

M&A im Glasfasermarkt

Ein Leitfaden zur strukturierten mehrdimensionalen Verwertung der Infrastruktur als Asset.

Ralf Schliesser | Tom Ruthsatz

FEBRUAR 2026

Die Migration von Kupfer auf Glasfaser hält das BMD5 für dringend erforderlich. Glasfasernetze gelten ihm zufolge als entscheidend für die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und sind im Vergleich etwa zu VDSL, Kabelnetzen und Mobilfunk deutlich energieeffizienter. Gleichwohl bleibt die Geschwindigkeit der Kuper-Glas-Transformation hinter den Hoffnungen der Branche zurück.

Viele Endkunden nutzen weiterhin die Kupferinfrastruktur-basierte Produkte. Damit bleiben die Auslastungen der Glasfaserausbaugelände hinter den Erwartungen zurück. Dies betrifft vor allem kleinere Ausbauten oder Ausbaugelände in ländlichen Regionen, die vielfach von Stadtnetzbetreibern oder kleineren Telekommunikationsanbietern betrieben werden. Dieses können aufgrund der geringen Auslastung, verbunden mit in den letzten Jahren relevant gestiegenen Ausbau- und Betriebskosten nicht mehr kosteneffizient betrieben werden und entwickeln sich zunehmend zu einer Belastung des Kerngeschäfts.

Darüber hinaus bestehen für vorhandene oder im Aufbau befindliche Glasfaserinfrastruktur relevante Abwertungsrisiken, da der Markt bei deren Bewertung von einer reinen Reichwei-

tenbetrachtung (Footprint: Homes passed) zu einer wertschöpfungsgetriebenen Betrachtung (Zählbare Kundenverträge: Homes Connected) schwenkt. Gleichwohl müssen die einmal durch die Glasfaserinfrastruktur angebunden Kunden aus regulatorischen Gründen weiter versorgt werden.

Hieraus ergibt sich ein Spannungsfeld zwischen fehlender Rentabilität der Infrastruktur durch niedrige Kunden-Penetration und der gleichzeitigen Verpflichtung zur Erfüllung der bestehenden Kundenverträge. Als Folge ist eine Restrukturierung des Geschäfts erforderlich, die gleichzeitig das Spannungsfeld auflöst.

Dies wird über die Verwertung der Glasfaserinfrastruktur, ohne diese weiter betreiben zu müssen, erreicht.

Dies kann einerseits durch eine Restrukturierung mit dem Ziel der Stärkung von finanziellen Reserven erfolgen, etwa durch eine Veräußerung der Infrastruktur an einen Investor. Alternativ können darüber hinaus noch weitere Zwecke verfolgt werden, etwa die Stärkung eines (neuen) Geschäftsmodells, die die Bereitstellung von Plattformdiensten, IT-Services, etc..



Ziele

- Infrastruktur-Verwertung unter Vermeidung von Impairment
- Wandlung des Kaufpreises in geldwerte Vorteile für das Kerngeschäft des Infrastruktur Verkäufers

1. Herstellung Verständnis für Kerngeschäft

- Verständnis Geschäftsvolumen
- Prüfung anwendbarer Hebel (z.B. Wholesale-Preise)
- Bewertung der Hebel hins. Relevanz im zukünftigen Geschäftsmodell

2. Identifikation geldwerter Vorteile

- Erarbeitung geldwerter Vorteile z.B. verbesserte Wholesale-Konditionen
- Ermittlung der Auswirkung einer Anwendung der geldwerten Vorteile
- Berechnung der Konditionen, um Impairment zu vermeiden

3. Bewertung möglicher Verwertungsmodelle

- Gegenüberstellung verschiedener Modelle
- Betrachtung der Auswirkungen
- Entscheidung für bevorzugtes Modell inkl. Deal-Struktur

Abbildung 1 | MRC-Projektbeispiel zum methodischen Vorgehen bei der Modellidentifikation

Quelle: Mücke Roth & Company

Hieraus ergibt sich die Auswahl in Frage kommender Verwertungsmodelle:

Dies kann die Veräußerung an einen Infrastrukturinvestor sein, wobei nicht davon auszugehen ist, dass hierbei mehr als die im Marktdurchschnitt aufgewendeten Kosten von 600-1300 EUR pro Home passed Erlöst werden. Auch löst dies nicht das Problem der Versorgung der bestehenden Kunden, an deren Erhalt ein Interesse bestehen wird, sofern kein vollständiger Rückzug aus dem TK-Markt geplant ist.

Denkbar ist auch die Inanspruchnahme des Leasing-Modells der Deutschen Telekom. Für einen sehr niedrigen zweistelligen Euro Betrag pro Home passed würde die Glasfaserinfrastruktur an die Deutsche Telekom verpachtet und für diese betrieben. Dadurch vermarktet die Telekom ihre Produkte auch in Konkurrenz zum Betreiber der Infrastruktur. Das Modell ist besonders geeignet für Unternehmen, die künftig reiner Infrastrukturbetreiber ohne Endkundengeschäft sein wollen.

Möglich ist auch die Verhandlung eines Sachtausches mit anderen Infrastrukturanbietern. Dies kann z.B. die Gewährung eines Rechts auf Zugang auf deren Infrastruktur sein, um so den eige-

nen Footprint zu erweitern, oder auch die Nutzung von Drittinfrastruktur zur Realisierung von Backbone oder Transport, z.B. zur Anbindung von Rechenzentren. Diese Lösung bietet vor allem die Möglichkeit, sowohl die eigene Glasfaserinfrastruktur zu verwerten als auch die bereits auf dieser Infrastruktur angebundenen Kunden weiter mit Endkundenleistungen, auf Basis von Vorleitungen des Erwerbers, zu versorgen.

Zudem bietet dieses Vorgehen die Möglichkeit, durch Einbringung der für die Hingabe der vorhandenen Infrastruktur erlangten Vorteile, Rechte, Gelder, usw. in das (neue) Kerngeschäft den Firmenwert über den reinen Wert der Infrastruktur hinaus zu erhöhen. Dies kann z.B. durch Erschließung neuer Kundengruppen auf Basis von neuen Vorleistungsprodukten, geschehen. Für die Vorbereitung der Verwertung und eines späteren Deals ist die Bewertung der eigenen Infrastruktur wichtig. Dies sollte unter Verwendung verschiedener Ansätze erfolgen. Zum einen der Bestimmung des Substanzwertes und Buchwertes, zum anderen auch der Ermittlung eines möglichen Marktwertes über eine DCF-Analyse. Dies ist vor allem in Fällen relevant, in denen die Infrastruktur nicht gegen Geld an einen Investor veräußert werden soll.

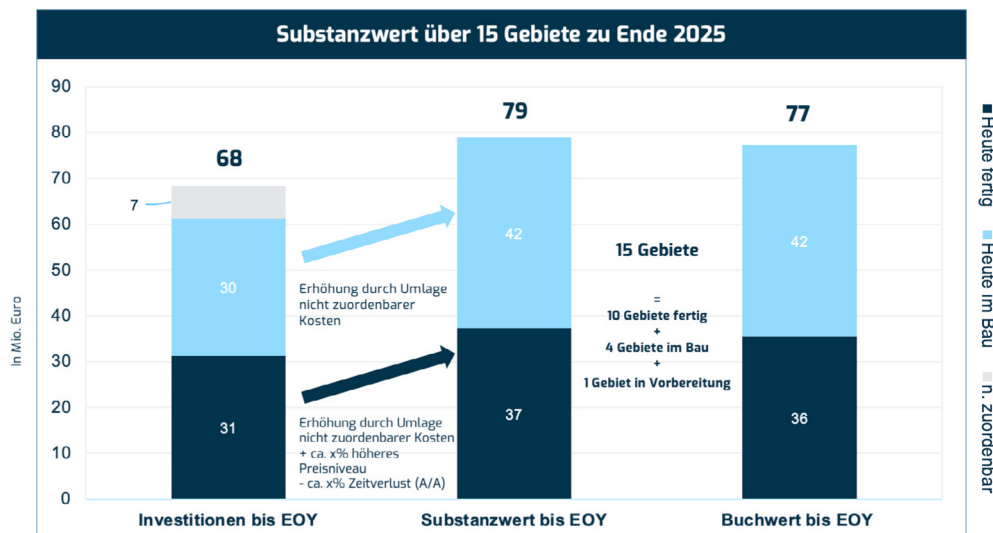


Abbildung 2 | MRC-Projektbeispiel für die Bewertung der Infrastruktur | Substanz- & Buchwert
 Quelle: Mücke Roth & Company

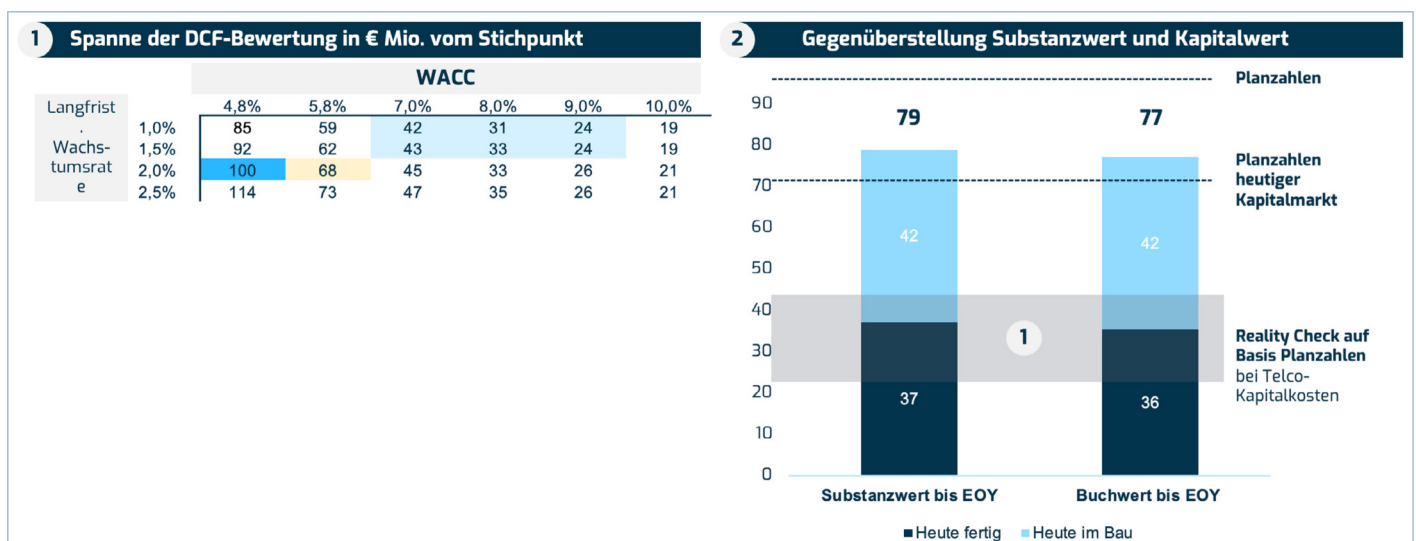


Abbildung 3 | MRC-Projektbeispiel für die Bewertung der Infrastruktur | DCF-Analyse für tatsächlich realisierbaren Wert
 Quelle: Mücke Roth & Company

Auf Basis der Zielsetzung und der Bewertung kann eine Identifikation von Zielinteressenten erfolgen. Dies ist abhängig vom Verwertungsmodell. Für den häufig zielgerichteten Fall der Verwertung der Infrastruktur mit einem anderen Marktteilnehmer, z.B. um Zugang zu dessen Infrastruktur-Ressourcen zu erlangen, erfordert dies ein Marktscreening und eine Einordnung

nach Werthaltigkeit einer möglichen Kooperation. In diesem Fall setzt sich der Kaufpreis aus unterschiedlichen Bestandteilen zusammen. Diese umfassen sowohl Cash-Bestandteile als auch die Einräumung von Rechten. Dies führt zu einem Ranking für die dann erfolgende Ansprache möglicher Interessenten.

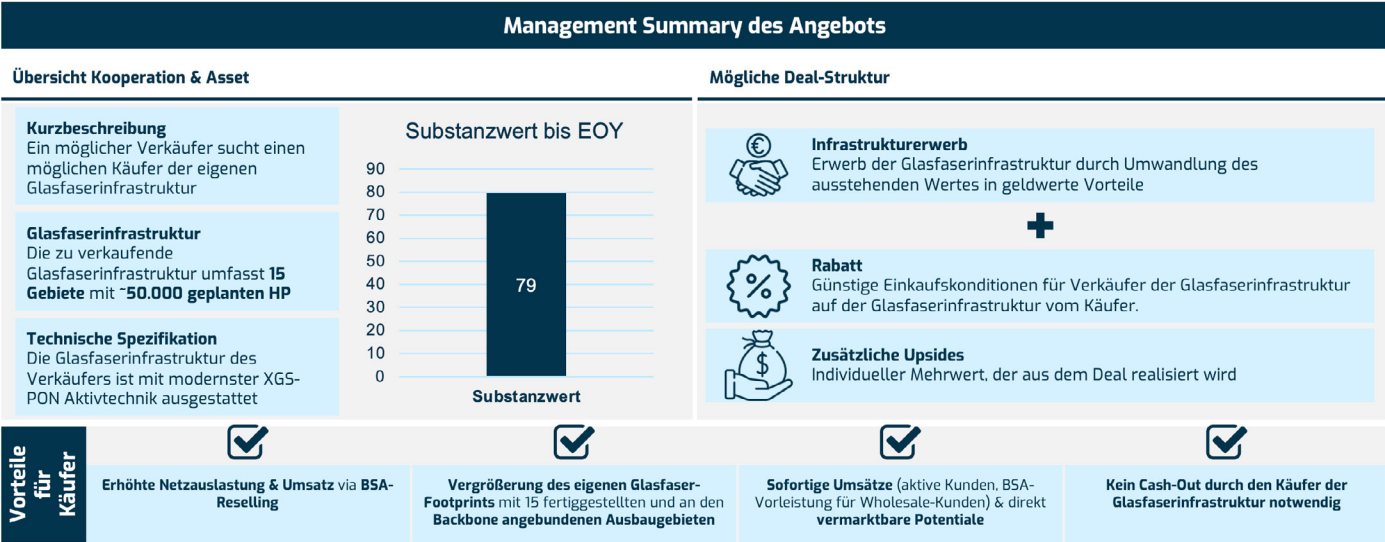
	Volumen bis 2035 (in Mio. €)	Zusatzrabatt je Anschluss bis 2035 (in Mio. €)	Commitment Rabatt ab Tag 1 (in Mio. €)	Zwischensumme bis 2025 (in Mio. €)	PV-Zusatzrabatte ohne Terminal Value (in Mio. €)
TKU 1	590	81	0	81	54
TKU 2	356	60	1	62	42
TKU 3	186	31	4	35	24
TKU 4	161	27	1	29	20
TKU 5	152	26	1	27	18
TKU 6	93	19	0	19	13
TKU 7	65	10	4	14	10
Gesamt	1.605	255	12	266	182

Abbildung 4 | MRC-Projektbeispiel Vergleich und Bewertung von Kauf-Interessenten

Quelle: Mücke Roth & Company

Neben der Priorisierung ist für die Erstansprache möglicher Interessenten vor allem ein strukturierter und zielgruppen-gerechter Ansatz relevant. Dieser ermöglicht es die erforder-

liche Gleichheit in der Ansprache aller potenziellen Partner zu gewährleisten.



festzulegen. Wichtig ist dabei, die Verhandlungseinheiten in logisch zusammenhängende Pakete zu clustern, um so ein effizientes und zeitsparendes Vorankommen zu ermöglichen,

mögliche Showstopper zu identifizieren und im Sinne der Verhandlung zu lösen.



Das Angebot des Käufers stellt einen strategischen Fit dar - Übernahme der Glasfaserausbaugelände (15 Stück) des Verkäufers zu günstigen Bedingungen

- Verkäufer erhält für 10 Jahre Rabatte
- Käufer ergänzt das Angebot um ein BSA-Produkt für B2C. Dieses kann regional vermarktet werden und ist gegenüber dem Layer3 Produkt rabattiert.
- Beide Partner haben das grundsätzliche Verständnis, dass eine Cash Zahlung als Kaufpreisbestandteil erfolgen muss.
- Beide Partner haben das gemeinsame Verständnis, dass ein Ausgleich der Risiken erfolgen muss.
- Das gemeinsame Verständnis ist, dass die Migration der Bestandskunden des Verkäufers schnellstmöglich erfolgen soll.



Für einen beidseits guten Deal müssen jetzt noch die folgenden Punkte geklärt werden:

- Die Vereinbarung eines WACC für die gemeinsame kommerzielle Betrachtung und Einigung über die letztliche Kaufpreishöhe ist erforderlich.
- Die Höhe der Rabattquote muss noch final geklärt werden: Vorschlag ist 75%.
- Die Höhe des Cash Anteils ist zu klären, ebenso die Zahlungszeiträume.
- Klärung im zweiten Schritt
 - Mit den Spezialisten von Accounting und Legal ist zu klären, wie und zu welchen Zeitpunkten die Kaufpreisbestandteile zu aktivieren sind und ob/wie eine Gestaltung möglich ist.
 - Regelungen zur Absicherung von Risiken für den Fortbestand der Rabatte über die gesamte Laufzeit muss Gefunden werden. Mögliche regulatorische Eingriffe sind zu berücksichtigen.

Abbildung 6 | MRC-Projektbeispiel für kritische Verhandlungspunkte, die vom Top-Management zu klären sind

Quelle: Mücke Roth & Company

Um dabei den Überblick zu behalten, empfiehlt es sich, die Positionen in der laufenden Verhandlung gegenüberzustellen und so den Stand nachzuhalten. Dabei ist zielführend zunächst abstrakt eine Einigung über die zentralen kommerziellen Inhalte zu erreichen und erst dann mit der Formulierung und Diskussion der vertraglichen Regelung zu beginnen. Andernfalls besteht

die Gefahr, dass sich die Verhandlungen in Detaildiskussionen über einzelne Formulierungen verlieren, bevor die wesentlichen inhaltlichen Differenzen geklärt sind, was zu Verzögerungen führen kann. Auf Basis dieser Gegenüberstellung kann dann auch das Termsheet erstellt werden.

Action Item	Position Verkäufer	Position Käufer	Konsens
WACC	Ausgangspunkt: ▪ WACC 13% pro Jahr vor Steuer wegen der hohen Risiken (im Vergleich zu Ausbau und Betrieb von Infrastruktur) ▪ Dies beinhaltet einen Risikoaufschlag für die Änderung des Geschäftsmodells ▪ Absenkung WACC denkbar, wenn Risiken abgesichert werden. Adaptierter WACC in der Diskussion: ▪ WACC 7.9% ist denkbar, wenn der Käufer über Cash Zahlungen das Risiko begrenzt	Ausgangspunkt: ▪ WACC 13% ist deutlich zu hoch. Vor allem angesichts der langen Laufzeit von 13 Jahren sieht der Käufer die Gefahr, dass die Rabattrechte „ewig“ weiterlaufen, ohne für den NPV noch einen relevanten Beitrag zu leisten. Der Käufer sieht hier einen Grund zur Neubewertung des Assets. ▪ WACC des Käufers: 5%, abgeleitet vom WACC des Mutterkonzerns nach Steuer Adaptierter WACC in der Diskussion: ▪ WACC 7,9% ist abhängig vom Risikoprofil	▪ WACC 7.9% ist möglich, wenn der Käufer über Cash Zahlungen das Risiko begrenzt
Sub-Wholesale	▪ Sub-Wholesale der über den Käufer angekauften BSA-Produkte (B2C und B2B) muss möglich sein		
Mengen	▪ Angesichts des geringen Mengenwachstums bedarf es, trotz der relevanten Startmenge, einer erheblichen Steigerung der NK Mengen (Anpassung Vermarktungsmodell) um eine Auswirkung auf die Rabatte zu generieren. ▪ Einfluss auf die Rabatte hat eine Beschleunigung der Migration der BK.		
Migration und Anbindung	▪ Schnelle Migration nach Start der Vereinbarung ist erforderlich ▪ Rabatte können bereits vor Closing gelten, dies ist zu diskutieren		▪ Planung technische Abstimmung erfolgt nach Management Abstimmung
	▪ Technische Abstimmung soll so schnell wie möglich erfolgen		
Laufzeit	▪ Laufzeit begrenzt auf 10 Jahre	▪ Laufzeit begrenzt auf 10 Jahre oder wenn NPV erreicht wird	

Abbildung 7 | MRC-Projektbeispiel für ein Termsheet zur Dokumentation von Positionen und Einigung

Quelle: Mücke Roth & Company

Wenn in den zentralen kommerziellen Punkten Einigkeit besteht, können diese in eine vertragliche Regelung überführt werden. Im ersten Schritt empfiehlt sich dabei bei großen M&A Projekten, wie der Veräußerung von Infrastruktur, ein Memorandum of Understanding (MoU) mit der verbindlichen Regelung zentraler Vereinbarungsteile, einer Timeline bis zum Abschluss der Verhandlungen und ggf. einer Rechtsfolgenregelung, falls wider Erwarten doch kein Vertrag zustande kommen sollte. Dieses MoU kann bereits vorvertraglichen Charakter haben und Inhalte – für den Fall einer gesamthaften Einigung – bereits verbindlich regeln. In einem zweiten Schritt können die zentralen Einigungen in einen Vertragsentwurf überführt, gegebenenfalls erforderliche Genehmigungen wie von Wettbewerbs- oder Kartellbehörden eingeholt und die Verhandlungen anschließend zum Abschluss gebracht werden. Parallel zu den Verhandlungen ist es entscheidend für den Erfolg des Unternehmens und die Steigerung seines Wertes, die vorhandene Infrastruktur bestmöglich zu nutzen. Dazu sollte die eigene Organisation bereits während der laufenden Gespräche so weiterentwickelt werden, dass die neu gewonnenen Vorteile unmittelbar und ohne Zeitverlust wirksam umgesetzt werden können. Dies kann etwa durch eine Neuausrichtung des Vertriebs oder den Aufbau eines professionellen Programm-Managements erfolgen.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich empfiehlt das Verhandlungsteam bis zum Abschluss der Verhandlungen mit einem Vertragsschluss unverändert beizubehalten. So lange noch keine Unterzeichnung des Vertrages erfolgt ist, laufen die Verhandlungen noch (vor allem auch in kommerzieller Hinsicht) und es können jederzeit Änderungen in den Positionen und auch neue Punkte in die Verhandlung eingebracht werden. Dies können beispielsweise Änderungen im Vergütungsmodell, Änderungen in der Bewertung des Deals mit Auswirkung auf den Kaufpreis oder Einmischung von Gremien / Shareholder-Vertretern und anderen Stakeholdern, die ihre jeweiligen Ziele und Ideen in der Termsheet Phase noch nicht eingebracht haben, sein. Zur Auflösung dieser Punkte ist erfahrungsgemäß ein aufgebautes Vertrauensverhältnis zwischen den Verhandlungsbeteiligten sehr hilfreich, da eine Lösung nur in der offenen Kommunikation der hintergründigen Ziele erfolgen kann. Bewährt hat sich für diesen Fall die Einbindung unabhängiger Dritter von Beginn der Verhandlung an, da diese eine neutrale und vertrauensstiftende Positionierung einnehmen können. Dieses Vertrauensverhältnis hat regelmäßig auch eine Beschleunigung des Verhandlungsprozesses zur Folge.

FAZIT.

Zusammenfassend ist für die Verhandlung sowohl die Aufstellung des Teams im Hinblick auf persönliche Kontakte und Erfahrungen als auch die Strukturierung der Zeile und des Vorgehens entscheidend. Last but not least ist Geschwindigkeit essentiell.

AUTOREN.

Ralf Schliesser ist MRC Senior Expert für Carrier Relations & Management. Er verfügt über langjährige Erfahrung in Infrastruktur- und Open-Access-Kooperationen, Wholesale sowie M&A-Projekten. Seine Expertise basiert auf Stationen in der Beratung, als Rechtsanwalt in der Konzernrechtsabteilung der Daimler AG sowie in Führungsrollen, zuletzt als Leiter des Carrier-Management-Bereichs bei 1&1.

Tom Ruthsatz ist Principal und Branchenleiter Glasfaser bei Mücke Roth & Company und hat neben Stationen in der Telekommunikationsindustrie zahlreiche Projekte im Glasfasergeschäft geleitet.

Kontakt: t.ruthsatz@muecke-roth.de