW-Gruppe vorzunehmen.

Zu möglichen Strukturmaßnahmen wird ausgeführt, dass man

- die Rechtsform der EnBW AG nicht ändern will
- kein Delisting veranlassen will
- keinen Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag mit dem Unternehmen abschließen möchte und

¹⁵ Handelsblatt-Tagung Energiewirtschaft, 19.01.2011, Berlin, Abstract.

¹⁶ Villis im Interview mit dem Handelsblatt vom 17.01.2011, S.8.

¹⁷ Vgl. Handelsblatt.com am 8. Februar 2011: „EnBW macht mehr Gewinn – und investiert weniger“.

¹⁸ Villis im Interview mit dem Handelsblatt vom 17.01.2011, S.8.

¹⁹ Vgl. dazu und zu den folgenden Aussagen NECKARPRI 2011.

- keinen Squeeze-Out durchzuführen gedenkt.

Mit anderen Worten: die derzeitige Landesregierung verbindet mit der Übernahme des Aktienpakets der EdF keinerlei gestalterischen Anspruch an die künftige Geschäftspolitik der EnBW AG, sondern gibt dem Vorstand grünes Licht für die Verfolgung seiner eigenen Unternehmensstrategie.

Gleichzeitig formuliert die Landesregierung jedoch „ein ausgeprägtes industriepolitisches Interesse an einer stabilen Aktionärsstruktur des herausragenden Infrastrukturunternehmens der Region“ (NECKARPRI, S.15). Sicherheit und Zukunftsausrichtung der Energieerzeugung, Qualität der Netzinfrastruktur und damit der Versorgungssicherheit seien entscheidende Standortfaktoren für einen global eingebundenen Industriestandort wie Baden-Württemberg. Ob sich diese Interessen auf Dauer mit den Interessen des Vorstands und dessen Geschäftsstrategie decken, kann nicht von vorneherein bejaht werden, sondern wird sich erst noch erweisen müssen. Offen ist hierbei auch, wie sich die von der Landesregierung benannten fünf neuen Aufsichtsratsmitglieder – darunter zwei amtierende Minister – dazu verhalten werden.

4.3 ... aus Sicht der politischen Parteien

a) CDU

Die Position der CDU in Baden-Württemberg unterscheidet sich nicht von der der Landesregierung. Die wesentlichen Eckpunkte:²⁰

- Vollständiger oder überwiegender Verkauf der Landesanteile an der Börse; durch eine Börsenplatzierung könne die EnBW AG leichter frisches Kapital bekommen, um wichtige Investitionen - gerade für erneuerbare Energien – zu finanzieren.
- Auslotung von Möglichkeiten, die Stadtwerke in Baden-Württemberg für eine Beteiligung an der EnBW AG zu gewinnen.

Insgesamt sollen die Arbeitsplätze und das Know How im Land gesichert und ausgebaut werden.

b) SPD

Die SPD würde die Chance nutzen wollen, steuernd in die Geschäftspolitik der EnBW AG einzugreifen. Wesentliche Ziele wären dabei²¹

- keine Inanspruchnahme der Laufzeitverlängerungen für die Atomkraftwerke, d.h. Festschreibung der Restlaufzeiten des Ausstiegsgesetzes aus dem Jahr 2000 und damit verbunden Stilllegung der Anlagen Neckarwestheim 1 und Philippsburg 1 innerhalb der nächsten zwei Jahre
- kein Verkauf des Transportnetzes
- Sondierung von Kooperationen insbesondere mit badischen Kommunen und Stadtwerken als strategische Partner der EnBW AG

²⁰ Vgl. CDU: Thema der Woche 49/2010.

²¹ Vgl. Der SPIEGEL vom 9.12.2010: „Drei Masterpläne für den Energieriesen“; vgl. ka-news.de vom 17.01.2011: „Schmidt-Kühner und Stober (SPD): EnBW-Erwerb große Chance für aktive Industriepolitik“.

c) Bündnis 90/Die GRÜNEN

Die baden-württembergischen Grünen würden ebenfalls die Chance nutzen wollen, die EnBW AG umzugestalten. Dazu gehören u.a.²²

- Verkauf der Stromnetztochter der EnBW AG
- Ausbau des Engagements im Gasbereich.

Die Atomkraftwerke würden über verschärfte Sicherheitsauflagen wirtschaftlich unter Druck gesetzt werden, was zur Abschaltung der beiden älteren Reaktoren führen könnte.

d) Sonstige

Die LINKE Baden-Württemberg spricht sich dafür aus, die EnBW AG in öffentlicher Hand zu belassen und die Landesanteile nicht an der Börse weiter zu veräußern. Darüber hinaus wird die Frage aufgeworfen, ob eine gewinnorientierte Aktiengesellschaft die geeignete Gesellschaftsform ist, um die zukünftigen Aufgaben der Energiepolitik einerseits und die Sicherung der Arbeitsplätze andererseits zu bewältigen.²³

Die FDP Baden-Württemberg will einen raschen Weiterverkauf des Landesanteils und dies im nächsten Koalitionsvertrag festschreiben, sollte die Partei in der nächsten Regierung vertreten sein.²⁴

Insgesamt steht bei den Parteien aktuell eher die Frage im Mittelpunkt, ob das Land die Anteile an der EnBW AG halten soll oder ob sie ganz oder teilweise an die Börse und/oder interessierte Kommunen/Stadtwerke in Baden-Württemberg veräußert werden sollen. Überlegungen zu einer grundsätzlichen strategischen Neuausrichtung der EnBW AG stecken erst in den Anfängen, da der Zeitraum seit der Anteilsübernahme durch das Land noch sehr kurz ist und alle Akteure davon überrascht wurden.

Das folgende Kapitel soll dazu dienen, diese Überlegungen zu systematisieren und mögliche Veränderungsperspektiven zu strukturieren und zu bewerten. Wegen der Kürze der zur Verfügung stehenden Zeit für diese Kurzstudie war es nicht möglich, die Perspektiven der einzelnen Geschäftsfelder quantitativ auszuloten und sie zu einem mittelfristigen Business Plan zu verdichten. Diese Aufgabe bliebe weiteren vertiefenden Studien vorbehalten.

²² Vgl. Der SPIEGEL vom 9.12.2010: „Drei Masterpläne für den Energieriesen“.

²³ Vgl. Presseerklärung vom 9.02.2011, link: <http://dielinke-in-den-landtag.de/linke-gegen-verhokerung-von-enbw-durch-noch-ministerprasident-mappus/>

²⁴ Vgl. Pressemitteilung des Handelsblattes vom 15.12.2011, Link: <http://www.handelsblatt.com/newsticker/unternehmen/fdp-will-schnellen-weiterverkauf-der-enbw-anteile;2713103>

5 Perspektiven des Konzerns: wo sollte es hingehen?

5.1 Nationale Leitplanken für die künftige Geschäftspolitik

Die Leitplanken für die künftige Geschäftspolitik der Energieunternehmen in Deutschland wurden im September 2010 im Energiekonzept der Bundesregierung festgelegt. Mindestens an folgenden Zielen wird sich somit auch die EnBW AG mittel- und langfristig orientieren müssen:

- Klassifizierung der Kernenergie als befristete Brückentechnologie, die lediglich den Übergang zur Regenerativwirtschaft erleichtern soll
- Minderung der Treibhausgasemissionen um 80% bis 95% bis 2050, bis 2030 um 55%
- Erhöhung des Anteils der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch bis 2050 auf 80%, bis 2030 auf 50%
- Verringerung des Stromverbrauchs bis 2050 um 25%.

Hinzu kommt das ausdrückliche Ziel, die Liberalisierung der Energiemärkte fortzusetzen und den Wettbewerb weiter zu stärken.

Je nach den klimapolitischen Ambitionen könnten diese Ziele auch ehrgeiziger formuliert werden, mit entsprechenden Auswirkungen auf den geschäftspolitischen Spielraum der EnBW AG. So halten beispielsweise der Sachverständigenrat für Umweltfragen oder auch Greenpeace eine hundertprozentige Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien spätestens im Jahr 2050 für möglich und erstrebenswert.²⁵

Bis 2020 hat die EU ihren Mitgliedstaaten den sogenannten "20-20-20"-Rahmen vorgeben, der im Einzelnen beinhaltet:

- eine Reduktion der Treibhausgase von mindestens 20% gegenüber 1990
- einen Anteil von mindestens 20% erneuerbarer Energien am Endenergieverbrauch
- eine 20%ige Reduktion des Primärenergieverbrauchs gegenüber der Referenzentwicklung, erzielt durch Energieeffizienzmaßnahmen.

Dieser Rahmen wurde von der Europäischen Kommission im Januar 2008 vorgeschlagen, vom Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat im Dezember 2008 gebilligt und ist im Juni 2009 als für alle Mitgliedstaaten verbindliche Gesetzgebung in Kraft getreten.

Die Bundesregierung hat diese kurzfristigen Zielsetzungen für 2020 in ihr Energiekonzept für Deutschland wie folgt übersetzt:

- eine Reduktion der Treibhausgase von mindestens 40% gegenüber 1990
- einen Anteil von mindestens 18% erneuerbarer Energien am Bruttoendenergieverbrauch; der Anteil der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch soll mindestens 35% betragen
- eine 20%ige Reduktion des Primärenergieverbrauchs gegenüber 2008, dabei eine Reduktion des Stromverbrauchs in einer Größenordnung von 10%.

Jede verantwortliche Geschäftspolitik eines Energieunternehmens in Deutschland wird ihren Beitrag zur Erreichung dieser durchaus ehrgeizigen Ziele leisten müssen, d.h. diese Leitplanken zeichnen einen Investitionskorridor vor, der sich erheblich von dem der Vergangenheit unterscheidet.

²⁵ Vgl. SRU 2010; Greenpeace 2010.

5.2 Die Interessen der Stakeholder in Baden-Württemberg

Vorstände von Aktiengesellschaften werden dafür bezahlt, den Interessen der Anteilseigner des Unternehmens bestmöglich zu dienen („Shareholder Value“).

Im Falle der EnBW AG rücken durch die Beteiligung des Landes und der Kommunen jedoch automatisch die *Stakeholder* in den Mittelpunkt des Interesses, in diesem Falle also insbesondere

- die ca. 6 Mio. Kunden der EnBW AG
- die rund 20.000 Beschäftigten der EnBW AG
- die Bevölkerung Baden-Württembergs.

Ohne dazu eine eigene empirische Erhebung vornehmen zu können, lassen sich grob folgende Interessen identifizieren:

- Sicherung fairer und bezahlbarer Strom- und Gaspreise
- Erhalt und Schaffung nachhaltiger und zukunftsorientierter Arbeitsplätze bei der EnBW AG und in Baden-Württemberg
- Gestaltung eines klimaschonenden, risikoarmen und zukunftsverträglichen Energiesystems.

Wir sehen im Rahmen der künftigen Geschäftspolitik der EnBW AG folgende Möglichkeiten, diese Interessen wahrzunehmen:

- Die Höhe der Strom- und Gaspreise ist in liberalisierten Energiemärkten mit öffentlicher Netzregulierung von einzelnen Unternehmen nur in engen Grenzen beeinflussbar. Lediglich bei der Vertriebsmarge bestehen je nach Wettbewerbsintensität auf den Endkundenmärkten Spielräume, die im Sinne einer fairen Behandlung der weniger wettbewerbsorientierten Kunden nicht ausgereizt werden sollten. Moderate Renditen statt Maximalrenditen heißt hier die Devise aus Sicht der Kunden.
- Arbeitsplätze sind nur dann sicher, wenn sie in einem zukunftsfähigen System notwendig sind. Das in Deutschland angestrebte künftige Energiesystem mit den oben beschriebenen Leitplanken lässt kaum Raum für Arbeitsplätze im fossilen oder nuklearen Bereich, sondern sieht in den Bereichen erneuerbare Energien und Energieeffizienz/Energiedienstleistungen die Hauptperspektiven. Bei der EnBW AG arbeiten derzeit bereits fast doppelt so viele Angestellte im Bereich Energie- und Umweltdienstleistungen wie im Bereich Stromerzeugung und –handel; ein ehrgeiziger Ausbau der erneuerbaren Energien zur Stromerzeugung erscheint zusammen mit verstärkten Energieeffizienzaktivitäten geeignet, den mittelfristigen Wegfall von Arbeitsplätzen im fossilen und nuklearen Bereich zu kompensieren. Aktive Arbeitsplatzsicherung durch Ausbau zukunftsfähiger Geschäftsfelder statt Festhalten an alten Strukturen ist hier das Leitmotiv.
- Ein nachhaltiges Energiesystem ist klimaschonend, risikoarm und zukunftsverträglich. Die Mehrheit der Bevölkerung hält die Nutzung der Atomenergie für riskant und lehnt es ab, sie künftig zu nutzen. Auch in Baden-Württemberg zeigen Umfragen, dass die Mehrheit gegen die beschlossene Laufzeitverlängerung ist und sich schon gar nicht vorstellen kann, ein nukleares Endlager in ihrem Bundesland zu haben.²⁶ Der schnellstmögliche Ausstieg aus der Hochrisikotechnologie Kernkraft trägt nicht nur

²⁶ Vgl. Brost/Vorholz in der ZEIT vom 22.07.2010.

dem Sicherheitsbedürfnis der Bevölkerung Rechnung, sondern führt auch zur Befriedung der Gesellschaft. Die Weichen nachhaltig ohne Atomenergie zu stellen ist nach wie vor der Kern einer wirklichen Energiewende.

Eine stakeholderorientierte Geschäftspolitik der EnBW AG würde letztlich zu einer vollständigen Neuorientierung des Energiekonzerns führen, die durch eine Reihe von Grundsatzentscheidungen eingeleitet werden müsste. Eine Orientierung an den Interessen von *stakeholdern* anstelle oder in Ergänzung zu denen der *shareholder* wäre allerdings zumindest für ein Unternehmen der Größe der EnBW ungewöhnlich, wenn auch durch die Beteiligung des Landes in Verbindung mit der der OEW nicht unmöglich.

5.3 Grundsatzentscheidungen zur Zukunft der EnBW AG

Unabhängig von den derzeitigen Anteilseignern und deren energiewirtschaftlichen Zielen müssen für die Zukunft der EnBW AG zumindest die folgenden acht Schlüsselfragen beantwortet werden:

1. Wie sieht die Zukunft der Kernenergiesparte aus?
2. Soll der Neubau von Kohlekraftwerken weiter verfolgt werden?
3. Welche Rolle spielen die erneuerbaren Energien und die Kraft-Wärme-Kopplung?
4. Soll das Strom-Übertragungsnetz behalten werden?
5. Welche Perspektiven bietet das Gasgeschäft?
6. Wie sieht das künftige Beteiligungsportfolio aus?
7. Welche Eigentümerstruktur wird angestrebt?
8. Welche Rechtsform soll das Unternehmen haben?

5.3.1 Zur Zukunft der Kernenergiesparte

Trotz einer durchschnittlichen Laufzeitverlängerung von 12 Jahren für die bestehenden Atomkraftwerke gilt die Kernenergie in Deutschland als Auslaufmodell; alle künftigen Geschäftsmodelle müssen insofern davon ausgehen, dass der Betrieb von Atomkraftwerken in Deutschland mittelfristig nicht mehr zum Geschäftsportfolio der EnBW AG zählen wird. Zudem unterstellen wir, dass das Unternehmen kein internationaler Betreiber von Atomkraftwerken werden wird, da die damit verbundenen finanziellen Risiken angesichts der Unternehmensgröße und der öffentlichen Anteilseigner als zu hoch eingeschätzt werden.

Wie in Kapitel 3 bereits ausgeführt, war die Kernenergiesparte über viele Jahre die *Cash Cow* der EnBW AG. Eine solche *Cash Cow* würde nur dann verstoßen, wenn es der mehrheitliche Wille der Anteilseigner wäre. Sollte dies der Fall sein, ergeben sich kurzfristig folgende drei theoretische Handlungsoptionen:

- Verkauf der vier Atomkraftwerke
- Festlegung der Restmengen der vier Anlagen nach dem ursprünglichen Ausstiegsgesetz aus dem Jahr 2000, das hieße auch umgehende Stilllegung der beiden alten Anlagen.²⁷

²⁷ Diese Option würde ohnehin in Kraft treten, sollte die Verfassungsklage gegen die Laufzeitverlängerung erfolgreich sein und damit das ursprüngliche Ausstiegsgesetz wieder in Kraft gesetzt werden.

- Vorzeitige Stilllegung auch der beiden neueren Anlagen deutlich vor 2020 im Sinne einer maximalen Risikominimierung für Mensch und Umwelt.

Die erste Option wäre gleichsam der Garant dafür, dass der Käufer der Anlagen die gesetzlich vorgegebenen Restmengen vorbehaltlich ihrer betriebswirtschaftlichen Rentierlichkeit *maximal* ausschöpfen würde. Wenn mit einem solchen Verkauf das Ziel eines schnelleren Ausstiegs verfolgt werden sollte, scheidet diese Option faktisch aus.

Bei der zweiten Option wird ausdrücklich auf Gewinne verzichtet. Ob bzw. unter welchen Bedingungen letzteres aktienrechtlich überhaupt zulässig wäre, soll in Abschnitt 5.3.8 kurz beleuchtet werden.

Das gilt umso mehr für die dritte Option, obgleich diese energiepolitisch und ökologisch durchaus von vielen Akteuren favorisiert würde.²⁸

Schenkt man einer Studie der WestLB Glauben²⁹, macht es aber möglicherweise bereits aus ökonomischer Sicht Sinn, die beiden alten Meiler *Neckarwestheim 1* und *Philippsburg 1* kurzfristig stillzulegen, wenn sich hier die erforderlichen Nachrüstungen auf Grund der neuen Sicherheitsanforderungen nicht mehr rechnen. Verbleibende Reststrommengen würden dann auf die anderen beiden AKW verteilt.

Unsere Empfehlung zur Zukunft der Kernenergiesparte bei der EnBW AG stellt sich demnach wie folgt dar:

- **kein Verkauf der vier bestehenden Atomkraftwerke**
- **Stilllegung der beiden älteren AKW Neckarwestheim 1 und Philippsburg 1 so rasch wie möglich**
- **mittelfristig vollständiger Ausstieg aus der Atomstromerzeugung und damit die Stilllegung der beiden verbleibenden AKW (Neckarwestheim 2 und Philippsburg 2)**
- **keine Aufstellung der EnBW AG als internationaler Atomkraftwerksinvestor und -betreiber**

Als Standbein für die langfristige künftige Geschäftspolitik des Unternehmens wird die Kernenergie unseres Erachtens keine Rolle mehr spielen.

5.3.2 Zum Neubau von Kohlekraftwerken

Neben der Kernenergie bilden die Kohlekraftwerke das zweite wichtige Erzeugungsstandbein der EnBW AG; rund 4.000 MW heimische Stein- und knapp 1.000 MW heimische Braunkohlenkraftwerke tragen rund 30% zur gesamten Stromerzeugung des Konzerns in Deutschland bei (ohne langfristige Bezugsverträge). Darüber hinaus hat der Konzern noch Anteile an Kohlekraftwerken in einigen osteuropäischen Ländern.

Bedingt durch den europäischen CO₂-Emissionshandel und die ab 2013 stattfindende Vollauktionierung der CO₂-Zertifikate, aber auch durch den geplanten ehrgeizigen Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland kommen insbesondere die Steinkohlekraftwerke unter Druck, und es ist davon auszugehen, dass ihre Auslastungsstunden in den nächsten Jahren stark zurückgehen werden. Hinzu kommt, dass die Kraftwerke relativ inflexibel sind und damit letztlich ein Fremdkörper in einem Stromsystem, dessen künftige Säulen die

²⁸ Zudem hat Greenpeace unlängst aufgezeigt, dass ein vorzeitiger Ausstieg aus der Nutzung aller Atomkraftwerke in Deutschland bis 2015 energiepolitisch sinnvoll gestaltet werden kann. Vgl. Greenpeace 2010.

²⁹ Vgl. dazu Der SPIEGEL vom 9.12.2010: Drei Masterpläne für den Energieriesen.

(fluktuierenden) erneuerbaren Energien bilden werden. Insofern ist davon auszugehen, dass bestehende Kohlekraftwerke mittelfristig aus ökonomischen Gründen aus dem deutschen Stromsystem ausscheiden und durch erneuerbare Energien sowie wirtschaftliche Flexibilitätsoptionen (Gaskraftwerke, Speicher, Demand Side Management) ersetzt werden.

Daraus ergibt sich unmittelbar, dass der Neubau von Kohlekraftwerken in Deutschland keine ernsthafte Zukunftsoption für die EnBW AG ist. Ein stärkeres Engagement in ausländische Kohlekraftwerke wäre eine Wette darauf, dass sich der Ausbau der erneuerbaren Energien dort nicht so rasch entwickelt und/oder die Klimaschutzziele auf Dauer weniger ernst genommen werden.³⁰ Auf eine solche Wette sollte sich kein Unternehmen einlassen, das ernsthaft zum weltweiten Klimaschutz beitragen möchte.

Unsere Empfehlung zum Engagement der EnBW AG im Bereich der Kohlekraftwerke lautet daher:

- **maximale Flexibilisierung der bestehenden Kraftwerke, um ihren störenden Einfluss auf die Nutzung der erneuerbaren Energien zu minimieren**
- **kein Neubau von Kohlekraftwerken, weder in Deutschland noch im Ausland.**

5.3.3 Zur Rolle der erneuerbaren Energien

Wie in Abschnitt 3.5.6 bereits aufgezeigt wurde, ist das Engagement der EnBW AG im Bereich der „neuen“ erneuerbaren Energien noch stark unterentwickelt. In seiner Regierungserklärung vom 15. Dezember 2010 verkündete Ministerpräsident *Mappus* jedoch:³¹

„Die EnBW AG richtet ihren Strategieschwerpunkt klar am wachsenden Markt der regenerativen Energien aus.

- Das Unternehmen wird in den kommenden Jahren drei Milliarden Euro in erneuerbare Energien investieren.
- Die Stromerzeugung aus Wasser, Wind, Sonne und Bioenergie soll bis zum Jahr 2020 auf 14 Terawattstunden mehr als verdoppelt werden.“

Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die EnBW AG mehr als 10% der Stromerzeugung aus Wasserkraftwerken gewinnt und dass der Ausbau der Wasserkraft nur noch in sehr engen Grenzen möglich ist³², erscheinen diese Zielsetzungen als durchaus ehrgeizig. Es stellt sich die Frage, in welchen Bereichen ein Engagement der EnBW AG möglich erscheint. Zu unterscheiden sind dabei Aktivitäten innerhalb Deutschlands und insbesondere Baden-Württembergs und solche im europäischen Rahmen und darüber hinaus.

a) Nationale und regionale Aktivitäten

Die aktuelle Bundesländer-Vergleichsstudie zum Ausbau erneuerbarer Energien vom Juni 2010 hat gezeigt, dass vor allem das Potenzial der Windkraft in Baden-Württemberg bislang kaum genutzt wird.³³ So ist es z.B. festzuhalten, dass im Jahr 2010 hier gerade einmal 8(!) neue Windkraftanlagen aufgestellt wurden und mit einer installierten Leistung von rund 460

³⁰ Der in diesem Zusammenhang häufig genannte „Joker“ CCS (Carbon Capture and Storage) stellt unseres Erachtens weder ökonomisch noch ökologisch einen belastbaren Rettungsanker für neue Kohlekraftwerke dar.

³¹ Vgl. Regierungserklärung vom 15.12.2010, S.22.

³² Der Ausbau des Kraftwerks Rheinfeldern ist hier eine der bekannten Ausnahmen.

³³ Vgl. DIW 2010, S.103.

MW der letzte Platz unter allen großen Flächenländern in Deutschland „verteidigt“ wurde.³⁴ Wesentliche Gründe für die geringe Windkraftnutzung sehen Experten in einer restriktiven Genehmigungspraxis und einer jahrelangen negativen Grundhaltung der Landespolitik zur Windkraft.³⁵

Hier ergeben sich naheliegende Ansätze für die EnBW AG, zur Nutzung dieser Potenziale beizutragen. Allerdings ist zu beachten, dass bislang in erster Linie die Rahmenbedingungen in Baden-Württemberg eine weitergehende Nutzung der Windkraft verhindert haben, und dass bei einer Änderung dieser Rahmenbedingungen bereits zahlreiche andere Akteure mit wesentlich mehr Erfahrung im Bereich der Onshore-Windkraftnutzung in den Startlöchern stehen, um die neuen Möglichkeiten zu nutzen. Die EnBW AG stünde insofern in einem harten Wettbewerb, und die Entwicklung einer erfolgreichen Onshore-Windsparte wäre kein Selbstläufer. Andererseits erscheint der Markt für Onshore-Wind in Deutschland unter Berücksichtigung der Repowering-Möglichkeiten immer noch groß genug, als dass es sich für die EnBW AG nicht mehr lohnen würde, hier offensiv einzusteigen.

Das gilt mit Abstrichen auch für die Bioenergienutzung, wo in der energetischen Verwertung biogener Abfälle noch erhebliche Potenziale liegen, die in Kooperation mit den entsorgungspflichtigen Körperschaften erschlossen werden könnten.

Geothermie wird nach den jüngsten Rückschlägen kurzfristig wohl nur eine Randerscheinung bleiben; Photovoltaik hingegen ist – mit Ausnahme großer Freiflächenanlagen, deren Nutzung in der letzten EEG-Novelle jedoch eingeschränkt wurde - eher ein Geschäftsfeld für kleine und mittlere Unternehmen und weniger für ein Unternehmen wie die EnBW AG.

b) Überregionale Aktivitäten

Seit 2008 entwickelt die EnBW vier große Offshore-Projekte in der Nord- und Ostsee, die mit rund 1.200 MW Gesamtleistung immerhin fast die Leistung eines Atomkraftwerks erreichen:

- EnBW Windpark Baltic 1: ca. 50 MW, geplante Inbetriebnahme 2011
- EnBW Windpark Baltic 2 mit rund 300 MW
- zwei Windparks in der Nordsee mit jeweils ca. 400 MW

Am Desertec-Konsortium ist die EnBW AG im Unterschied zu den beiden anderen Energiekonzernen E.ON und RWE nicht beteiligt, obwohl die solarthermische Stromerzeugung neben Offshore-Wind als aussichtsreichste erneuerbare Technologie auf zentraler Ebene gilt. Auch im Testmarkt Spanien, wo deutsche Unternehmen wie Solar Millennium oder Novatec Biosol bereits erste Anlagen errichtet haben, ist die EnBW AG nicht präsent.

Im Bereich Wasserkraft möchte die EnBW AG in der Türkei und in ausgewählten Ländern Europas aktiv werden. Allerdings gab Vorstandschef Villis am 9. Februar 2011 bekannt, dass man „bei der Wasserkraft ... zurückrudern“ müsse.³⁶ Insgesamt wolle man bis 2013 die geplanten Investitionen von 7,9 auf 5,1 Mrd. EUR zurückfahren; davon solle rund ein Drittel in erneuerbare Energien gelenkt werden.³⁷ Diese Aussage steht im Widerspruch zur Regierungserklärung von Ministerpräsident *Mappus* vom 15. Dezember, der wie erwähnt von einem doppelt so hohen Investitionsvolumen für die Erneuerbaren ausgegangen ist.

³⁴ Vgl. Stellungnahme Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg vom 2.02.2011.

³⁵ Vgl. DIW/ZSW 2008: S. 81.

³⁶ Vgl. Stuttgarter Zeitung vom 9.02.2011: „EnBW kürzt die Investitionen“.

³⁷ Ebd.

Wir empfehlen im Hinblick auf die Zukunft der erneuerbaren Energien bei der EnBW AG folgende Punkte:

- **Eine deutliche Ausweitung der Aktivitäten im Onshore-Windbereich, insbesondere in Baden-Württemberg**
- **Festhalten an den bisherigen Plänen im Offshore-Windbereich und ggf. Ausweitung auf weitere Projekte im In- und Ausland**
- **Sondierung und Initiierung eines Engagements in der solarthermischen Stromerzeugung in Südeuropa/Nordafrika**

Dadurch wäre gesichert, dass sich die erneuerbaren Energien zu einem wichtigen Standbein der künftigen Geschäftspolitik entwickeln werden.

Exkurs: Kraft-Wärme-Kopplung (KWK)

Die Aktivitäten der EnBW AG im Bereich der KWK erstrecken sich einerseits auf eigene Kraftwerke in Baden-Württemberg an den Standorten Stuttgart (HKW Stuttgart-Gaisburg, HKW Stuttgart-Münster, HKW Altbach/Deizisau), Heilbronn (HKW) und Karlsruhe (Rheindampfkraftwerk (RDK)) sowie auf Beteiligungen an Kraftwerken wie dem Großkraftwerk Mannheim und der Fernwärme Ulm GmbH.

Es handelt sich dabei im Wesentlichen um Kohle-KWK, die unter Klimaschutzgesichtspunkten ein Auslaufmodell darstellt, da die spezifischen Emissionen sowohl für den Strom als auch für die Wärme deutlich zu hoch und mittelfristig mit den nationalen CO₂-Reduktionszielen nicht vereinbar sind.

Eine neue KWK-Strategie der EnBW, die einen Beitrag zum KWK-Verdopplungsziel des Bundes leisten sollte, müsste sich daher auf Erdgas- und Biogas-KWK konzentrieren und das gesamte Spektrum an Anlagen – von größeren Gas-GuD-Heizkraftwerken bis hin zu Mikro-KWK-Anlagen im Heizungskeller - abdecken (s. dazu dann Abschnitt 5.3.5).

Ende Exkurs

5.3.4 Das Übertragungsnetz

Durch den Verkauf ihrer Anteile am deutschen Übertragungsnetz haben E.ON und Vattenfall ungewollt den Druck auf die anderen Übertragungsnetzbetreiber erhöht, auch ihre Teilnetze im Einklang mit den Liberalisierungszielen der Europäischen Kommission zu veräußern und sich damit schließlich doch dem *ownership unbundling* zu unterwerfen. Selbst das RWE prüft Zeitungsberichten zufolge derzeit einen Teilverkauf seiner Transportnetztochter *Amprion* (FAZ vom 6.10.2010).

Es erscheint unwahrscheinlich, dass die EnBW AG sich dieser Entwicklung auf Dauer entziehen kann. Vielmehr spricht einiges dafür, dass sich das Unternehmen ohne den Anteilseigner EdF liberalisierungskonform verhalten und den Verkauf auf den Weg bringen wird. Möglicherweise hatte Vorstandschef Villis dies bereits im Hinterkopf, als er am 8. Februar 2011 Beteiligungsverkäufe für EUR 1,8 Mrd. in den nächsten drei Jahren in Aussicht stellte.³⁸

Unter Liberalisierungsgesichtspunkten sprechen ohnehin die meisten Argumente für eine eigentumsrechtliche Entflechtung des Übertragungsnetzes, u.a.

³⁸ Vgl. Financial Times Deutschland vom 9.02.2011: „Staatskonzern EnBW wird für Landesregierung zum Risiko.“

- Neutralisierung des Netzes als Voraussetzung für den diskriminierungsfreien Netzzugang und damit den Marktzutritt aller konkurrierenden Erzeuger
- Erleichterung und Effektivierung der Netzregulierung durch klare Interessentrennung
- Erhöhung der Versorgungssicherheit durch Anreize zum Netzausbau, die nicht durch Erzeugungsinteressen konterkariert werden.

Hinzu käme die Chance, dadurch den Weg frei zu machen für die Gründung einer einheitlichen deutschen Netz AG, wie sie in der Koalitionsvereinbarung der jetzigen Bundesregierung angedacht ist. Voraussetzung dafür ist jedoch unseres Erachtens eine Veräußerung an einen Nicht-Finanzinvestor, da Finanzinvestoren an Gesamtsynergien durch eine einheitliche Netz AG möglicherweise wenig Interesse hätten. Darüber hinaus wäre es sehr beunruhigend zu wissen, dass die wichtigste industriepolitische Infrastruktur der Bundesrepublik Deutschland in den Händen eines renditemaximierenden Akteurs ein Erpressungspotenzial darstellen könnte, dem der Staat in Gestalt der Netzregulierung nur mit immer höheren Renditeversprechen begegnen könnte.

Die unter den derzeitigen Umständen beste und schnellste Lösung wäre die Gründung einer öffentlichen Übertragungsnetz AG Baden-Württemberg, die eigentumsrechtlich getrennt von der restlichen EnBW AG im Laufe der Zeit in eine einheitliche deutsche Netz AG integriert werden könnte.

Unseres Erachtens sollte mit dem Strom-Übertragungsnetz bei der EnBW AG wie folgt verfahren werden:

- **Eine eigentumsrechtliche Entflechtung von der übrigen Gesellschaft**
- **Die Gründung eines Übertragungsnetz AG Baden-Württemberg mit dem Ziel, diese in eine bundesweite Netz AG zu integrieren**

Im Hinblick auf die künftige Geschäftspolitik sollte unseres Erachtens davon ausgegangen werden, dass das Strom-Übertragungsnetz kein Geschäftsfeld der EnBW AG mehr sein wird.

5.3.5 Das Gasgeschäft

Die Aktivitäten des Geschäftsfelds Gas erstrecken sich derzeit auf die Ferngas- und die Verteilstufe:

- Die Ferngasstufe (Midstream-Geschäft) umfasst Importverträge, die Importinfrastruktur, die Gasspeicherung sowie den Handel bzw. die Portfoliosteuerung.
- Die Verteilstufe (Downstream-Geschäft) umfasst Transport, Verteilung und Vertrieb von Gas.

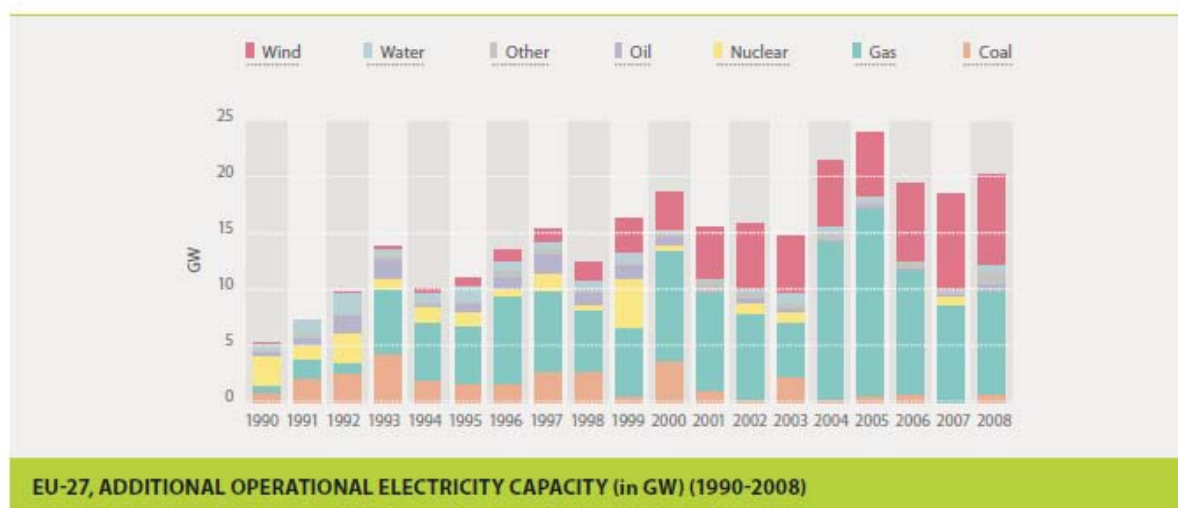
Das Gasgeschäft trägt nach einem Absatzeinbruch in 2010 nur noch zu gut 10 % zum Konzernumsatz und zu rd. 4 % zum EBIT bei. Sowohl Umsatz wie auch insbesondere EBIT sind dramatisch rückläufig, die Umsatzrendite ist unbefriedigend. Der Wettbewerb setzt dem Unternehmen stark zu und kann zumindest derzeit auch nicht positiv zum Ausbau des Geschäftsfelds genutzt werden.

Gemäß allen veröffentlichten Aussagen zur Unternehmensstrategie gehört das Gasgeschäft zum Kerngeschäft der EnBW AG. Wesentliche Akquisitionen der Vergangenheit (z.B. der Einstieg bei der EWE sowie das Bemühen um die VNG) sollten dazu beitragen, das Gewicht der Sparte zu erhöhen. Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktentwicklung scheint diese

Strategie jedoch hinterfragt zu werden. Zumindest steht die Option auf den Einstieg bei VNG aktuell auf dem Prüfstand.³⁹

Ein Verbleib der EnBW AG in dieser Sparte erscheint vor diesem Hintergrund nur dann realistisch, wenn sie mit anderen, rendite- und zukunftssträchtigeren Dienstleistungen kombiniert werden kann. Als Beispiele wären die Sicherstellung eines (günstigen) Gasbezugs für die Erzeugungssparte oder neue flächendeckende Contracting-Angebote z.B. im Bereich der Biogas-BHKWs und der Mikro-KWK zu nennen. Daneben könnte der Wegfall von Synergien bei einem Rückzug aus diesem Geschäftsfeld auch zu einer Belastung von anderen Sparten führen.

Anders sähe die Perspektive des Gasgeschäftes aus, wenn es der EnBW AG gelingen sollte, eine Kooperation mit einem starken Partner aufzubauen, der über günstige langfristige Gasbeschaffungsmöglichkeiten verfügt. Ohne Zweifel werden in Europa zur Flankierung der erneuerbaren Energien in den nächsten Jahren zahlreiche flexible Gaskraftwerke benötigt, wobei ohnehin festzuhalten ist, dass bereits in den letzten Jahren in der EU die beiden wesentlichen Säulen des Kapazitätswachses Gas- und Windkraftwerke gewesen sind, wie die nachfolgende Graphik demonstriert.⁴⁰



Wünschenswert erscheint uns daher für die Zukunft zumindest der Erhalt der Gas- sparte bei der EnBW, insbesondere zur Flankierung der anderen Geschäftsfelder. Auszuloten wäre zudem eine Ausweitung des Gasgeschäftes durch Kooperation mit einem starken Partner.

5.3.6 Das Beteiligungsportfolio

Das aktuelle Beteiligungsportfolio⁴¹ der EnBW AG ist sehr heterogen. Neben den beiden „Leuchtturmbeteiligungen“ Stadtwerke Düsseldorf und EWE sowie der Beteiligung an der MVV sind sowohl Anteile an kleineren regionalen oder kommunalen Energieversorgern, aber

³⁹ Vgl. Handelsblatt vom 8. Februar 2011: „EnBW macht mehr Gewinn – und investiert weniger“.

⁴⁰ Vgl. EU Commission 2009, S.72.

⁴¹ Vgl. die Übersicht der wesentlichen Beteiligungen in [Anlage 2](#).

auch größere Auslandsengagements im Bereich Erzeugung und Vertrieb erkennbar. Stark unterrepräsentiert ist auch hier die Sparte Gas.

Vor dem Hintergrund der aktuell angekündigten Strategie, sich von Beteiligungen im Wert von insgesamt rd. 1,8 Mrd. EUR trennen zu wollen, sich andererseits im Ausland engagieren zu wollen sowie der anstehenden Entscheidung zum Umgang mit der VNG stellt sich die Frage, wie mit den Beteiligungen künftig umgegangen werden soll.

Natürlich muss der Kauf oder Verkauf von Unternehmensanteilen mit der Gesamtstrategie des Unternehmens kompatibel sein. Ein Unternehmen mit starkem regionalen bzw. öffentlichen Fokus ist eher an regionalen Beteiligungen interessiert, ein Unternehmen, das auf den europäischen Erzeugungsmärkten führend sein möchte, muss auch im Ausland aktiv sein.

Vor diesem Hintergrund erscheint uns realistisch, von einem deutlich reduzierten Beteiligungsportfolio auszugehen, das nur noch Beteiligungen enthält, die den veränderten Rahmenbedingungen und der künftigen strategischen Ausrichtung Rechnung tragen. Die Erlöse aus der Veräußerung von Engagements sollten dazu dienen, den Umbau des Unternehmens und die notwendigen Investitionen zu finanzieren.

Exkurs: Mögliche Erlöse aus Veräußerungen

Eine genauere Analyse des Beteiligungsportfolios zeigt:

Der Buchwert aller at equity in den Konzernabschluss einbezogenen Unternehmen beläuft sich zum 31. Dezember 2009 (aktuellere Zahlen liegen uns nicht vor) auf rd. 3,8 Mrd. EUR. Dieser Buchwert entspricht dem anteiligen Eigenkapital der so konsolidierten Unternehmen. Wenn man unterstellt, dass die Unternehmenswerte mindestens den anteiligen Eigenkapitalien entsprechen, wäre also bei Veräußerung des gesamten Portfolios ein Erlös von etwa 4,0 Mrd. EUR zu erwarten. Ob und in welcher Höhe stille Reserven in den Buchwerten enthalten sind, kann verlässlich nicht ermittelt werden. Solche Reserven bleiben daher im Weiteren außen vor.

Im genannten Portfolio sind die Beteiligungen an der EVN (Österreich, Anteil 35,72 %) sowie der MVV (Mannheim, Anteil 15,05 %) enthalten. Das anteilige Eigenkapital dieser beiden Gesellschaften beläuft sich auf 1,2 Mrd. EUR, der Marktpreis zum 31. Dezember 2009 bei rund 1,0 Mrd. EUR (aufgrund der Börsenkursentwicklung beider Aktien dürfte der Marktwert heute kaum darüber liegen).

EnBW hat selbst angekündigt, Beteiligungen im Wert von 1,8 Mrd. EUR veräußern zu wollen. Unterstellt man, dass regionale Beteiligungen an mehrheitlich kommunalen Werken in Baden-Württemberg sowie die Beteiligungen an Gesellschaften im Bereich der Erzeugung erneuerbarer Energien nicht zur Disposition stehen, verbleiben nach unseren Berechnungen Beteiligungen mit einem anteiligen Eigenkapital von rd. **2,4 Mrd. EUR**. Um die genannten Erlöse erzielen zu können, wird damit der Verkauf auch von „Leuchtturmbeteiligungen“ unumgänglich sein. Dazu sollte wie oben bereits erwähnt das Stromübertragungsnetz gehören, bei dessen Veräußerung mit Verkaufserlösen von rund 300 Mio. EUR gerechnet werden kann.

Ende Exkurs

5.3.7 Zur künftigen Eigentümerstruktur

Ob das Land Baden-Württemberg seinen Anteil von 45% an der EnBW AG auf Dauer halten möchte, ist derzeit eine offene Frage. Als mögliche Veräußerungsoptionen wurden bereits genannt

- Verkauf an der Börse
- Verkauf an Stadtwerke und Regionalversorger in Baden-Württemberg

Geht man jedoch davon aus, dass ein zeitnaher Weiterverkauf nur unter Verlusten möglich wäre (vgl. Abschnitt 3.5.7), und geht man weiter davon aus, dass die Kommunen zumindest zeitnah kein sehr großes Interesse an einem Einstieg in dieses extrem von der Kernenergie abhängige Unternehmen haben,⁴² spricht einiges dafür, dass sich an der Eigentümerstruktur so rasch nichts ändern wird.

5.3.8 Zur künftigen Rechtsform

Wesentliche Schlüsselfragen zur Zukunft der EnBW AG beziehen sich darauf, ob die Atomkraftwerke gemäß dem ursprünglichen Ausstiegsgesetz des Jahres 2000 oder sogar noch früher stillgelegt werden sollten, wie mit den Übertragungsnetzen verfahren wird, wie schnell/stark man den Ausbau der erneuerbaren Energien vorantreiben wird und schließlich wie die geographische Ausrichtung des Unternehmens sich darstellen soll (siehe dazu Einzelheiten unter 5.4).

Alle diese grundsätzlichen Entscheidungen müssen von den Anteilseignern mitgetragen werden. Es stellt sich die Frage, ob Beschlüsse, die die Ertragslage des Unternehmens kurz- und mittelfristig massiv verschlechtern, in der heutigen Rechtsform einer Aktiengesellschaft überhaupt rechtskräftig zu treffen sind. Mit Rücksicht auf die Minderheitsaktionäre darf dies aufgrund der bestehenden Treuepflichten zumindest angezweifelt werden.

Ein „Hinausdrängen“ der Minderheitsaktionäre über einen sog. „squeeze out“ ist in der derzeitigen Konstellation eher schwierig und politisch laut Landesregierung ausdrücklich nicht angestrebt.

Sollte jedoch eine Konstellation eintreten, in der sich 100 % der Aktien in öffentlicher Hand befinden und sich diese Anteilseigner einig sind, wäre ein Ausstieg aus der Kernenergie grundsätzlich auch in der Rechtsform der AG umsetzbar. Gleiches wäre auch der Fall, wenn sich alle Aktionäre - unabhängig davon, ob öffentlich oder nicht - einig wären.

Allerdings wäre grundsätzlich zu prüfen, ob eine Änderung der Rechtsform der EnBW AG die Verfolgung von Gemeinwohlinteressen erleichtern würde. In Frage kämen hier eine öffentliche GmbH oder auch ein Genossenschaftsmodell.

⁴² Im Gegenteil könnten die Kommunen versuchen, ihre Netze von der EnBW AG zurückzukaufen und eigene Stadtwerke zu gründen. Am weitesten fortgeschritten ist dieser Diskussionsprozess bereits in Stuttgart, wo eine breite Bewegung sich für die Gründung von Stadtwerken stark macht.

5.4 Zukünftige Geschäftsmodelle

Nach den Ausführungen unter 5.3 gehen wir im Weiteren zusammenfassend von

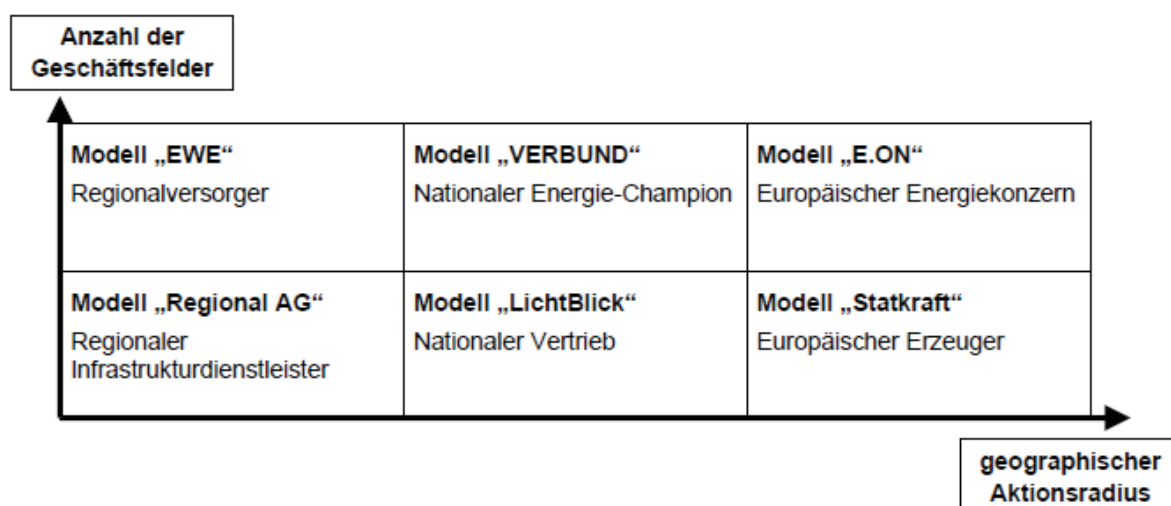
- dem mittelfristigen Auslaufen der Kernenergiesparte
- dem Verzicht auf den Neubau von Kohlekraftwerken
- der Entwicklung der erneuerbaren Energien zu einem Standbein der Geschäftspolitik
- dem Verkauf des Übertragungsnetzes
- zumindest einer Erhaltung der Gassparte
- einer deutlichen Reduzierung des Beteiligungsportfolios
- keiner Veränderung der Eigentümerstruktur und der Rechtsform

aus.

Unter strategischen Gesichtspunkten können zwei Dimensionen einer zukünftigen Geschäftspolitik der EnBW AG unterschieden werden:

- die geographische Dimension: Aufstellung des Unternehmens regional, national oder europäisch/international
- Spektrum und Anzahl der Geschäftsfelder: von der Fokussierung auf ein Geschäftsfeld innerhalb der energiewirtschaftlichen Wertschöpfungskette bis hin zu einer starken Diversifizierung auch über den Energiesektor hinaus.

Die folgende Matrix unterscheidet sechs unterschiedliche idealtypische Geschäftsmodelle, die im Folgenden näher beleuchtet werden sollen.



5.4.1 Modell „Statkraft“: Europäischer Erzeuger

Statkraft als einer der großen Stromerzeuger in Europa befindet sich zu 100% im Besitz des norwegischen Staates. Sein Erzeugungsportfolio beruht im Wesentlichen auf Gas- und Wasserkraftwerken sowie zunehmend auf anderen erneuerbaren Energien. Darüber hinaus ist das Unternehmen einer der Hauptakteure auf dem europäischen Stromhandelsmarkt und

versorgt traditionell mehr als 600.000 Kunden in Norwegen und Schweden mit Strom und Wärme.

Das Geschäftsmodell ist durch folgende Aspekte charakterisiert:

Modell „Statkraft“	
Hauptgeschäftsfeld	Stromerzeugung, Schwerpunkt Erneuerbare Energien und Gaskraftwerke
Verbundene Geschäftsfelder	Stromgroßhandel
geografisches Betätigungsfeld	Europa

Die folgende Übersicht fasst wesentliche Pro- und Contra-Argumente für die Perspektive der EnBW AG, sich als europäischer Stromerzeuger aufzustellen, zusammen:

Modell „Statkraft“	
Pro	Contra
Finanzierungsmöglichkeiten für Großanlagen (z.B. Gas GuD, Offshore, CSP-Anlagen) aktuell vorhanden	keine eigene traditionelle Primärenergiebasis vorhanden (z.B. Wasserkraft, Gas)
Know How im Bereich der Kraftwerke und der Wasserkraftnutzung vorhanden	in der Perspektive weniger Finanzierungsspielräume durch Auslaufen der Kernenergie und durch wenig kapitalkräftige öffentliche Anteilseigner
Tradingbereich vorhanden	

Ein ordnungspolitisches Zugeständnis für dieses Modell wäre sicher die eigentumsrechtliche Trennung vom Stromübertragungsnetz in Deutschland, um mögliche Interessenkollisionen zu vermeiden.

5.4.2 Modell „LichtBlick“: Nationaler Vertrieb

Die LichtBlick AG ist ein 1998 gegründetes Vertriebsunternehmen für Strom und Gas, das über 500.000 Kunden in Deutschland versorgt. Ende letzten Jahres hat das Unternehmen begonnen, Mini-BHKW bei Kunden in größeren Gebäuden zu installieren, die in der Perspektive ferngesteuert dazu beitragen sollen, größere Kraftwerke zu ersetzen und zudem die zunehmend fluktuierende Erzeugung zu ergänzen.

Das Modell auf einen Blick:

Modell „LichtBlick“	
Hauptgeschäftsfeld	Strom- und Gasvertrieb
Verbundene Geschäftsfelder	Dienstleistungen zur Kundenbindung; dezentrale Erzeugung (KWK, erneuerbare Energien) für eigenen „Ökostrom“
geografisches Betätigungsfeld	Deutschland

Die folgende Übersicht fasst einige Pro- und Contra-Argumente für die Perspektive der EnBW AG, einen nationalen Vertrieb von Strom und Gas als geschäftliches Standbein zu erhalten, zusammen:

Modell „LichtBlick“	
Pro	Contra
mit Yello als Firmentochter organisatorisch bereits gut aufgestellt	Ruf als Kernenergieunternehmen nicht hilfreich
Know How im Bereich Energiedienstleistungen vorhanden	Margen im Vertriebsbereich vergleichsweise gering, hohe Kundenzahl erforderlich

Als nationales Vertriebsunternehmen wäre es ordnungspolitisch geboten, dass sich die EnBW AG nicht bundesweit in Verteilernetze einkauft, da nur neutrale Netzbetreiber einen fairen unverzerrten Wettbewerb in allen Netzgebieten garantieren können.

5.4.3 Modell „Regional AG“: Regionaler Infrastrukturdienstleister

Die EnBW Regional AG ist der größte Verteilernetzbetreiber in Baden-Württemberg und eine 100-prozentige Tochter der EnBW-Holding. Zudem nutzt sie das vorhandene Know How in Sachen Energie und Netzdienstleistungen sowie Infrastruktur, IT-Services und Management und schnürt daraus Dienstleistungspakete für Kommunen und Stadtwerke in Baden-Württemberg.

Das Geschäftsmodell ist daher durch folgende Aspekte charakterisiert:

Modell „Regional AG“	
Hauptgeschäftsfeld	Betrieb von Strom- und Gasverteilernetzen
Verbundene Geschäftsfelder	Dienstleistungen für Stadtwerke und Kommunen in Sachen Netze
geografisches Betätigungsfeld	Baden-Württemberg

Die folgende Übersicht fasst Pro- und Contra-Argumente für die Perspektive der EnBW AG, weiterhin die Aufgaben eines regionalen Infrastrukturdienstleisters wahrzunehmen, zusammen:

Modell „Regional AG“	
Pro	Contra
mit der Regional AG als Firmentochter bereits sehr gut aufgestellt	starke Abhängigkeit von der Strom- und Gasnetzregulierung
regionale Dienstleistungsfunktion für flächendeckenden Erhalt und Ausbau der Infrastruktur im Strom- und Gassektor überall dort, wo es keine Stadtwerke gibt oder diese die Aufgabe lieber delegieren möchten	evtl. schrumpfender Bereich bei stärkerer Rekommunalisierung

Als regionaler Infrastrukturdienstleister wäre in der Region ordnungspolitisch eine Trennung von Erzeugung und Vertrieb geboten.

5.4.4 Modell „E.ON“: Globaler Energiekonzern

Die E.ON AG ist die Holding des größten nichtstaatlichen Energiekonzerns der Welt, der hauptsächlich im europäischen Gas- und Elektrizitätsgeschäft tätig ist. Die Geschäftstätigkeit der Konzernunternehmen umfasst die meisten Wertschöpfungsstufen der Energieversorgung. Bei der Stromversorgung ist E.ON in der Erzeugung, dem Handel und Vertrieb tätig. Bei der Gasversorgung ist der Konzern nach wie vor in allen Wertschöpfungsstufen tätig, beginnend bei der Förderung, über Handel und Transport, bis hin zum Vertrieb an den Endverbraucher.

Das Geschäftsmodell mit seinen wesentlichen Charakteristika:

Modell „E.ON“	
Hauptgeschäftsfeld	Stromerzeugung, Gasförderung und –import
Verbundene Geschäftsfelder	Strom- und Gashandel, Strom- und Gasvertrieb
geografisches Betätigungsfeld	weltweit

Die folgende Übersicht fasst die Pro- und Contra-Argumente für die Perspektive der EnBW AG, sich zu einem globalen Energiekonzern zu entwickeln, zusammen:

Modell „E.ON“	
Pro	Contra
Vermarktung des Kernenergie-Know Hows nur global möglich	Das Modell wäre nur zusammen mit einem großen strategischen Partner wie der EdF zu verwirklichen gewesen
hohe Wachstumsraten in Schwellenländern versprechen gute Geschäfte auf allen Stufen der Wertschöpfungskette	Öffentliche Körperschaften als Anteilseigner passen nicht zu einem sich im globalen Wettbewerb aufstellenden Unternehmen

Mit dem Ausscheiden der EdF ist dieses Geschäftsmodell wohl keine ernsthafte Option mehr.

5.4.5 Modell „Verbund“: Nationaler Champion

Die Verbund AG ist Österreichs größter Elektrizitätskonzern. Er deckt über 40 Prozent des österreichischen Strombedarfs und gewinnt 90 Prozent seiner Erzeugung aus Wasserkraft. Zudem besitzt und betreibt der Konzern das überregionale Stromnetz und ist fünftgrößter Stromvertrieb. Darüber hinaus hat er Geschäftsbeziehungen in mehr als 20 Länder und verfügt über 13 Niederlassungen bzw. Beteiligungen in Europa.

Das Geschäftsmodell ist durch folgende Aspekte charakterisiert:

Modell „VERBUND“	
Hauptgeschäftsfeld	Stromerzeugung und –transport
Verbundene Geschäftsfelder	Großhandel, Stromvertrieb
geografisches Betätigungsfeld	Deutschland

Die folgende Übersicht fasst die Pro- und Contra-Argumente für die Perspektive der EnBW AG, nationaler Champion in Deutschland zu werden, zusammen:

Modell „VERBUND“	
Pro	Contra
knüpft an das bestehende Geschäftsmodell an	Stromerzeugung und –transport in einer Hand ist im liberalisierten Markt auf Dauer nicht akzeptabel
	Kernenergie ist keine nachhaltige Basis für dieses Geschäftsmodell
	Die Zeiten politisch gewollter „nationaler Champions“ nähern sich dem Ende

Voraussetzung für die Akzeptanz des VERBUND-Modells in Deutschland wäre wohl, dass es sich um ein Bundesunternehmen handeln müsste, wie dies auch in Österreich der Fall ist. Das steht in Deutschland nicht mehr auf der Tagesordnung.

5.4.6 Modell „EWE“: Regionalversorger

Die EWE AG ist ein „Rundumversorger“ und Dienstleistungsunternehmen in den Bereichen Strom, Erdgas, Telekommunikation, Informationstechnologie und Umwelt. Seine Aktivitäten konzentrieren sich auf die norddeutsche Kernregion zwischen Ems und Elbe. Seit Juli 2009 ist die EnBW AG mit 26% an der EWE AG beteiligt.

Das Modell ist durch folgende Aspekte charakterisiert:

Modell „EWE“	
Hauptgeschäftsfeld	Regionale Versorgung mit Strom, Gas und Wärme; keine Eigenerzeugung
Verbundene Geschäftsfelder	Energiedienstleistungen, Wasser, Telekommunikation, Informationstechnologie, ÖPNV und Umwelt.
geografisches Betätigungsfeld	ausgewählte Regionen in Deutschland

Die folgende Übersicht fasst wesentliche Pro- und Contra-Argumente für die Perspektive der EnBW AG als reiner Regionalversorger zusammen:

Modell „EWE“	
Pro	Contra
Nutzung von Synergien durch stabile Kundenbeziehung	enge Kooperation zwischen Netz und Vertrieb entspricht nicht dem Geist der Liberalisierung, daher wäre hier eine Trennung von den Netzen angeraten
Profilierung als ökologisches Unternehmen möglich	guter Ruf Voraussetzung für den Erfolg des Modells
vergleichsweise geringes Investitionsrisiko, geringer Finanzbedarf	

Für die EnBW AG wäre das Modell dahingehend erweiterbar, dass es auf mehrere Regionen in Deutschland Anwendung finden könnte, zumal bereits eine Beteiligung an der EWE AG besteht und eine „strategische Partnerschaft“ vereinbart wurde.

5.4.7 Zusammenfassende Bewertung

Die EnBW AG steht in nächster Zeit vor mindestens drei großen Herausforderungen:

- Die bislang üppig sprudelnden Gewinne aus dem Betrieb alter abgeschriebener Atomkraftwerke werden durch die Einführung der Brennelementesteuer sowie durch die möglicherweise zeitnahe Stilllegung der beiden ältesten Kraftwerke spürbar abnehmen.
- Eine Zukunftsperspektive der Kraftwerkssparte durch Zubau von Atom- oder Kohlekraftwerken in Europa oder gar weltweit ist aus unterschiedlichen Gründen keine realistische Option der künftigen Geschäftspolitik; damit bricht jedoch die Hauptsäule des bisherigen Geschäftsmodells weg. Dies macht eine Neuausrichtung des Konzerns unausweichlich.
- Das Strom-Übertragungsnetz wird aller Voraussicht nach nicht im Eigentum der EnBW AG verbleiben können und somit als Geschäftssparte ebenfalls wegfallen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die EnBW AG in der bisherigen Größe überhaupt erhalten werden kann bzw. sollte oder ob es darum gehen muss, den drittgrößten Energiekonzern in Deutschland auf eine zukunftsfähige Größe zurückzuschrumpfen.

Die Beantwortung dieser Frage hängt davon ab, welche Geschäftsmodelle im liberalisierten Energiemarkt überhaupt zur Verfügung stehen und welche davon die EnBW AG unter einem Dach betreiben könnte. Für die von uns betrachteten sechs idealtypischen Modelle fallen die Antworten unterschiedlich aus:

- Das Modell „**globaler Konzern**“, das beispielsweise E.ON derzeit verfolgt, ist für die EnBW AG keine realistische Perspektive: die öffentlichen Anteilseigner dürften kaum in der Lage bzw. willens sein, das erforderliche Kapital für die entsprechenden Investitionen zu mobilisieren, und einen neuen strategischen Investor dafür zu gewinnen dürfte nach den Erfahrungen der EDF mit der baden-württembergischen Verankerung des Unternehmens äußerst unwahrscheinlich sein.
- Das Modell „**nationaler Champion**“, das seinerzeit insbesondere von der Regierung Schröder propagiert wurde, ist zumindest so lange keine Option mehr, wie die Europäische Kommission und das Europäische Parlament an der Liberalisierung der Energiemärkte festhalten und neben einer strikten Neutralisierung der Netze darauf bestehen, dass vorhandene Marktmacht in den unterschiedlichen Teilmärkten abgebaut wird und ein funktionsfähiger Wettbewerb stattfindet.

Damit bleiben die restlichen vier Modelle als realistische Optionen für die künftige Geschäftspolitik der EnBW AG übrig; die strategischen Handlungsmöglichkeiten sind demnach begrenzt. In einem ersten Schritt muss geprüft werden, ob alle vier Modelle unter einem Dach Platz haben oder ob es Inkompatibilitäten zwischen ihnen gibt, die zu einem Abschluss führen können.

Geht man davon aus, dass die Liberalisierung der Energiemärkte auch künftig nicht zur Disposition steht und ihre weitere Umsetzung politisch vorangetrieben wird, ergeben sich dazu folgende Aussagen:

- Das Modell „**Europäischer Erzeuger**“ ist mit allen anderen Modellen unter der Voraussetzung kompatibel, dass der mögliche Besitz von Netzen kein Diskriminierungspotenzial bietet.
- Das Modell des „**Regionalversorgers**“, der auch Verteilernetze besitzt und betreibt, widerspricht der Intention der Liberalisierung, die Netze weitgehend zu neutralisieren und damit Dritten einen diskriminierungsfreien Marktzutritt zu ermöglichen. Im Grunde handelt es sich bei diesem Modell um ein regionales Stadtwerk, das jedoch ob seiner Größe und seines Einflussbereiches ungleich marktmächtiger ist als ein einzelnes Stadtwerk und durch den Netzbesitz potentiell diskriminierend wirken kann. Ordnungspolitisch sauberer wäre es, das Modell des Regionalversorgers als vertrieblicher „Rundumversorger“ ohne Netzeigentum und -zugriff zu definieren.
- Die Modelle „**Regionalversorger**“ im obigen Sinne und „**Regionaler Infrastrukturdienstleister**“ schließen sich bezogen auf dieselbe Region aus; d.h. ein Regionalversorger, der zugleich die Netze in der Region besitzt und betreibt, stellt faktisch ein Regionalmonopol dar, das geeignet ist, den Wettbewerb massiv zu beschränken. Auf unterschiedliche Regionen bezogen sind jedoch beide Modelle unter einem Dach vorstellbar.
- Die Modelle „**Nationaler Vertrieb**“ und „**Regionaler Infrastrukturdienstleister**“ in einer Hand bieten theoretisch ein Diskriminierungspotenzial durch den Netzbetreiber, das aber faktisch so gut wie ausgeschlossen werden kann.
- Die Modelle „**Regionalversorger**“ und „**Nationaler Vertrieb**“ scheinen sich auf den ersten Blick einander zu widersprechen, da sich zwei Abteilungen im gleichen Haus Wettbewerb um Kunden liefern. Da sie jedoch überwiegend unterschiedliche Zielgruppen adressieren, ist zumindest ordnungspolitisch dagegen nichts einzuwenden.

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass alle vier Geschäftsmodelle mit den oben getroffenen Einschränkungen durchaus parallel unter einem Dach betrieben werden können.

In der folgenden Tabelle werden diesen vier Geschäftsmodellen die wesentlichen Bestandteile der Wertschöpfung zugeordnet.

Die Wertschöpfungsstufen der vier idealtypischen Geschäftsmodelle

Modell	Erzeugung Großanlagen	Erzeugung: KWK- Anlagen	Erzeugung: EEG- Anlagen	Speicher	Strom- Transport- netz	Verteilnetz	Vertrieb	Netz- Dienstleis- tungen	Energie- dienstleis- tungen
Europäischer Erzeuger	✓	✓	✓	✓	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Nationaler Vertrieb	⊗	✓	✓	⊗	⊗	⊗	✓	⊗	✓
Regionaler Infrastrukturdienstleister	⊗	⊗	⊗	✓	⊗	✓	⊗	✓	⊗
Regionalversorger	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	✓	✓	✓

✓ - Bestandteil des Geschäftsmodells

⊗ - kein Bestandteil des Geschäftsmodells

In einem zweiten Schritt wäre nun zu prüfen, ob die vier Modelle unter ökonomischen und ökologischen Aspekten als zukunftsträchtig bzw. nachhaltig einzustufen sind:

- Der „**Nationale Vertrieb**“ hat angesichts schmaler Margen in diesem Geschäft nur dann eine Zukunft, wenn über günstige Preise oder über die Produktqualität eine kritische Masse von Kunden erreicht werden kann. *Yello* als Tochter der EnBW AG hat diese kritische Masse von Kunden erreicht, allerdings stößt die bislang in erster Linie verfolgte reine Preisstrategie an Grenzen. Notwendig wäre eine Ergänzung der bisherigen Strategie durch eine Qualitätsstrategie, die vor allem auch ökologischen Erfordernissen Rechnung trägt.
- Der „**Regionale Infrastrukturdienstleister**“, wie ihn die EnBW AG mit der *Regional AG* als größtem Verteilernetzbetreiber in Baden-Württemberg bereits ausfüllt, ist ein attraktives Angebot für all jene Städte und Gemeinden, die sich schwer tun, im Rahmen der bestehenden Netzregulierung eigene Netze wirtschaftlich zu betreiben. Das trifft insbesondere auf kleinere Gemeinden zu, aber auch in den Fällen, in denen das vorhandene Know How und die finanziellen Mittel nicht ausreichen, den Anforderungen der Netzregulierung nachzukommen. Als regionaler Infrastrukturdienstleister muss man die Netze der Kommunen nicht in jedem Fall besitzen, sondern es sind auch vielfältige unterstützende Kooperationsformen denkbar. Das Geschäftsmodell ist umso aussichtsreicher, je ehrgeiziger die Bundesnetzagentur versucht, vorhandene Rationalisierungspotenziale in den Netzen zu erschließen. Hinzu kommen erhöhte Anforderungen an die Verstärkung und den Ausbau der Netze durch den Ausbau der erneuerbaren Energien, insbesondere in den Bereichen Wind Onshore und Photovoltaik.
- Der „**Regionalversorger**“ in Anlehnung an die EWE AG, an der die EnBW AG bereits beteiligt ist, ist dann aussichtsreich, wenn über den Strom- und Gasvertrieb hinaus Energie- und Umweltdienstleistungen angeboten werden, die den Kunden helfen, effizienter mit Energie umzugehen und die vorhandenen Effizienzpotenziale zu erschließen. Neben den üblichen Contracting- und Facility Management-Angeboten könnten hier die Bereiche Elektromobilität sowie Smart Metering/Smart Grids für neue Impulse sorgen.
- Das Modell des „**Europäischen Erzeugers**“ mit angegliedertem Energiehandel ist ohne Zweifel der Bereich, in dem sich die EnBW AG weitgehend neu aufstellen muss. Wenn man einmal davon ausgeht, dass der Neubau von Atom- und Kohlekraftwerken künftig in Europa kaum eine Rolle mehr spielen wird und stattdessen der Ausbau der erneuerbaren Energien und von Gaskraftwerken als Flankierung der erneuerbaren Energien im Zentrum steht, so stellen sich die Perspektiven der EnBW AG wie folgt dar:
 - Für den Bau und Betrieb von Gaskraftwerken fehlt dem Unternehmen der kostengünstige Zugang zum Gas; gleichwohl könnten sich hier bei einem liquider werdenden Gas-Großhandelsmarkt oder einem geeigneten Partner neue Möglichkeiten ergeben.
 - Große Regenerativanlagen mit hohem Investitionsvolumen wie Offshore-Windparks und solarthermische Kraftwerke sind aller Voraussicht nach wesentliche Grundpfeiler der künftigen europäischen Stromversorgung. Kein Erzeuger, der in Europa mitspielen möchte, kommt an diesen Anlagen vorbei. Im Unterschied zum früheren Kraftwerksbau sind diese Anlagen auf Grund bislang geringer Erfahrungen jedoch mit Investitionsrisiken behaftet, die dem Geschäft einen neuen Charakter verleihen.
 - Dezentrale Regenerativanlagen wie Onshore-Windparks, Biomasse-BHKWs oder Solaranlagen werden in Deutschland in erheblichem Umfang zur Errei-

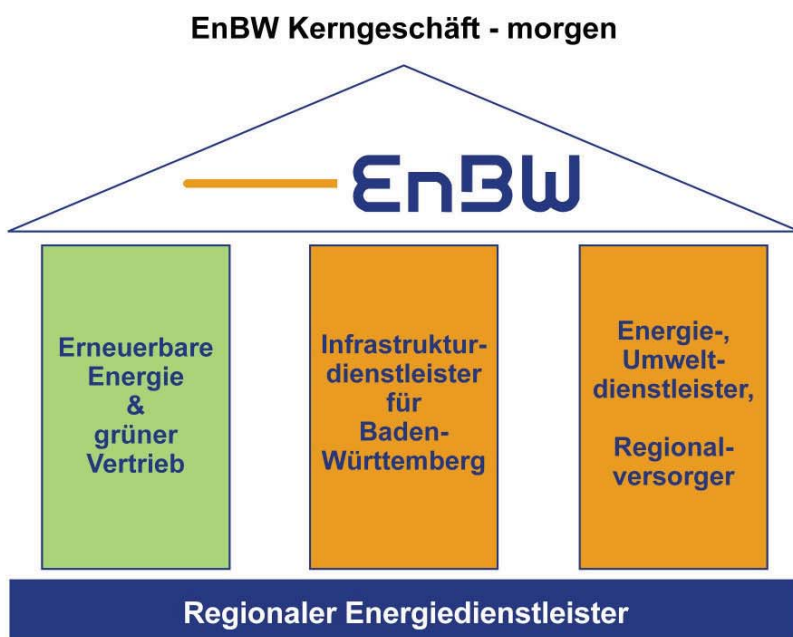
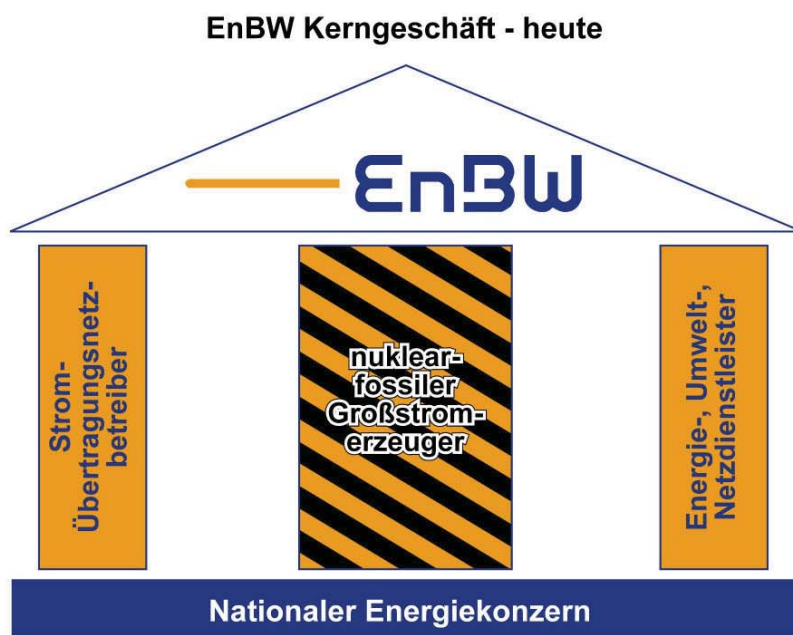
chung der gesteckten Regenerativziele beitragen müssen. In diesem Marktsegment gibt es einerseits bereits viele Akteure, andererseits könnte die EnBW AG hier insbesondere bei Windkraft für Baden-Württemberg noch zusätzliche Akzente setzen und den Ausbau auch im eigenen Interesse vorantreiben. Solange das EEG diese Art von Investitionen mit zwar moderaten, aber sicheren Renditen absichert, ergibt sich hier für die EnBW AG ohne Zweifel ein Geschäftsfeld, das in größerem Umfang erschlossen werden kann als in der Vergangenheit.

Insgesamt ist die Perspektive der EnBW AG als nachhaltiges Unternehmen in Baden-Württemberg damit grundsätzlich beschrieben:

Wandlung vom kernenergiedominierten Energiekonzern hin zum Infrastrukturdienstleister für Baden-Württemberg, der zudem den Ausbau der erneuerbaren Energien auf nationaler und europäischer Ebene als neuen Schwerpunkt vorantreibt und sich mit dem nationalen Vertrieb sauberer Energie einem zunehmenden Qualitätswettbewerb im Endkundenbereich stellt.

Auf Grund des vorhandenen Know Hows und zur Sicherung von Arbeitsplätzen wird darüber hinaus das Modell des Regionalversorgers weiterentwickelt und mit regionalen Partnern wie z.B. der EWE AG auf ausgewählte Regionen in Deutschland ausgeweitet.

Die folgende Graphik fasst diese Perspektive der EnBW AG noch einmal auf einen Blick zusammen:



Greenpeace-Grafik: B. Weiki, Quelle: Prof. Dr. Uwe Leprich, E&E Consult GbR, 2011

Die Basis als Infrastrukturdienstleister für Baden-Württemberg bietet zusammen mit den anderen drei definierten Säulen ein erhebliches Potenzial für eine ökologische Neuorientierung der EnBW AG. Dadurch ist ein grundlegender Paradigmenwechsel der Geschäftsstrategie beschrieben: weg von einem marktmächtigen Konzern mit Höchstrenditen für Risikotechnologien hin zu einem regionalen, an Nachhaltigkeit orientierten und auf Zukunftstechnologien setzenden Unternehmen.

Dieser Wechsel ist gleichzeitig eine wichtige Grundlage für ein besseres und glaubwürdiges Image des Unternehmens in Baden-Württemberg und darüber hinaus, das sich insbe-

sondere im Endkundenbereich bezahlt machen kann. In der Summe lässt sich damit ein Großteil der Arbeitsplätze des Konzerns in diesem Geschäftsmodell auch langfristig erhalten.

Gleichwohl bedeutet die Umsetzung dieser Perspektive die Verabschiedung als nationaler Energiekonzern und die Neudefinition als stärker regional orientiertes Unternehmen. Da sich durch die stärkere Dezentralisierung der Energieversorgung und die Liberalisierung der Märkte, verbunden mit dem Abbau von Marktmacht, die Zeiten marktbeherrschender nationaler Energiekonzerne ohnehin dem Ende zuneigen, würde die EnBW AG mit einer solchen Neuausrichtung ihrer Geschäftspolitik in gewisser Weise sogar eine Vorreiterrolle einnehmen, an der sich die anderen Konzerne – so sie sich denn nicht global aufstellen wollen – orientieren können.

6 Ausblick

Die Übernahme der EdF-Anteile an der EnBW AG durch das Land Baden-Württemberg ist ohne Zweifel allein durch den hohen Kaufpreis als riskantes Geschäft einzustufen.

Bei genauerer Betrachtung werden zudem die erheblichen Probleme offenkundig, die das Unternehmen derzeit charakterisieren: extreme Abhängigkeit von der Kernenergie bei gleichzeitigem Hinterherhinken bei der Nutzung erneuerbarer Energien, letztlich wohl aussichtsloses Festhalten am Stromübertragungsnetz und eine Kraftwerks- und KWK-Strategie, die durch das einseitige Setzen auf Kohle nicht nachhaltig ist.

Sollten sich die Rahmenbedingungen für die EnBW AG weiter verschlechtern – vor allem durch eine realistischere ins Kalkül zu ziehende Aufhebung der Laufzeitverlängerung unter Beibehaltung der Brennelementsteuer, aber auch durch künftige Klimaschutzvereinbarungen und –beschlüsse, die die Kohlekraftwerke noch weiter unter Druck setzen – kann das Unternehmen schnell zum Sanierungsfall werden.

Jede künftige Landesregierung ist gut beraten, diesen *worst case* zu antizipieren und sehr rasch eine Geschäftsstrategie entwickeln zu lassen, die die größten finanziellen Risiken für das Land Baden-Württemberg abwendet und zudem die vorhandenen Arbeitsplätze so weit wie möglich absichert.

Wir haben mit dieser Kurzstudie Überlegungen für eine grundlegende Konzeption einer künftigen strategischen Ausrichtung der EnBW AG vorgelegt, die letztlich einen Abschied von der bisherigen Konzernphilosophie bedeuten und zu einem vorrangig in der Region verankerten Unternehmen führen, das insbesondere in den Dienstleistungs-, Netz- und Vertriebsbereichen agiert und durch eine ökologische Ausrichtung nachhaltige Arbeitsplätze sichern und die regionale Wertschöpfung stärken kann. Ob die EnBW AG diesen oder einen anderen Weg einschlagen soll, müssen die Anteilseigner sehr rasch entscheiden.

Literatur

- DIW/ZSW: Vergleich der Bundesländer: Best Practice für den Ausbau Erneuerbarer Energien – Indikatoren und Ranking, Berlin, Stuttgart 2008
- DIW: Bundesländer-Vergleichsstudie mit Analyse der Erfolgsfaktoren für den Ausbau der Erneuerbaren Energien 2010, Forschungsprojekt des DIW Berlin und des ZSW Stuttgart im Auftrag und in Kooperation mit der Agentur für Erneuerbare Energien e.V. Berlin, Berlin und Stuttgart, Juni 2010
- EnBW: Geschäftsbericht 2009. Mit Energie gemeinsam wachsen. Karlsruhe: EnBW. Link: http://www.enbw.com/content/de/investoren/_media/_pdf/gb_2009.pdf
- European Commission/Directorate-General for Energy: Market Observatory for Energy, Report 2009, Luxembourg, December 2009
- Greenpeace: Klimaschutz: Plan B 2050 – Energiekonzept für Deutschland, Studie erstellt von Eutech Energie und Management GmbH, Aachen 2010
- Hüffer, Uwe; Aktiengesetz Kommentar, 5. Auflage, München, Verlag C.H. Beck, 2002
- IÖW: Investitionen der vier großen Energiekonzerne in Erneuerbare Energien, Bestand, Ziele und Planungen von E.ON, RWE, EnBW und Vattenfall konzernweit und in Deutschland, Studie für Greenpeace, Berlin, März 2009
- LBD/Ben Schlemmermeier: Kritische Anmerkungen zum Übernahmepreis der EnBW-Beteiligung des Landes Baden-Württemberg, Präsentation im Rahmen eines Pressegesprächs von Bündnis 90/Die Grünen Baden-Württemberg am 17.02.2011 in Stuttgart
- Leprich, Uwe/Junker, Andy: Stromwatch 3 – Energiekonzerne in Deutschland, Studie für die Bundestagsfraktion Bündnis 90/Die Grünen, Saarbrücken, Oktober 2010
- Monopolkommission: Strom und Gas 2007: Wettbewerbsdefizite und zögerliche Regulierung Sondergutachten gemäß § 62 Abs. 1 EnWG, Bonn 2007
- NECKARPRI: Angebotsunterlage „Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) an die Aktionäre der EnBW Energie Baden-Württemberg AG vom 7. Januar 2011
- Regierungserklärung: Regierungserklärung von Ministerpräsident Stefan Mappus am 15. Dezember 2010 „Verantwortungsbewusste Standortpolitik für Baden-Württemberg - Der Kauf der EnBW-Anteile durch die Landesregierung“
- SRU: Sachverständigenrat für Umweltfragen – Wege zur 100% erneuerbaren Stromversorgung, Sondergutachten, Januar 2011
- Timm, Wolfram; Zur Anfechtung des Auflösungsbeschlusses einer Aktiengesellschaft und zur gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht der Aktionäre, NJW 1988, 1582 f.
- Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg: Stellungnahme zum Antrag der Abg. Franz Untersteller u. a. GRÜNE - Ausbau der Windkraft im Jahr 2010 (Drucksache 14/7432) vom 2.02.2011

Zeitungsartikel/Pressemitteilungen (chronologisch)

- Brost, Marc/Vorholz, Fritz: Schon wieder Ärger mit dem Volk, in: Die ZEIT vom 22.07.2010
- CDU: Thema der Woche 49/2010

Der SPIEGEL vom 9.12.2010: „Drei Masterpläne für den Energieriesen“

Handelsblatt vom 17.01.2011: Interview mit Villis (EnBW)

ka-news.de vom 17.01.2011: „Schmidt-Kühner und Stober (SPD): EnBW-Erwerb große Chance für aktive Industriepolitik“

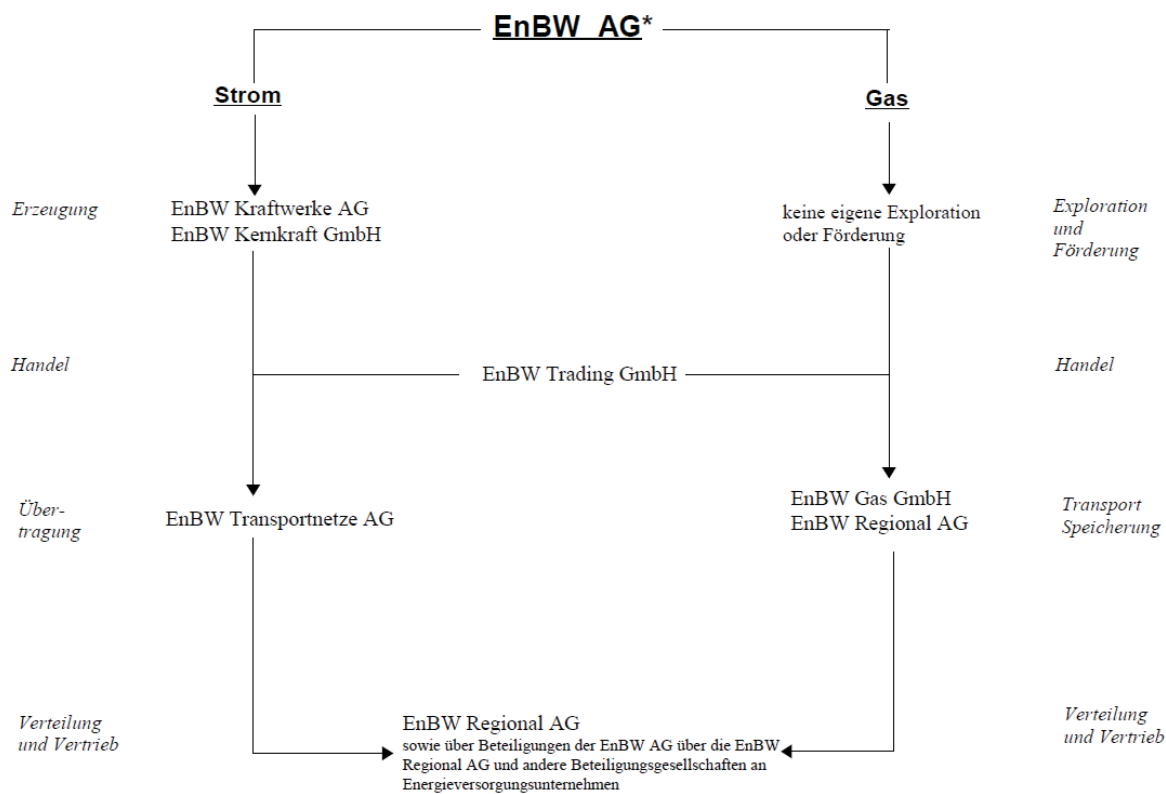
EnBW: Pressemitteilung vom 8. 02. 2011: „Vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2010“

Handelsblatt vom 8. 02. 2011: „EnBW macht mehr Gewinn – und investiert weniger“.

Stuttgarter Zeitung vom 9.02.2011: „EnBW kürzt die Investitionen“

Financial Times Deutschland vom 9.02.2011: „Staatskonzern EnBW wird für Landesregierung zum Risiko.“

Anlage 1: Die EnBW AG als Holding



*Quelle: Eigene Erhebungen auf Basis der Hoppenstedt-Konzernstrukturdatenbank sowie von Geschäftsberichten und Internetinformationen der Unternehmen

Quelle: Monopolkommission 2007, Anhang A1

Anlage 2: Wesentliche Beteiligungen des EnBW Konzerns

Wesentliche Beteiligungen für das Geschäftsfeld Strom Netz und Vertrieb⁴³

	Fußnote	Sitz	Kapital- anteil1 (in %)	Eigen- kapital2 (in Tsd. €)	Ergebnis2 (in Tsd. €)	Umsatz- erlöse2 (in Tsd. €)
Geschäftsfeld Strom Netz und Vertrieb						
EnBW Ostwürttemberg						
DonauRies AG		Ellwangen	99,73	105.442	- ⁴	454.243
ZEAG Energie AG		Heilbronn	98,26	143.472	19.320	118.147
Stadtwerke Düsseldorf AG	6	Düsseldorf	54,95	375.214	66.042	1.882.129
ENSO Energie Sachsen Ost AG		Dresden	50,11	336.123	62.297	1.235.751
EVN AG	3, 5	Maria Enzersdorf/ Österreich	35,72	3.127.179	198.009	2.727.018
DREWAG-Stadtwerke Dresden GmbH	6	Dresden	35,00	301.902	- ⁹	1.022.952
Budapesti Elektromos Művek Nyrt. (ELMÜ)	6	Budapest/ Ungarn	27,25	960.337	60.429	1.074.435
Eszak-Magyarországi Áramszolgáltató Nyrt. (EMASZ)	6	Miskolc/ Ungarn	26,83	336.217	27.528	453.922
FairEnergie GmbH	6	Reutlingen	24,90	90.766	- ⁹	220.999
Stadtwerke Karlsruhe GmbH	6	Karlsruhe	20,00	165.710	- ⁹	1.092.760
e.wa riss GmbH & Co. KG	6	Biberach	50,00	13.740	4.208	43.454
Energie- und Wasserwerke Bautzen GmbH	6	Bautzen	49,00	16.630	- ⁹	45.027
Stadtwerke Weinheim GmbH	6	Weinheim	39,32	26.762	2.488	53.571
Elektrizitätswerk Mittelbaden AG & Co. KG	6	Lahr	34,74	39.843	12.093	164.590
Stadtwerke Elbtal GmbH	6	Radebeul	30,00	7.417	- ⁹	51.571
Albwerk GmbH & Co. KG	6	Geislingen an der Steige	25,10	14.994	5.816	74.510
Energie- und Wasserversorgung Bruchsal GmbH	6	Bruchsal	25,10	21.993	- ⁹	48.821
ENRW Energieversorgung Rottweil GmbH & Co. KG	6	Rottweil	25,10	23.329	1.679	70.820
Stadtwerke Schwäbisch Gmünd GmbH	6	Schwäbisch Gmünd	25,10	22.701	- ⁹	72.211
Stadtwerke Sindelfingen GmbH	6	Sindelfingen	25,10	25.314	4.838	68.614
Stadtwerke Nürtingen GmbH	6	Nürtingen	25,00	29.732	1.397	40.795
Zespól Elektrocieplowni Wrocławskich Kogeneracja S.A.	6	Breslau/ Polen	15,59	185.507	13.521	122.186
MVV Energie AG	5	Mannheim	15,05	859.756	62.313	1.543.279

43

1 Anteile des jeweiligen Mutterunternehmens berechnet nach § 313 Abs. 2 HGB (Stand: 31. Dezember 2009).

2 Bei Einzelgesellschaften entstammen die Angaben den nach landesspezifischen Vorschriften aufgestellten Abschlüssen und zeigen nicht den Beitrag der Gesellschaften zum Konzernabschluss. Bei Abschlüssen in ausländischer Währung erfolgt die Umrechnung für

3 Angaben für den Teilkonzern nach IFRS.

4 Ergebnisabführungsvertrag beziehungsweise Beherrschungsvertrag beziehungsweise Verlustübernahmeerklärung.

5 Abweichendes Geschäftsjahr.

6 Vorjahreswerte.

7 Gehalten über die EnBW Eni Verwaltungsgesellschaft mbH, Karlsruhe (EnBW-Anteilsbesitz: 50 %), die aufgrund einer Casting-Vote-Regelung vollkonsolidiert wird.

8 Vor Berücksichtigung eigener Aktien der Gesellschaft.

9 Ergebnisabführungsvertrag gegenüber Dritten.

Wesentliche Beteiligungen für das Geschäftsfeld Strom Erzeugung und Handel²

	Fußnote	Sitz	Kapital- anteil1 (in %)	Eigen- kapital2 (in Tsd. €)	Ergebnis2 (in Tsd. €)	Umsatz- erlöse2 (in Tsd. €)
Geschäftsfeld Strom Erzeugung und Handel						
EnBW Kernkraft GmbH		Obrigheim Laufenburg/	99,80	10.000	- ⁴	964.555
Energiedienst Holding AG	3	Schweiz	81,72 ^B	848.600	82.900	735.700
Kraftwerk Bexbach Verwaltungsgesellschaft mbH		Bexbach an der Saar	66,66	23.010	1.151	2.383
Borusan EnBW Enerji yatırımları ve Üretim A. Ş.	3	Istanbul/ Türkei	50,00	52.609	-5.404	2.288
Fernwärme Ulm GmbH	5	Ulm/Donau	50,00	24.116	4.806	54.820
Pražská teplárenská a.s.	6	Prag/ Tschechien	48,45	298.381	56.684	227.401
Elektrownia Rybnik S.A.	6	Rybnik/ Polen	32,44	183.583	27.090	438.802
Grosskraftwerk Mannheim AG	6	Mannheim	32,00	114.142	6.647	502.913
Mátrai Erőmű ZRt. (MATRA)	6	Visonta/ Ungarn	21,71	241.585	54.086	345.265
Schluchseewerk Aktiengesellschaft	6	Laufenburg/ Baden	50,00	59.339	2.809	98.672
Kraftwerk Ryburg-Schwörstadt AG	5, 6	Rheinfelden/ Schweiz	38,00	26.061	1.153	6.782

Wesentliche Beteiligungen für das Geschäftsfeld Gas²

	Fußnote	Sitz	Kapital- anteil1 (in %)	Eigen- kapital2 (in Tsd. €)	Ergebnis2 (in Tsd. €)	Umsatz- erlöse2 (in Tsd. €)
Geschäftsfeld Gas						
Erdgas Südwest GmbH		Karlsruhe	79,00	42.904	11.078	181.687
Stadtwerke Esslingen am Neckar GmbH & Co. KG	6	Esslingen am Neckar	49,98	55.602	3.009	77.111
Heilbronner Versorgungs GmbH Technische Werke Schussental GmbH & Co. KG	6	Heilbronn	25,10	36.375	- ⁹	115.665
	6	Ravensburg	25,10	23.155	5.631	67.824

Wesentliche Beteiligungen für Energie- und Umweltdienstleistungen²

	Fußnote	Sitz	Kapital- anteil1 (in %)	Eigen- kapital2 (in Tsd. €)	Ergebnis2 (in Tsd. €)	Umsatz- erlöse2 (in Tsd. €)
Geschäftsfeld Energie- und Umweltdienstleistungen						
AWISTA Gesellschaft für Abfallwirtschaft und Stadtreinigung mbH	6	Düsseldorf	51,00	38.784	8.257	155.760
Industriekraftwerke Oberschwaben beschränkt haftende OHG	6	Biberach an der Riß	50,00	9.529	5.876	40.603
Zweckverband Landeswasserversorgung	6	Stuttgart	27,17	108.228	-39.988	40.867
Zweckverband Bodensee- Wasserversorgung	6	Stuttgart	22,35	144.094	-47.516	52.140