

***Energie- und Versorgungs-
unternehmen im
Spannungsfeld zwischen
Ertrag, Investitionen und
Verschuldung***
Eine Kennzahlenanalyse

*Finanzwirtschaftliche
Herausforderungen im
Zeichen der Energiewende –
Ein Zwischenbericht aus
150 Geschäftsbilanzen*



***Energie- und Versorgungs-
unternehmen im
Spannungsfeld zwischen
Ertrag, Investitionen und
Verschuldung***
Eine Kennzahlenanalyse

*Finanzwirtschaftliche
Herausforderungen im
Zeichen der Energiewende –
Ein Zwischenbericht aus
150 Geschäftsbilanzen*

Energie- und Versorgungsunternehmen im Spannungsfeld zwischen Ertrag, Investitionen und Verschuldung

Herausgegeben von der PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)

Von Bernd Papenstein, Andreas Rams, Marcel Eilrich und Benny Herrmann

Mai 2014, 32 Seiten, 13 Abbildungen, Softcover

Alle Rechte vorbehalten. Vervielfältigungen, Mikroverfilmung, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sind ohne Zustimmung des Herausgebers nicht gestattet.

Die Inhalte dieser Publikation sind zur Information unserer Mandanten bestimmt. Sie entsprechen dem Kenntnisstand der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Für die Lösung einschlägiger Probleme greifen Sie bitte auf die in der Publikation angegebenen Quellen zurück oder wenden sich an die genannten Ansprechpartner. Meinungsbeiträge geben die Auffassung der einzelnen Autoren wieder. In den Grafiken kann es zu Rundungsdifferenzen kommen.



© Mai 2014 PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Alle Rechte vorbehalten.

„PwC“ bezeichnet in diesem Dokument die PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die eine Mitgliedsgesellschaft der PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL) ist. Jede der Mitgliedsgesellschaften der PwCIL ist eine rechtlich selbstständige Gesellschaft.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	6
A Executive Summary	7
B Ausgangssituation: Finanzwirtschaftliche Herausforderungen in der Branche der EVUs	9
C Kennzahlenanalyse der EVUs	14
1 Konzeption der Studie	14
2 Dynamischer Verschuldungsgrad	15
3 EBITDA-Zinsdeckungsgrad	17
4 Eigenkapitalquote	19
5 Ausschüttungsquote	21
6 Verbindlichkeitsquote	22
7 Schuldendeckungsgrad	23
8 Anlagenquote	24
D Fazit und Handlungsoptionen für EVUs	25
E Kennzahldefinitionen	28
Ihre Ansprechpartner	29

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Wichtige Themen der EVUs zur Energiewende	10
Abb. 2	Bruttostromerzeugung nach Energieträger	10
Abb. 3	Bruttostromerzeugung – Energieträger der erneuerbaren Energien.....	11
Abb. 4	Verteilung der Kraftwerkskapazitäten.....	12
Abb. 5	Emittenten-Ratings europäischer Versorger.....	12
Abb. 6	Dynamischer Verschuldungsgrad.....	16
Abb. 7	EBITDA-Zinsdeckungsgrad	18
Abb. 8	Wirtschaftliche Eigenkapitalquote	20
Abb. 9	Ausschüttungsquote.....	21
Abb. 10	Verbindlichkeitenquote	22
Abb. 11	Schuldendeckungsgrad	23
Abb. 12	Anlagenquote.....	24
Abb. 13	Spannungsfeld Investition, Fremdkapital, operativer Ertrag und Verschuldung	26

A Executive Summary

Energie- und Versorgungsunternehmen (EVUs) stehen insbesondere aufgrund der versorgungspolitischen Entwicklungen in den Bereichen **Anreizregulierung**, **Marktliberalisierung** und **Energiewende** sowie im Zuge der **Netzfinanzierungen**, bei zum Teil gleichzeitiger Übernahme von Leistungen der öffentlichen Daseinsvorsorge, vor weitreichenden strategischen und finanziellen Herausforderungen. Die aktuelle Situation spiegelt sich zunehmend in den Geschäftsbilanzen der EVUs wider und hat Auswirkungen auf die Bonitätsbeurteilungen externer Kapitalgeber und damit auf die Finanzierbarkeit zukünftiger Investitionsvorhaben.

Die vorliegende Analyse der Verschuldungskapazitäten in der Branche erläutert, welche ausgewählten quantitativen Bewertungsmaßstäbe zur Beurteilung der Finanzierungsfähigkeit herangezogen werden und inwieweit schon heute potenzielle Finanzierungsengpässe durch sinkende Verschuldungskapazitäten aus den Entwicklungen sinkender Finanz- und Ertragslagen der EVUs absehbar sind. Die Studie wird durch grundsätzliche Empfehlungen zur Identifizierung und Schließung potenzieller Finanzierungslücken abgerundet.

Im Analysezeitraum 2009 bis 2012 ist ein **zunehmend kritischer Zusammenhang zwischen Verschuldung und Ertragskraft** festzustellen. Zwischen 2009 und 2012 steigt das Verhältnis der Nettofinanzschulden zum EBITDA als ein zentrales Maß für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit im Median von 1,8 auf 2,4. **Rund 25 % der analysierten EVUs liegen mit einem Verhältnis von knapp 4,0 und mehr isoliert betrachtet bereits auf tendenziell schwierig zu finanzierenden Niveaus.**

Zentrale Analyseergebnisse

Rückläufige Renditen und niedrigere absolute Ertragsniveaus äußern sich, bei relativ konstanten Zinsaufwendungen, insbesondere in kontinuierlich **sinkenden Zinsdeckungsquoten**. Sie sinken im Mittel von 8,6 auf 7,7. Im Falle eines Wiederanstiegs des Marktzinsniveaus ist mit zusätzlichem Druck auf diese Kennzahl zu rechnen.

Im Mittel ist ein spürbarer **Anstieg der Verschuldung** zu beobachten, der sich zum einen in der bis 2012 von 31,5 % auf 34,0 % deutlich gestiegenen Verbindlichkeitsquote widerspiegelt. Zum anderen steigt die absolute Bruttofinanzverschuldung in den Abschlüssen, d. h. der Fremdfinanzierungsbedarf der EVUs nimmt zu.

Die **Ausschüttungsquoten** bewegen sich im Betrachtungszeitraum **auf einem durchweg hohen Niveau**, in den letzten beiden Jahren im Mittel bei 87,6 % und 90,4 %. Dies führt zu einer geringen Innenfinanzierungskraft der EVUs und zu einem tendenziell höheren Fremdfinanzierungsbedarf. In der Folge **sinken** auch die **Eigenkapitalquoten**.

Besonders hinzuweisen ist auf die **Streuung der EVU-Ergebnisse** in der Einzelanalyse und das **zunehmend kritische Niveau der Finanzrelationen für rund ein Viertel der untersuchten EVUs**. Während sich die Kennzahlenausprägungen des Medians im Zeitablauf verschlechtern, aber aktuell auf tendenziell finanzierbaren Niveaus liegen, weisen bereits rund 25 % der EVUs insbesondere Verschuldungsgrade und Zinsdeckungsgrade in zunehmend kritischen Grenzbereichen auf. Auch die Eigenmittelausstattung liegt zum Teil deutlich unter dem Median und kann sich angesichts der überwiegend fast vollständigen Ausschüttung der Jahresergebnisse so kaum verbessern. Für diese Gruppe von EVUs besteht akuter Handlungsbedarf.

PwC realisiert und sichert anspruchsvolle Finanzierungsvorhaben.

Unverzichtbar für die Identifikation von Finanzierungsspielräumen und -risiken sowie die Tragfähigkeitsanalyse von Investitionsprojekten ist eine belastbare **Unternehmensplanung** mitsamt eines dezidierten **Investitions- und Finanzierungsplans** sowie daraus abgeleiteten Finanzierungskennzahlen. Auf diese Weise können Investitionsalternativen und mögliche Finanzierungsstrukturen in einem tendenziell herausfordernden Marktumfeld systematisch und ganzheitlich bewertet werden.

Dabei entwickelt das PwC Corporate Finance Solutions Team intelligente und zielorientierte **Finanzierungskonzepte**, die einen langfristigen Zugang zu Fremdkapital gewährleisten und mit hinreichender Flexibilität ausgestattet sind, um den Interessen der EVUs und ihrer Gesellschafter angemessen Rechnung zu tragen. Die Finanzierungsstruktur wird durch den richtigen Mix und die adäquate Strukturierung von Eigen- und Fremdkapital sowie durch tragbare Zinsbindungsfristen und Tilgungsverläufe so ausgerichtet, dass den EVUs hinreichender finanzieller Spielraum für die weitere Entwicklung verbleibt.

PwC hat hier gemeinsam mit den EVUs in vielen Finanzierungsprojekten Planungsgrundlagen verbessert, das Finanzreporting optimiert und zu neuen, tragfähigen Finanzierungen verholfen.

B Ausgangssituation: Finanzwirtschaftliche Herausforderungen in der Branche der EVUs

Die Energie- und Versorgungsunternehmen (EVUs) in Deutschland stehen aktuell vor großen Herausforderungen. Die versorgungspolitischen Vorschriften zur **Anreizregulierung** und zur **Entflechtung** von Netz und Erzeugung, die damit verbundenen bzw. insgesamt erforderlichen **Netzfinanzierungen**, die fortgeschrittene **Marktliberalisierung** im Endkundengeschäft und der seit rund drei Jahren ausgeprägte Preisdruck an den Strommärkten führen zu sinkenden Ergebnisbeiträgen im Netzbereich sowie im Absatz und damit zu einer sinkenden Innenfinanzierungskraft der Branche. Gleichzeitig steigt die Kapitalnachfrage zur Umsetzung notwendiger (Re-)Investitionsprojekte in Produktions- und Verteilkapazitäten.

Die Energiewende führt zusammen mit weiteren Herausforderungen zu einer außergewöhnlichen finanziellen Kraftanstrengung.

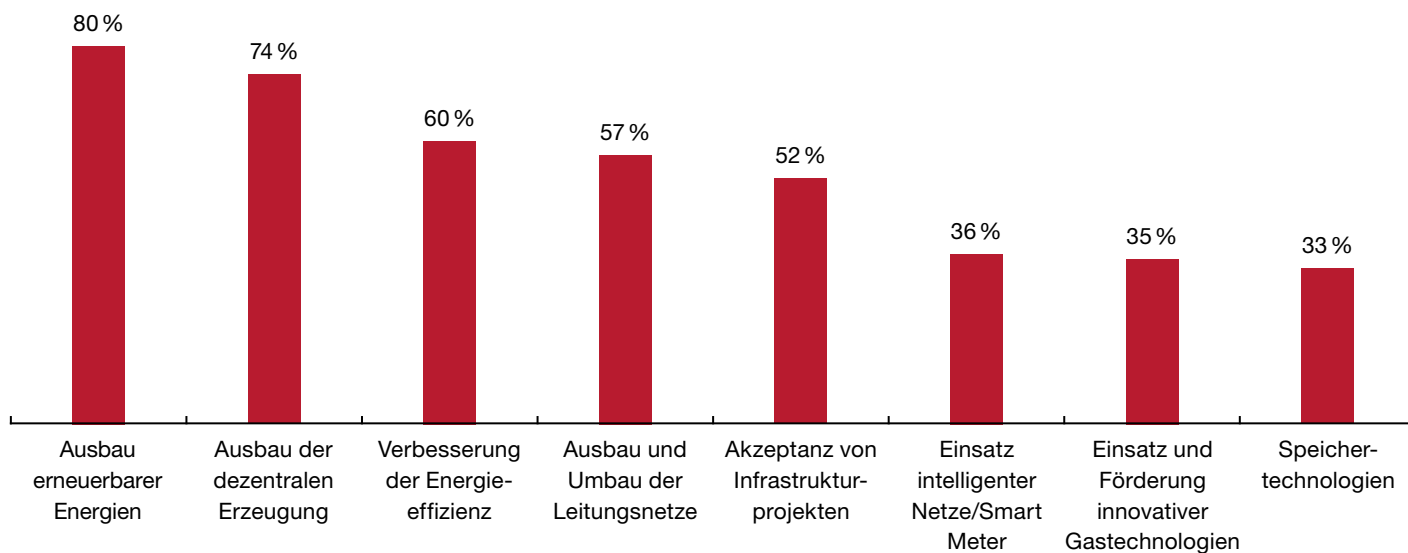
Darüber hinaus belastet die Übernahme defizitärer Aufgaben der kommunalen **Daseinsvorsorge** – zum Beispiel in den Bereichen öffentlicher Personennahverkehr, Gesundheit, Bildung, Kultur und Freizeit – weiterhin die Bilanzen vieler Branchenmitglieder. EVUs und deren Gesellschafter befinden sich hier in einem Spannungsfeld; denn die Bereitschaft zur Übernahme dieser Aufgaben ist im öffentlichen Interesse, da eine Bereitstellung der genannten Leistungen zu herkömmlichen Preisen sonst nicht möglich wäre. In diesem Zusammenhang führen auch die durchschnittlich hohen Ausschüttungsquoten in der Branche zu weiteren Finanzmittelabflüssen aus den Unternehmen.

Schließlich stellt die **Energiewende** die Branche der EVUs vor die erhebliche Herausforderung, einerseits Investitionen in neue, vor allem regenerative Produktionsanlagen finanziell stemmen zu müssen, andererseits sinkende Margen und die Abwertung bisheriger konventioneller Erzeugungskapazitäten zu bewältigen. Nach dem im November 2013 unterzeichneten Koalitionsvertrag zwischen CDU/CSU und SPD sollen zur Gewährleistung der Versorgungssicherheit konventionelle und flexibel einsetzbare Kraftwerke zwar bedingt erhalten bleiben und die Wirtschaftlichkeit der Gesamtbranche gesichert werden. Die Bundesregierung hält aber weiter an den Klimaschutzziele fest und strebt aktuell eine Reduzierung der Treibhausgasemissionen von 40% bis 2020 bzw. 80% bis 2050 gegenüber dem Stand von 1990 an. Dazu müssen erneuerbare Energien einen höheren Anteil an den Energieträgern der Zukunft ausmachen. Nach dem Wortlaut des Koalitionsvertrags soll der weitere Ausbau der erneuerbaren Energien auf 40 bis 45% bis zum Jahre 2025 bzw. auf 55 bis 60% bis zum Jahr 2035 erfolgen.

Der Ausbau erneuerbarer Energien und die damit verbundenen Investitionen werden zusammen mit den übrigen Herausforderungen zu einer außergewöhnlichen finanziellen Kraftanstrengung. Wenngleich der Investitionsbedarf aktuell kaum beziffert werden kann, gehen verschiedene Schätzungen von 300 Mrd. Euro und mehr aus, davon rund zwei Drittel bis 2020.

Schon im Jahr 2012 wurde dieser Ausbau in der Befragung des Bundesverbands der Energie- und Wasserwirtschaft als wichtigstes Thema für EVUs genannt.

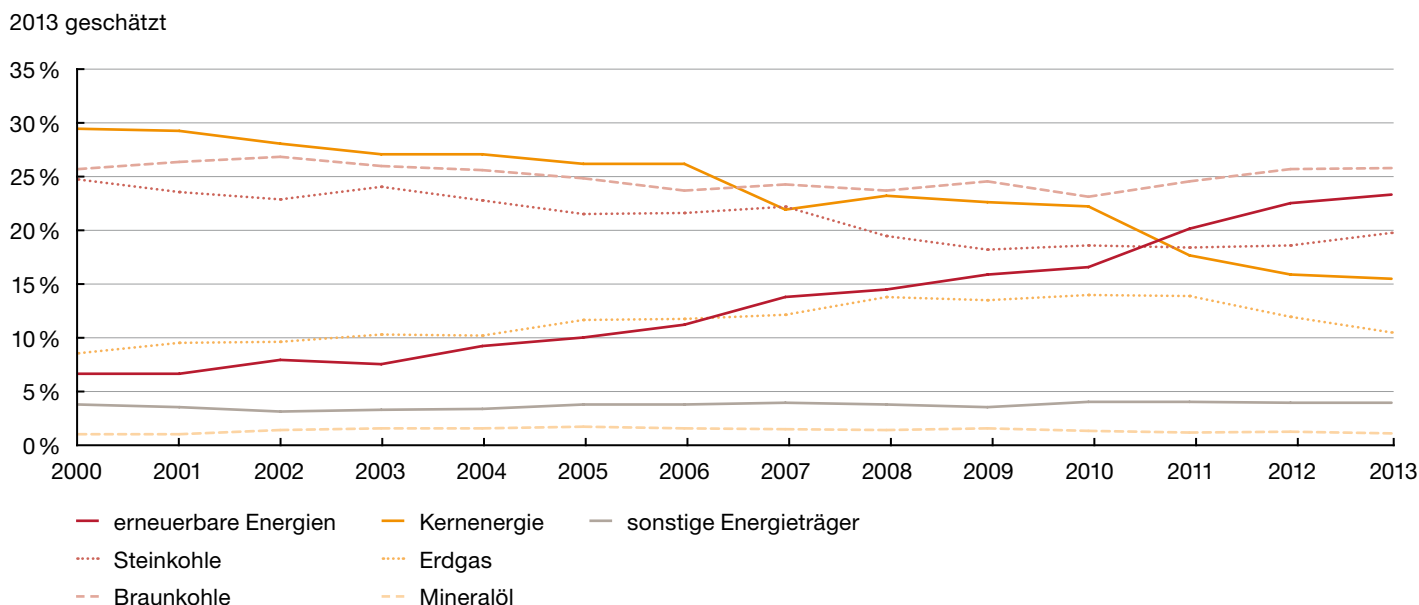
Abb. 1 Wichtige Themen der EVUs zur Energiewende



Quelle: Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft.

Die erneuerbaren Energien generieren seitdem einen Anteil von circa 23% an der Bruttostromerzeugung, also rund die Hälfte der für 2025 angesetzten Ziele der Bundesregierung. Dabei sind Windkraft mit 8% und Biomasse mit 7% die beiden größten Treiber.

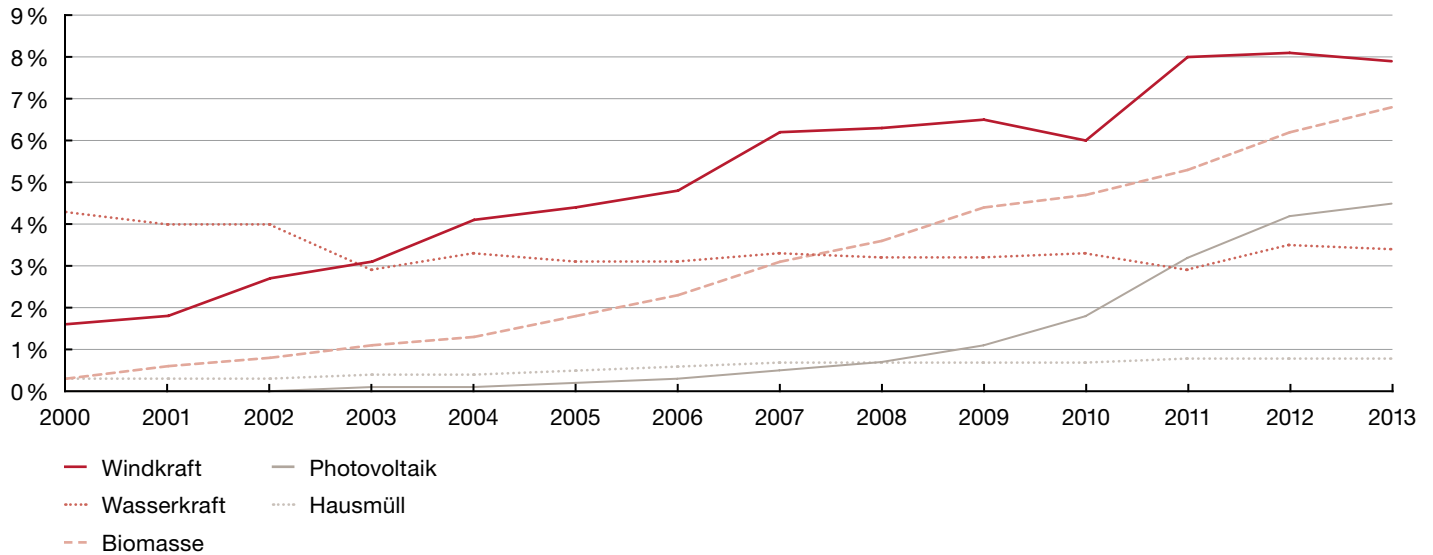
Abb. 2 Bruttostromerzeugung nach Energieträger



Quelle: AG Energiebilanzen e. V.

Abb. 3 Bruttostromerzeugung – Energieträger der erneuerbaren Energien

2013 geschätzt

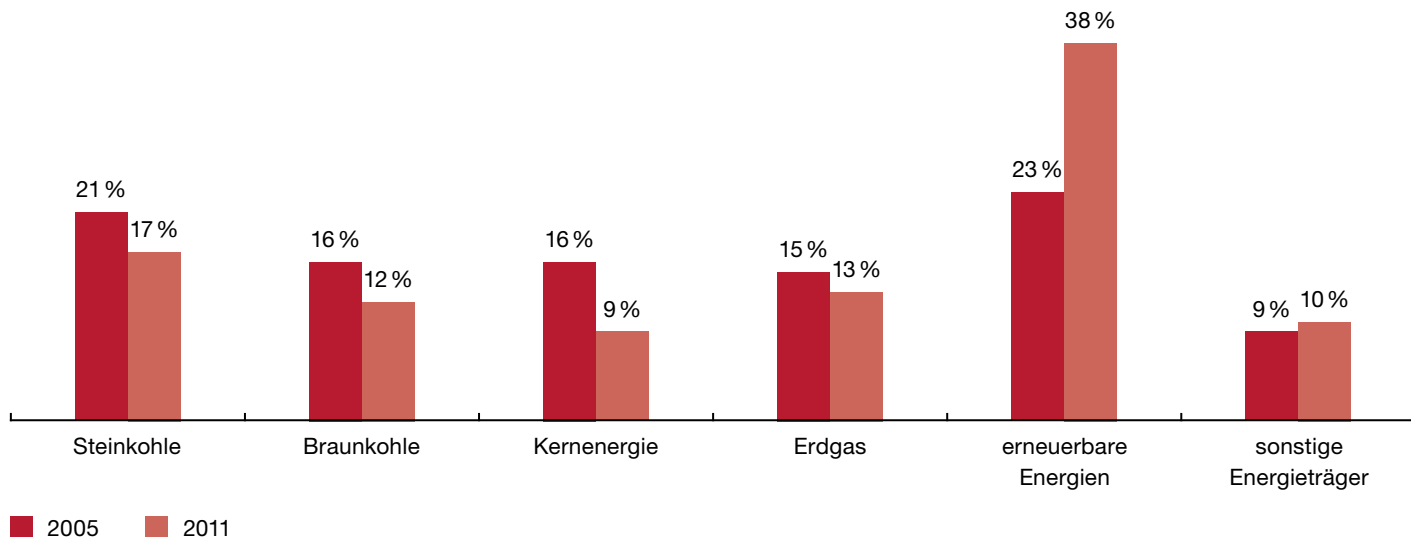


Quelle: AG Energiebilanzen e. V.

Die weitere Steigerung des Anteils der erneuerbaren Energien am gesamten Energiemix bedarf darüber hinaus nicht nur weiterer Investitionen in die jeweiligen Energieträger. Ein besonderes Augenmerk liegt dabei auch auf dem Ausbau der Netze für den Anschluss der Träger der erneuerbaren Energien und auf dem Aufbau von Speichersystemen und -kapazitäten. Tatsächlich liegt der Anteil an der Stromerzeugungskapazität im Bereich der erneuerbaren Energien nach Veröffentlichungen des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie deutlich über dem Anteil an der Bruttostromerzeugung. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass der Ertrag der regenerativen Kraftwerksgeneration aufkommensbedingt stark schwankt und Kapazitätsspeicher für Energieüberschüsse weiter aufgebaut werden müssen.

Abb. 4 Verteilung der Kraftwerkskapazitäten

2005 versus 2011

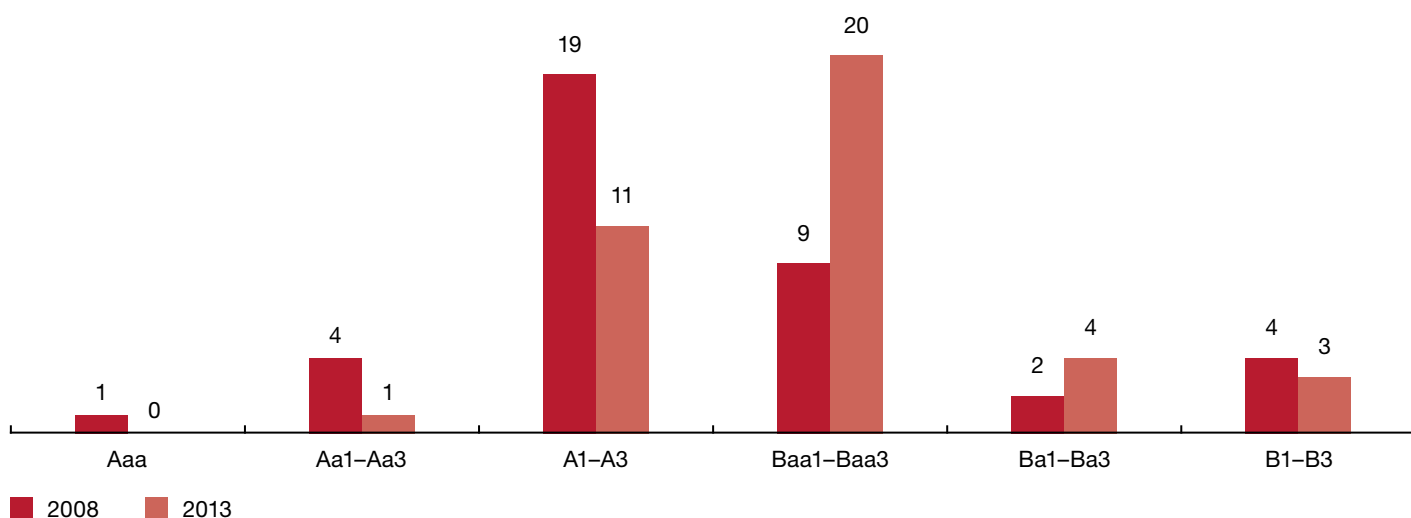


Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie.

Die Herausforderungen des Marktes spiegeln sich auch in den gesunkenen Ratingnoten europäischer Versorgungsunternehmen wider.

Das aktuelle Marktumfeld und die Geschäftslagen der EVUs haben auch Auswirkungen auf die Bonitätsbeurteilungen externer Kapitalgeber und damit auf die Finanzierbarkeit zukünftiger Investitionsvorhaben. Heute beurteilen internationale Ratingagenturen die Bonitäten führender europäischer Versorgungsunternehmen vergleichsweise schlechter als früher, was sich in der Analyse der Ratingveränderungen zwischen 2008 und 2013 widerspiegelt. Knapp zwei Drittel aller Emittenten erhalten heute schlechtere Noten als noch vor fünf Jahren. Von den 39 betrachteten Emittentenratings erhalten Ende 2013 nur 12 die Bonitätsnote A oder besser. 2008 waren dies noch 24 Emittenten.

Abb. 5 Emittenten-Ratings europäischer Versorger



Quellen: Moody's Investors Service, eigene Analysen.

Ziel der nachfolgenden Analyse ist es zu überprüfen, inwieweit eine den Bonitätszeugnissen kapitalmarktorientierter europäischer Versorger vergleichbare Situation auch in den Bilanzen der deutschen regionalen EVUs absehbar ist. Hierzu gilt es zu erläutern, welche quantitativen Bewertungskriterien an den Finanzierungsmärkten angelegt werden und inwieweit sich die Entwicklung sinkender Finanz- und Ertragslagen der EVUs in den finanzierungsrelevanten Kennzahlensystemen widerspiegelt und damit eine sinkende Finanzierungsbereitschaft externer Kapitalgeber erkennbar macht. Die Studie wird durch grundsätzliche Empfehlungen zur Identifizierung und Schließung potenzieller Finanzierungslücken abgerundet.

Ziel der Studie ist die Untersuchung zentraler Kennzahlen regionaler deutscher EVUs.

C Kennzahlenanalyse der EVUs

1 Konzeption der Studie

Die vorliegende Studie wurde auf Basis einer **Stichprobengröße von 150 „kommunalnahen“ Energie- und Versorgungsunternehmen (EVUs)** durchgeführt, an denen ein öffentlicher Gesellschafter mindestens minderheitlich beteiligt ist. Die Auswahl erfolgte zufällig aus der Grundgesamtheit aller im Betrachtungszeitraum im Bundesanzeiger veröffentlichenden EVUs mit positiven EBITDA-Beiträgen.

Die Basis für die Studie bilden die aus den Finanz- und Ertragsgrößen der Jahresabschlüsse ableitbaren Kennzahlen aller Stichproben-EVUs in dem **Betrachtungszeitraum 2009 bis 2012**.

In der nachfolgenden Analyse wurde, soweit nicht anders angegeben, auf den Median als mittlere Ausprägung einer Kennzahl in der Stichprobe abgestellt, da er nicht von Extremwerten beeinflusst wird und sich eher für die Interpretation mittlerer Ausprägungen in einer nicht normalverteilten Stichprobe eignet als der Mittelwert. Um die Streuung der Stichprobenkennzahlen um den Median zu illustrieren, wurden außerdem mittlere 50%-Streuungen gebildet, die den Kennzahlenbereich zwischen dem zweiten und dritten Quartil der Stichprobe kennzeichnen.

Die abgeleiteten Finanzkennzahlen aus dem Banken- und Ratingumfeld werden mit branchenüblichen Finanzierungsbenchmarks verglichen.

Die Stichprobe wurde auf Kennzahlen hin untersucht, die – infolge des vorliegenden Datenmaterials zum Teil leicht adaptiert – von internationalen Ratingagenturen und Kreditinstituten zur Beurteilung ihrer Finanz- und Ertragslage genutzt und zu einer Gesamteinschätzung ihrer Bonität verdichtet werden. Die Kennzahlenausprägungen stellen also eine Indikation für die Finanzierungssituation der Branche dar, da sie den entscheidenden quantitativen Maßstab für die Zusage oder Ablehnung von Finanzmitteln bilden. Zu den im weiteren Verlauf vorgestellten Kennzahlen gehören dynamische Verschuldungsgrade, Zinsdeckungsgrade, Kapitalstrukturkennziffern, Vermögenskennzahlen sowie das Ausschüttungsverhalten der EVUs.

Den in der Analyse ermittelten Kennzahlenwerten und ihren Trends werden typische Benchmarks gegenübergestellt, die als überschlägige Grenzwerte für die Finanzierbarkeit von Investitionsvorhaben zu verstehen sind, welche stets unter Berücksichtigung der individuellen Rahmenbedingungen anzupassen sind.

Nicht berücksichtigt wurde, dass zusätzliche Investitionen in den Untersuchungsobjekten aufgrund des Ertragspotenzials die Kennzahlenrelationen zumindest in der Unternehmensplanung beidseitig beeinflussen können. Der Heterogenität der Bilanzen und der Vielzahl von EVU-typischen Geschäftsfeldern ist auch die zufällige Auswahl der hier einbezogenen sonstigen Geschäftstätigkeiten geschuldet. So wurden beispielsweise die Aufgaben der öffentlichen Daseinsvorsorge insoweit berücksichtigt, als sie in den Bilanzen der hier untersuchten EVUs konsolidiert waren.

2 Dynamischer Verschuldungsgrad

Zur Beurteilung der längerfristigen Bonität wird insbesondere von Fremdkapitalgebern oftmals ein dynamischer Verschuldungsgrad als Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zum EBITDA ermittelt. Diese in der Kreditwürdigkeitsprüfung ganz zentrale Kennzahl gibt Aufschluss darüber, in welchem Zeitraum der Schuldner auf Basis seiner aktuellen Ertragskraft seine Schulden zurückführen kann, und stellt damit die rechnerische Entschuldungsdauer des Unternehmens dar. Das EBITDA, das Betriebsergebnis vor Abschreibungen, fungiert hierbei als eine dem Cashflow angenäherte Ertragsgröße. Die Finanzverschuldung, d. h. das zur Finanzierung der Geschäftstätigkeit eingesetzte Fremdkapital, stellt nach Verrechnung mit der freien Liquidität das Ausmaß der tatsächlichen Verschuldung dar. Der dynamische Verschuldungsgrad ist auch wesentlicher Bestandteil von Financial Covenants in Kreditverträgen.

Der dynamische Verschuldungsgrad entspricht dem Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zum EBITDA.

Die Bewertung der Kennzahl relativ zu einer Benchmark ist in hohem Maße abhängig von dem allgemeinen Geschäftsrisiko des Kreditnehmers (ausgedrückt in der Volatilität der Cashflows und der operativen Ergebnisse) sowie von der Anlagenintensität des Schuldners. Grundsätzlich gilt, dass Unternehmen mit höheren Geschäftsrisiken nur niedrigere Finanzierungsrisiken tragen können, da sie einen höheren Liquiditätspuffer zur Absicherung ihrer Geschäftsvolatilitäten vorhalten müssen, und umgekehrt. Ein im Handel tätiger Energiedienstleister beispielsweise dürfte im Durchschnitt deutlich niedrigere dynamische Verschuldungsgrade (und damit niedrigere finanzielle Risiken) erreichen können als ein vertikal integrierter Versorger, der zwar den oben beschriebenen allgemeinen Herausforderungen der Branche unterliegt, nicht aber ausschließlich den typischen Handelsvolatilitäten und -risiken. Auch wird langfristiges Produktivvermögen in Infrastruktur und Ähnlichem tendenziell zu höheren Anteilen mit Fremdkapital finanziert, sodass EVUs mit eigenen Strom-, Gas- oder Abwassernetzen eine tendenziell höhere Fremdkapitalquote und einen tendenziell höheren dynamischen Verschuldungsgrad realisieren können.

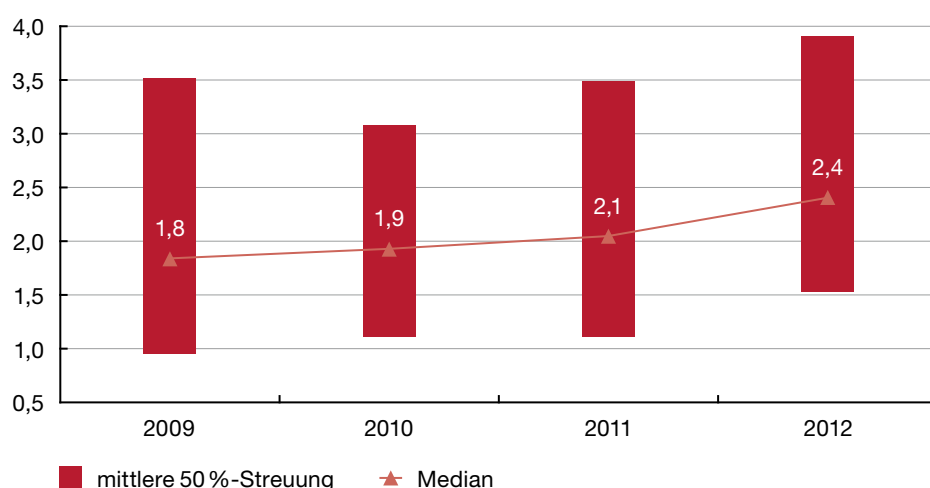
Als Anhaltspunkt für die Finanzierungsfähigkeit dienen die folgenden Kennzahlenrichtwerte:

Tab. 1 Kennzahlen-Richtwerte

Art des EVU	tendenziell unbedenklicher dynamischer Verschuldungsgrad
EVU (ohne eigene Netze)	≤ 3,0–3,5
EVU (mit eigenen Netzen)	≤ 3,5–4,0

Zu den folgenden Kennzahlenausprägungen in der vorliegenden Studie ist zu berücksichtigen, dass die tatsächliche Finanzverschuldung tendenziell etwas höher liegen dürfte, da zum einen Finanzierungskomponenten in den sonstigen Verbindlichkeiten nur teilweise aus den veröffentlichten Jahresabschlüssen ermittelt werden konnten, zum anderen nicht bilanzierte finanzielle Verpflichtungen wie operative Leasingstrukturierungen und in Anspruch genommene Avale nicht in die Berechnung eingeflossen sind. Für die Kreditprüfung werden sie hingegen typischerweise mit aufgenommen.

Abb. 6 Dynamischer Verschuldungsgrad



Der dynamische Verschuldungsgrad nimmt im Betrachtungszeitraum mit steigenden Wachstumsraten zu. Relativ zu der Benchmark liegt das obere Quartil der Stichprobe 2012 auf einem hohen Niveau.

Der dynamische Verschuldungsgrad steigt im Median im betrachteten Zeitraum 2009 bis 2012 in der gesamten Stichprobe von 1,8 auf 2,4. Dabei nimmt die Wachstumsrate des Verschuldungsgrads im Zeitablauf kontinuierlich zu. Insbesondere im Jahr 2012 liegt die Kennzahl damit deutlich über den Werten der Vorjahre. In diesem Jahr wächst auch die Nettofinanzverschuldung mit rund 11 % am stärksten, ihr Wachstum liegt über alle Perioden bei rund 4,9 % pro Jahr. In den Jahren 2011 und 2012 ist außerdem eine deutlich rückläufige Ergebnisentwicklung zu beobachten. Schließlich zeigt sich sowohl für 2011 und 2012 eine deutlich sinkende EBITDA-Rentabilität: Gemessen an den Umsätzen der Stichproben-EVUs sinkt die prozentuale EBITDA-Marge seit 2011 um rund 6,5 % jährlich.

Im Zeitablauf lässt sich folgendes Zwischenfazit ziehen: In 2010 steigt der dynamische Verschuldungsgrad bei steigender Nettofinanzverschuldung und steigenden EBITDAs nur mäßig über das Niveau aus 2009. 2010 ist geprägt von rückläufigen Ergebnissen, die in der Stichprobe durch steigende Liquiditätsvorhaltungen und damit durch einen tendenziellen Abbau der Nettofinanzverschuldung teilweise ausgeglichen werden. In 2012 führen weiter rückläufige Ergebnisse bei steigenden Finanzmittelinanspruchnahmen zu einem deutlich höheren Verschuldungsgrad.

Auffällig ist die höhere mittlere Streuung des dynamischen Verschuldungsgrads im Jahr 2009. In dieses Jahr fällt auch die relativ höchste Streuung der EBITDA-Wachstumsraten in der Stichprobe. Im Kern ist sie damit auf die vor allem marktbedingten Ergebnisvolatilitäten zurückzuführen. Dagegen nimmt die Streuung der Nettofinanzverschuldung in jedem Jahr tendenziell zu, was offensichtlich durch das zunehmend heterogene Investitions- und Finanzierungsverhalten der EVUs verursacht wird. Die Grenzwerte des oberen dritten Quartils befinden sich im Übrigen schon in den zunehmend kritischeren Kennzahlenbereichen.

In der Stichprobe liegen insbesondere die Kennzahlenwerte der umsatzgrößeren EVUs tendenziell über denen der Gesamtstichprobe. Der dynamische Verschuldungsgrad der 50 größten Stichproben-EVUs steigt im Betrachtungszeitraum von 2,2 auf 2,9 und ist damit deutlich höher als die Kennzahlen der gesamten Stichprobe.

Die Analyse der Einzelwerte zeigt ein insgesamt heterogenes Bild in der Stichprobe. Einige EVUs sind nahezu unverschuldet und weisen demzufolge Kennzahlenwerte nahe null auf, während andere EVUs zum Teil deutlich über den kritischen dynamischen Verschuldungsgraden liegen und auf Basis einer allein quantitativen Kreditwürdigkeitsanalyse als schwer finanzierbar gelten. Hier steht zu vermuten, dass zum Teil kommunale Verpflichtungserklärungen die hohe dynamische Verschuldung heilen, zum anderen erst die EBITDA-Rückgänge in jüngster Zeit, nach Abschluss der letzten Finanzierung, zu den hohen Kennzahlen geführt haben.

Soweit in den vorliegenden Kreditvertragsdokumentationen einzuhaltende Mindestgrößen für den dynamischen Verschuldungsgrad vereinbart sind (Financial Covenants), kann deren Überschreitung zu Strafzinsen bis hin zu der Fälligkeitstellung des ausstehenden Kreditbetrags in schweren Fällen führen. Vor Abschluss eines Kreditvertrags sollte daher immer zwingend anhand einer Planungsrechnung der notwendige Spielraum in den Kennzahlen unter verschiedenen Szenarios simuliert worden sein. Soweit keine Kennzahlen vereinbart wurden, bleibt abzuwarten, inwieweit die veränderte Ergebnissituation in folgenden Refinanzierungsgesprächen zu einem Problem für die Prolongation von Kreditmitteln werden kann.

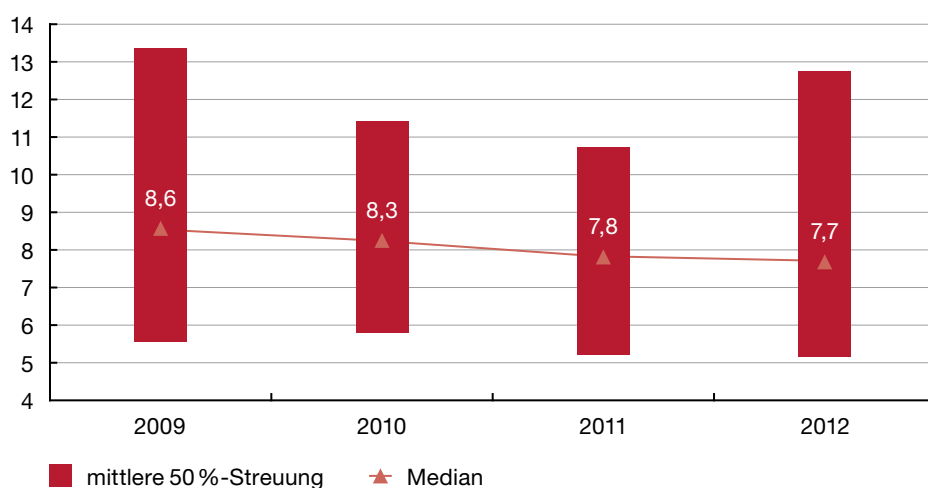
3 EBITDA-Zinsdeckungsgrad

Deckungsgrade finden oftmals Anwendung in der Tragfähigkeitsanalyse des Kapitaldienstes. Die hier vorgestellte EBITDA-Zinsdeckung, die ebenfalls von vielen Fremdkapitalgebern als zentrale Kennzahl in der Kreditprüfung verwendet wird, setzt das EBITDA ins Verhältnis zum (Netto-)Zinsaufwand und ist wie der dynamische Verschuldungsgrad oftmals ein Bestandteil der Financial Covenants. Mit dem Zinsdeckungsgrad kann eine Aussage getroffen werden, in welchem Maße die operative Ertragskraft des Kreditnehmers die Bedienung der laufenden Finanzierungskosten sicherstellt. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass mit den Zahlungseingängen aus dem EBITDA neben Zinsaufwendungen auch Steuern und weitere nicht im EBITDA erfasste Abflüsse sowie Tilgungsraten und der innenfinanzierte Anteil der Investitionstätigkeit geleistet werden müssen, sodass das EBITDA das Niveau des Finanzierungsaufwands deutlich übersteigen sollte. Die folgenden Kennzahlenrichtwerte dienen hierzu als Anhaltspunkte:

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad bemisst die Kapitaldienstfähigkeit anhand des EBITDA im Verhältnis zum Zinsaufwand.

Tab. 2 Kennzahlen-Richtwerte

Art des EVU	tendenziell unbedenklicher EBITDA-Zinsdeckungsgrad
EVU (ohne eigene Netze)	≥ 5,0
EVU (mit eigenen Netzen)	≥ 3,5

Abb. 7 EBITDA-Zinsdeckungsgrad

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad nimmt im Betrachtungszeitraum insbesondere aufgrund sinkender EBITDA-Beiträge kontinuierlich ab.

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad sinkt im Betrachtungszeitraum kontinuierlich von 8,6 auf 7,7. Ursächlich für den Rückgang sind insbesondere die in der Stichprobe sinkenden EBITDA-Beiträge. Wenngleich die Neuaufnahme weiterer Finanzmittel zu neuen Zinsaufwendungen führt, bleibt das absolute Niveau des Zinsaufwands im Betrachtungszeitraum relativ konstant. Dies steht in direktem Zusammenhang zu dem seit 2008 gesunkenen Marktzinsniveau, das zurzeit jedenfalls im Median der Stichprobe sowohl die tendenziell gestiegenen Risikokosten der Finanzierung als auch die gestiegene Nettoverschuldung ausgleicht.¹ Sofern das allgemeine Marktzinsniveau wieder aufgeholt wird und die aktuellen Finanzierungen nicht langfristig zinsgesichert sind, ist unter sonst gleichen Umständen mit einem weiteren Absinken der Kennzahl zu rechnen.

Gemessen an den kritischen Kennzahlenwerten liegt der Zinsdeckungsgrad im Median der Gesamtstichprobe Ende 2012 auf einem noch auskömmlichen Niveau. Rund 35 EVUs, und damit knapp 25% der Stichprobe, liegen 2012 aber bei zunehmend kritischen Zinsdeckungsgraden unter 5,0.

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad weist in 2009, und auch in 2012, aufgrund der Ergebnisvolatilitäten und der Sensitivität von EBITDA-Veränderungen auf den Deckungsgrad eine relativ höhere mittlere Streuung auf. Unsicherheiten der EBITDA-Planung sind ebenso wie die Einflussfaktoren des Marktzinsniveaus im Falle variabel verzinslicher Finanzverbindlichkeiten bei der Festlegung der Financial Covenants in den Kreditvertragsdokumentationen zu berücksichtigen.

¹ Der 1M EURIBOR als Marktreferenz für einmonatige Ausleihungen im Interbankenmarkt ist zwischen Januar 2009 und Dezember 2012 von rund 2,6% auf 0,1% gefallen. 2008 lag der Referenzsatz in der Spitze noch bei über 5%.

Der Rückgang des EBITDA-Zinsdeckungsgrads ist unter den größeren EVUs tendenziell stärker ausgeprägt. Diese EVUs unterliegen tendenziell höheren Wachstumsraten in der Bruttofinanzverschuldung und deutlicheren EBITDA-Abschlägen in 2012. Unter den großen EVUs der Stichprobe zeigt sich auch ein nominal steigender Finanzaufwand über den Betrachtungszeitraum. Offenbar kann das gesunkene Marktzinsniveau in dieser Gruppe die durch Neuverschuldung und Risikozuschläge zusätzlich generierten Finanzierungskosten nicht kompensieren. Mit der Kennzahlausprägung im letzten Beobachtungsjahr liegen die großen EVUs im Median schon relativ nahe an den kritischen Deckungsgraden, was insbesondere unter Berücksichtigung möglicherweise steigender Zinsbelastungen durch wieder steigende Marktzinsen zu Finanzierungsvorbehalten führen kann.

Zum Teil wird anstelle der EBITDA-Zinsdeckung auf eine Cashflow-Zinsdeckung abgestellt. Sie bemisst die Bedienung der laufenden Finanzierungskosten an den echten operativen Zahlungsmittelüberschüssen. Insbesondere in der Bonitätsbewertung von Ratingagenturen ist die Cashflow-Zinsdeckung eine oft gebräuchliche Kennzahl. Da sie gegenüber der hier vorgestellten Kennzahl zu keinen wesentlichen neuen Aussagen kommt, verzichten wir an dieser Stelle auf ihre Darstellung.

4 Eigenkapitalquote

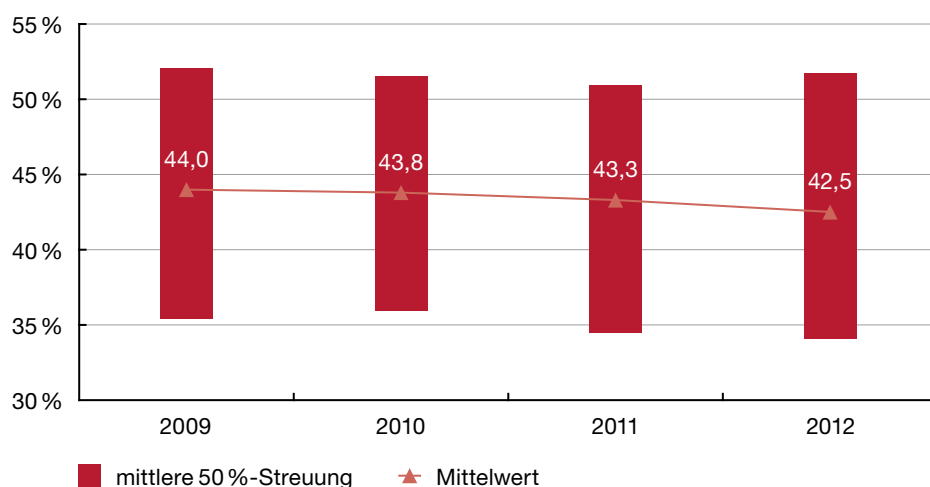
Die Eigenkapitalquote ist eine gängige Kennzahl in vielen Kreditwürdigkeitsprüfungen und findet ebenfalls als Financial Covenant in Kreditverträgen Anwendung. Je höher der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital ist, desto größer ist die Fähigkeit des Kreditnehmers, Schwankungen und Risiken aus dem Geschäftsverlauf aufzufangen. Die Eigenkapitalquote ist damit ein Kennzeichen für die finanzielle Stabilität eines Unternehmens, ein Signal an die übrigen Stakeholder zur Finanzierungsbereitschaft der Gesellschafter und ein Zeichen der finanziellen Unabhängigkeit gegenüber den Kreditmärkten. Für die Beurteilung der Bonität im Kreditprozess wird typischerweise auf eine wirtschaftliche Eigenkapitaldefinition abgestellt, d. h. dass insbesondere auch diejenigen Positionen hinzugerechnet werden, die einem Fremdkapitalgeber eine eigenkapitalähnliche Sicherheit gewähren. Hierzu zählen im EVU-Umfeld insbesondere Sonderposten aus gewährten Investitions- und Ertragszuschüssen, die bilanziell eine Sonderposition zwischen dem gesellschaftsrechtlichen Eigenkapital und dem bilanziellen Fremdkapital einnehmen. Sie machen im Zeitablauf rund 6 bis 8 Prozentpunkte an der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote aus, wobei diese Sonderposten bei kleinen Unternehmen in der Stichprobe einen etwas höheren Anteil an der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote einnehmen.

Die Eigenkapitalquote misst das Verhältnis des Haftungskapitals zum Gesamtkapital.

Fremdkapitalfinanzierungen der Versorgungsnetze führen zu tendenziell niedrigeren Eigenkapitalquoten bei den EVUs mit eigenen Netzen. Derartige Fremdfinanzierungen des Anlagevermögens sind branchenübergreifend nicht unüblich. Bei der Beurteilung des Eigenkapitalniveaus sollte daher eine entsprechende Differenzierung im Einzelfall vorgenommen werden:

Tab. 3 Kennzahlen-Richtwerte

Art des EVU	tendenziell unbedenkliche Eigenkapitalquote
EVU (ohne eigene Netze)	≥ 25–30 %
EVU (mit eigenen Netzen)	≥ 20 %

Abb. 8 Wirtschaftliche Eigenkapitalquote

Die wirtschaftliche Eigenkapitalquote ist rückläufig, liegt Ende 2012 im Mittel aber bei noch guten 42,5%. Einen deutlichen Anteil am wirtschaftlichen Eigenkapital nehmen Investitions- und Ertragszuschüsse ein.

Die durchschnittliche wirtschaftliche Eigenkapitalquote befindet sich in der betrachteten Stichprobe auf einem soliden Niveau. Sie sinkt zwischen 2009 und 2012 von 44,0% auf 42,5%. Diese Entwicklung geht mit der steigenden Bruttofinanzverschuldung und dem insgesamt steigenden Anteil der Fremdfinanzierung an den Investitionsprojekten der letzten Jahre einher. Die Bilanzsummen in der Stichprobe wachsen im Betrachtungszeitraum um knapp 2,5% pro Jahr, das Eigenkapitalwachstum liegt in der Studie dagegen bei unter 1,0% pro Jahr. Neben rückläufigen Ergebnissen sind auch die vergleichsweise hohen Ausschüttungserfordernisse (siehe dazu im Folgenden C.5 Ausschüttungsquote) als ursächlich für diese Entwicklung anzusehen. In der Einzelbetrachtung liegt die Eigenkapitalausstattung zum Teil deutlich unter dem Median. Im Übrigen liegt die Eigenkapitalquote der Gesamtstichprobe ohne Berücksichtigung der Investitions- und Ertragszuschüsse in 2012 bei nur 34,5%.

Die großen EVUs liegen in allen Jahren relativ deutlich hinter der Gesamtstichprobe. In 2012 beträgt die Eigenkapitalquote der 50 größten EVUs 39,5%. Die insgesamt niedrigeren Eigenkapitalquoten in diesem Bereich legen die Vermutung nahe, dass größere EVUs ihren Fremdfinanzierungsspielraum bewusster ausschöpfen bzw. einen tendenziell leichteren Zugang zu den Kreditmärkten finden. Das Wachstum des Sachanlagevermögens und das Bilanzsummenwachstum liegen in dieser Gruppe im Betrachtungszeitraum ebenfalls an der Spitze. Die zunehmend fremdfinanzierte Investitionstätigkeit führt dann wiederum zu sinkenden Eigenkapitalquoten.

Die Eigenkapitalquote der kleineren EVUs liegt dagegen tendenziell über dem Niveau der Gesamtstichprobe. Als mögliche Gründe hierfür sind einerseits größen- und volatilitätsbedingt höhere Risikokapitalerfordernisse anzuführen. Darüber hinaus liegt die Vermutung nahe, dass partnerschaftlich geführte kommunalnahe Lokalversorger historisch zu höheren Anteilen über die Gesellschaftereinbindung finanziert wurden und damit der Fremdfinanzierungsspielraum nicht ausgeschöpft wurde. Hierfür spricht auch der im Betrachtungszeitraum einsetzende, relativ deutlichere Rückgang der Eigenkapitalquote im Zuge der fremdfinanzierten Investitionstätigkeit in dieser Gruppe.

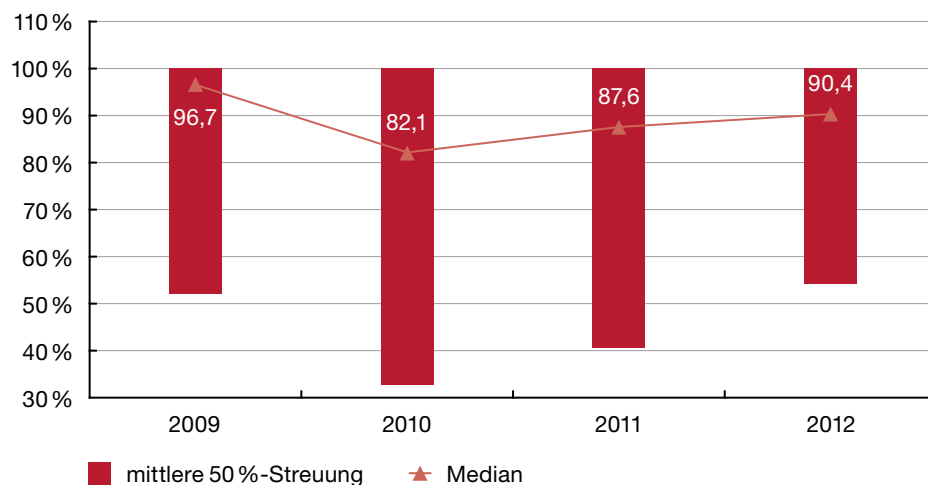
5 Ausschüttungsquote

Das Ausschüttungsverhalten eines EVU ist ein wichtiger Treiber seiner Innenfinanzierungskraft. Werden Periodenüberschüsse in hohem Umfang an den Gesellschafterkreis ausgeschüttet, um zum Beispiel Bereiche der kommunalen Daseinsvorsorge außerhalb der Versorgerbilanzen zu finanzieren, so schmilzt der Spielraum, die selbst erwirtschaftete Liquidität im Unternehmen zu reinvestieren. Notwendige Investitionen können dann oftmals nur mit der Hilfe von externen Kapitalpartnern umgesetzt werden. Dies führt im Ergebnis zu steigenden Verschuldungskennziffern. Als Maß des Ausschüttungsverhaltens verwendet die vorliegende Studie die Ausschüttungsquote als Verhältnis des Periodenüberschusses des Berichtsjahres vor Gewinnverwendung zu den in dem jeweiligen Folgejahr für das Berichtsjahr geleisteten Ausschüttungen. Je höher dieses Verhältnis ist, desto geringer ist tendenziell die Innenfinanzierungskraft eines EVU.

Die Ausschüttungsquote errechnet sich als Quotient der geleisteten Ausschüttungen an die Eigentümer und der hierfür zur Verfügung stehenden Periodenüberschüsse.

Angaben zu den Ausschüttungen, die im Laufe des Geschäftsjahres 2013 für das Jahr 2012 geleistet wurden, liegen aktuell nur zum Teil vor, sodass es sich bei der Ausschüttungsquote für das Jahr 2012 um einen Ausschnitt aus der Gesamtstichprobe handelt.

Abb. 9 Ausschüttungsquote



Aus den Ausschüttungsquoten im Betrachtungszeitraum geht zunächst hervor, dass der deutlich größere Teil der Periodenergebnisse aus den vorliegenden Jahresabschlüssen an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet wurde. Zwischen 2010 und 2012 steigt der Anteil von 82,1 % auf 90,4 %. Hinter dieser Entwicklung steht die Beobachtung, dass Ausschüttungen mehrerer EVUs in der Stichprobe über den Beobachtungszeitraum nominal konstant gehalten wurden, bei allerdings rückläufigen Periodenergebnissen. In den uns bekannten Fällen liegen die Gründe hierfür vor allem in den von den öffentlichen Haushalten auf Vorjahresniveau budgetierten Ausschüttungen, denen die EVUs auch in Zeiten schwächerer Ergebnisse nachkommen. Ein vergleichbares Bild zeigt das Jahr 2009: Infolge der Ergebnisvolatilitäten war die Ausschüttungsquote auch hier schon vergleichsweise hoch ausgefallen. Das Ausschüttungsvolumen passt sich in volatilen Geschäftsjahren nicht proportional der Ergebnislage an, mit dem Effekt einer auf hohem Niveau schwankenden Ausschüttungsquote.

Hohe, zum Teil ergebnisunabhängige Ausschüttungen prägen das Bild der letzten vier Jahre.

Die Grafik zeigt anhand der Streuungsbreite, dass mindestens 25% der EVUs ihren Jahresüberschuss in allen Jahren und in voller Höhe an die Gesellschafter abgeführt haben. In 2010 war die Streuung nach unten hin am größten. Es ist zu vermuten, dass auch hier das oben geschilderte nichtproportionale Ausschüttungsverhalten zu der Streuung beiträgt.

Der Anstieg der Ausschüttungsquote zwischen 2010 und 2012 ist unter den großen EVUs insgesamt deutlicher als unter den kleineren. Für den Anstieg spricht die Bedeutung des Finanzierungsbeitrags größerer EVUs, der hier zur Deckung anderer Ausgaben im hoheitlichen Aufgabenbereich der Gesellschafter erwirtschaftet und ausgeschüttet wird.

6 Verbindlichkeitenquote

Die Verbindlichkeitenquote misst das Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zum Gesamtkapital.

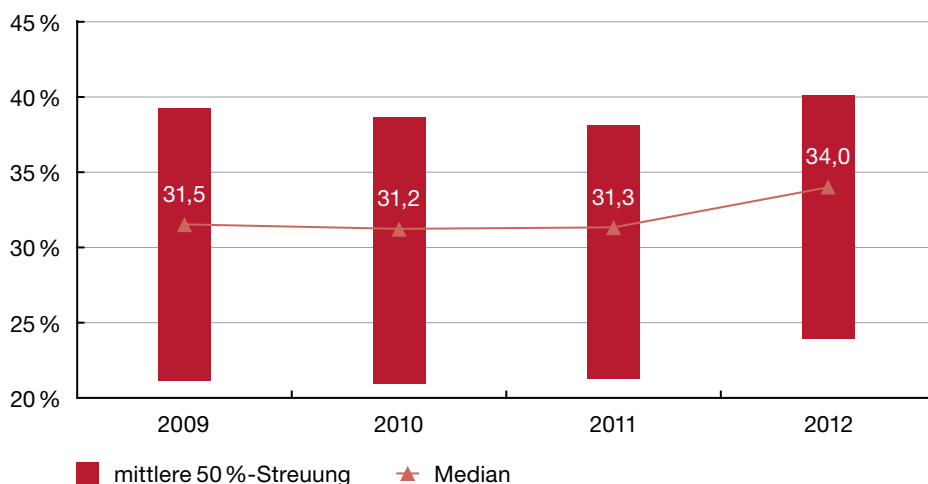
Konzeptionell ähnlich zum Konzept der Eigenkapitalquote ist die sogenannte Verbindlichkeitenquote (auch: statischer Verschuldungsgrad), die hier als Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zum Gesamtkapital definiert ist. Sie kann wie die Eigenkapitalquote als Kapitalstrukturkennzahl ergänzend zur Beurteilung der Finanzstabilität eines Unternehmens herangezogen werden.

Die Verbindlichkeitenquote findet insbesondere in den Bonitätsanalysen der Ratingagenturen Anwendung. Die Studie setzt als Referenzwert diejenige Marke, die seitens der Ratingagentur Moody's Investors Service über die Einordnung in die Gruppe der guten Bonitäten („Investment Grade“, Noten Baa und besser) und in die Gruppe der spekulativen Bonitäten („Non-Investment Grade“, Noten Ba und schlechter) der Branche entscheidet. Es handelt sich hierbei um einen indikativen Referenzpunkt der internationalen Kapitalmärkte, dessen kritische Marke immer auch einzelfallbezogen und abhängig von den Geschäftsfeldern sowie der Bilanzstruktur des jeweiligen Bewertungsobjekts gesetzt wird:

Tab. 4 Kennzahlen-Richtwerte

Art des EVU	tendenziell unbedenkliche Verbindlichkeitenquote
EVU	≤ 55 %

Abb. 10 Verbindlichkeitenquote



In der Gesamtstichprobe steigt die Verbindlichkeitsquote im Betrachtungszeitraum von 31,5 % auf 34,0 % bei relativ konstanter Streuung. Bei der hier als kritische Marke angesetzten Quote in Höhe von 55 % ist der Spielraum der Finanzverschuldung bezogen auf die Bilanzsumme deutlich höher als dies unter dem dynamischen Verschuldungsgrad bezogen auf das EBITDA der Fall war. Der zunächst richtungslose Verlauf der Quote im Unterschied zu der fallenden Eigenkapitalquote ist auf sonstige Finanzierungseffekte in den sonstigen, nicht weiter aufschlüsselbaren Verbindlichkeiten und in den sonstigen Rückstellungen zurückzuführen, die in keiner der beiden Quoten abgebildet sind und demzufolge die Lücke in der Bilanz schließen. In 2012 werden die Aussagen aus der Diskussion der Eigenkapitalquote dann Spiegelbildlich bestätigt.

Die Verbindlichkeitsquote steigt in 2012 an, liegt aber im Mittel auf guten finanzierbaren Niveaus.

7 Schuldendeckungsgrad

Ebenso wie der statische Verschuldungsgrad ist auch der Schuldendeckungsgrad eine Kennzahl, die insbesondere in der Analyse externer Ratingagenturen ein hohes Gewicht hat. Der Schuldendeckungsgrad ist ein Indikator für die Fähigkeit, laufende finanzielle Zahlungsverpflichtungen, d. h. Zins und Tilgung, bedienen zu können. Die Kennzahl setzt einen operativen Cashflow in das Verhältnis zu den Bruttofinanzverbindlichkeiten. Höhere Kennzahlenausprägungen weisen auf eine üblicherweise höhere Finanzkraft im Sinne einer Schuldendienstfähigkeit und damit auf eine höhere Bonität hin. Die Schuldendeckung ähnelt dem reziproken dynamischen Verschuldungsgrad, ersetzt das EBITDA jedoch um eine Liquiditätsgröße und vernachlässigt die liquiden Mittel als Abzugsposition von der Bruttofinanzverschuldung.

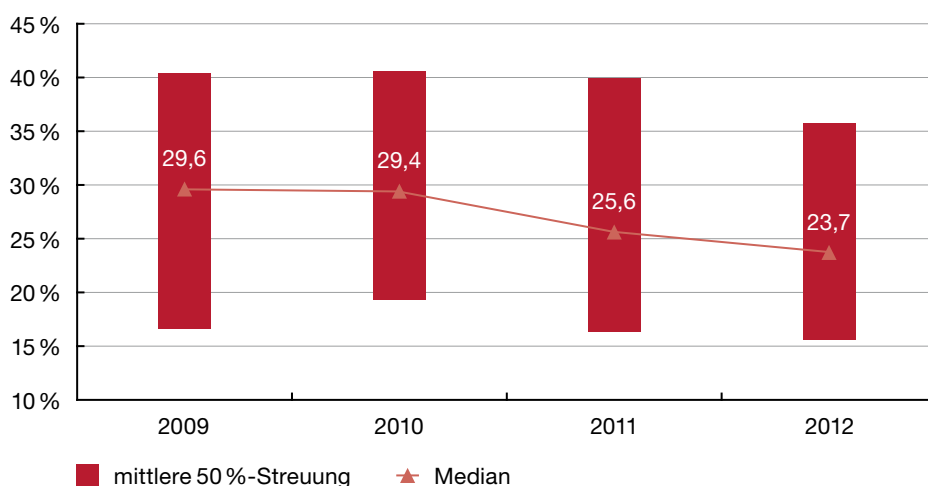
Der Schuldendeckungsgrad entspricht dem Verhältnis von operativem Cashflow zur Bruttofinanzverschuldung.

Als kritischer Wert wurde das Niveau angesetzt, das gute Bonitäten von spekulativen Bonitäten nach Moody's Investors Service trennt:

Tab. 5 Kennzahlen-Richtwerte

Art des EVU	tendenziell unbedenklicher Schuldendeckungsgrad
EVU (unreguliert)	≥ 17 %
EVU (reguliert)	≥ 13 %

Abb. 11 Schuldendeckungsgrad



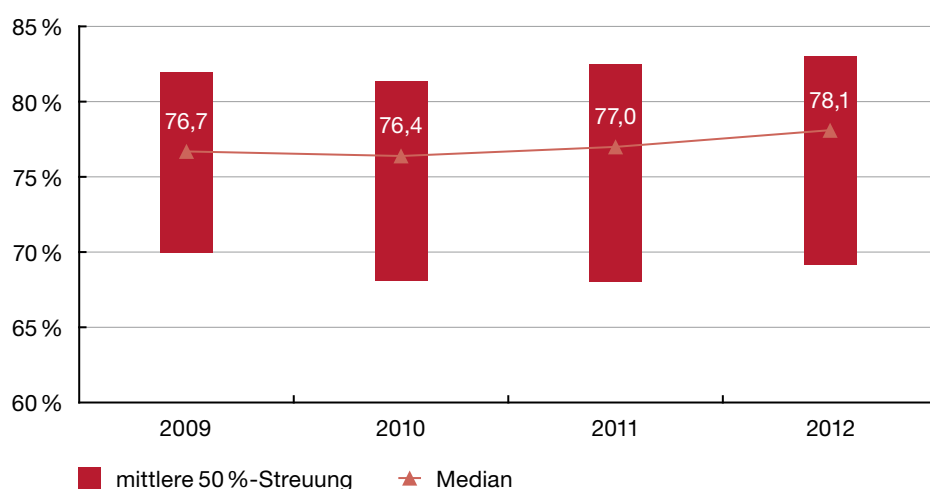
Die rückläufige Entwicklung des Schuldendeckungsgrads bestätigt die vorhergehenden Ergebnisse.

Der mittlere Schuldendeckungsgrad liegt im Beobachtungszeitraum auf einem insgesamt auskömmlichen, aber ab 2011 deutlich sinkenden Niveau zwischen 29,6% in 2009 und 23,7% in 2012. Zu der Reduzierung tragen alle Einflussgrößen bei, wobei der Cashflow-Effekt aus den sinkenden operativen Ergebnissen überwiegt. Ein wesentlicher Unterschied zu den Ergebnissen des dynamischen Verschuldungsgrads ist die frühere deutliche Verschlechterung des Schuldendeckungsgrads im Jahr 2011. Diese ist insbesondere durch die hier relevante Bruttobetrachtung, d. h. die Nichtberücksichtigung der Kassenbestände, hervorgerufen.

8 Anlagenquote

Um die Aussagen zum Investitionsverhalten der EVUs und deren Auswirkungen auf die Finanzstruktur zu vervollständigen, zeigen wir die Entwicklung der Anlagenintensität in der Stichprobe, gemessen an dem bilanzierten Anlagevermögen relativ zu dem eingesetzten Gesamtkapital. Der Anlagenquote kommt für sich allein genommen im Kreditprozess aber keine herausgehobene Bedeutung zu.

Abb. 12 Anlagenquote



Die Versorgungswirtschaft zählt allgemein zu den anlagenintensiven Branchen. Wie erwartet ist der Anteil des Anlagevermögens am Gesamtkapital deshalb relativ hoch. Er steigt im Beobachtungszeitraum kontinuierlich von 76,7% auf 78,1%. Hinter den auf den ersten Blick moderaten Wachstumsraten stehen jedoch signifikante Investitionsvolumina: Aus der Stichprobe lässt sich zwischen 2009 und 2012 ein Anstieg der Nettoanlagenbuchwerte von rund 5,8 Mrd. Euro ableiten. Auf den gleichen Zeitraum entfällt ein Abschreibungsvolumen in Höhe von rund 7,7 Mrd. Euro. Damit liegt das rechnerische Bruttoinvestitionsvolumen in dem Zeitraum bei 13,5 Mrd. Euro und die durchschnittliche Investitionsquote, gemessen am Umsatz der Stichprobe, bei gut 10% pro Jahr. Zum Vergleich: Nach dem statistischen Bundesamt lag die Investitionsquote im verarbeitenden Gewerbe deutschlandweit 2012 bei 3,3%.

D Fazit und Handlungsoptionen für EVUs

Die vorangegangene Kennzahlenanalyse belegt, dass sich die Finanz- und Ertragslage der EVUs im Median der Stichprobe noch auf einem soliden und finanzierbaren Niveau bewegt. Es liegen keine Hinweise dafür vor, dass die Verschuldungskapazitäten der Branche schon grundsätzlich erreicht wären. Es zeigt sich jedoch aus der Entwicklung der Kennzahlen seit 2009, dass die Branche sukzessive auf Niveaus zusteuert, die die Kapitalgeber zu einer intensiveren Kreditwürdigkeitsprüfung und Überprüfung ihrer Risikoeinschätzungen anhalten wird. Größere EVUs weisen hierbei tendenziell schlechtere Kennzahlen auf als kleinere EVUs.

Mit den schwächer werdenden Kennzahlen im Zeitablauf der Analyse bestätigt sich das Bild, das durch die oben genannten Ratinganpassungen führender Versorgungsunternehmen in den letzten Jahren vorgezeichnet wurde. Dies führt bereits heute zu einem steigenden **Bewusstsein für die finanzwirtschaftlichen Herausforderungen** bei den EVUs. Die aktuellen Herausforderungen in der Branche lassen nicht erwarten, dass der Druck auf die Geschäftsbilanzen und auf die Bonitäten in Zukunft wieder abnehmen wird. Von einem „Selbstläufer“ der Finanzierung für Refinanzierungsprozesse und neue Investitionsprojekte kann dann keine Rede mehr sein.

Stattdessen steht zu erwarten, dass eine restriktivere Kreditvergabe und bonitätsbedingt steigende Kapitalkosten die EVUs in die Pflicht nehmen werden, ihre vorhandenen **Investitionsalternativen** auf ihre Wirtschaftlichkeit gerade auch **vor dem Hintergrund des Finanzierungsumfelds** und der Finanzierungskosten hin zu überprüfen. Die zum Teil schwachen Kennzahlenergebnisse setzen das Management eben jener EVUs am unteren Ende der Bonitätsskala schon heute dem Spannungsfeld notwendiger Strukturveränderungen bei unzureichender Kapitalversorgung aus.

Um das aktuelle Spannungsfeld der EVUs bestehend aus den Investitionen, der Aufnahme von Fremdkapital, den Erträgen aus den getätigten Investitionen und der Verschuldungsgrenze darzustellen, wurde dieser Zusammenhang für ein EVU an unterschiedlichen Zeitpunkten (t) in Abbildung 13 auch modelltheoretisch illustriert. Unter der Annahme, dass eine geringe Innenfinanzierungskraft durch Ausschüttungsanforderungen der Gesellschafter vorliegt, können die geplanten Investitionen nur durch die Aufnahme von Finanzierungen dargestellt werden. Da signifikante Finanzierungsbeiträge über Eigenkapital bei dem überwiegenden Anteil der EVUs zumindest bei Vorliegen von Fremdfinanzierungsalternativen unwahrscheinlich sein dürften, wurde die Finanzierung durch die Aufnahme von Fremdkapital simuliert. In der Abbildung wird exemplarisch deutlich, dass sich dieses Spannungsfeld für die EVUs im Zeitverlauf verschärfen kann.

Die Analyse zeigt insgesamt die Tendenz zu schwächeren Bonitätsbewertungen im Zeitablauf. Im Mittel der Stichprobe ist die Finanz- und Ertragslage aktuell unbedenklich, eine signifikante Anzahl an EVUs liegt aber im Grenzbereich typischer Finanzierungsbenchmarks.

Energie- und Versorgungsunternehmen im Spannungsfeld zwischen Ertrag, Investitionen und Verschuldung.

t = 0

Das Verhältnis von Investitionen, Fremdkapital und Verschuldung bewegt sich auf einem auskömmlichen Niveau.

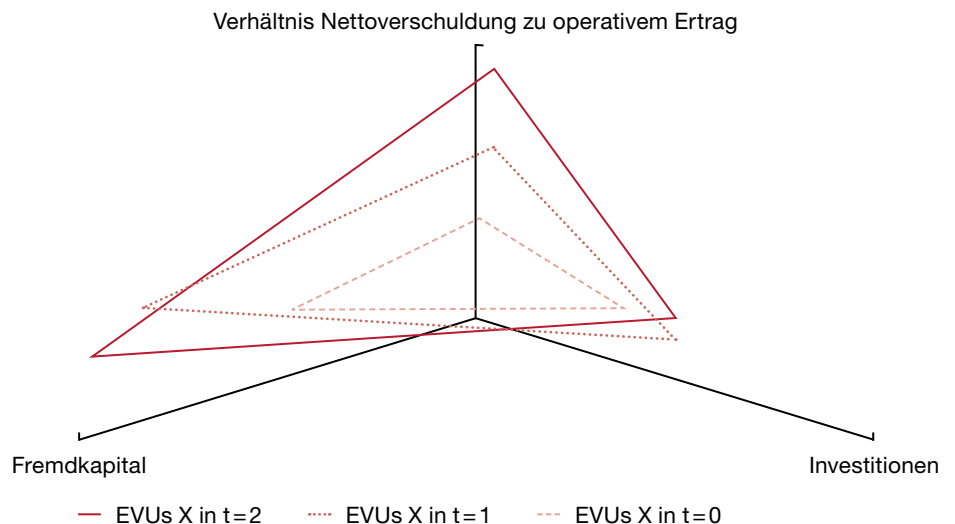
t = 1

Gestiegene Investitionen führen zu der Aufnahme von Fremdkapital und zu einer höheren Nettoverschuldung, die sich noch auf einem vertretbaren Niveau bewegen.

t = 2

Konstant hohe Investitionen führen zu weiteren Fremdkapitalfinanzierungen und damit zu einer höheren Nettoverschuldung. Unter der Annahme, dass die getätigten Investitionen in $t = 0$ und $t = 1$ keine signifikanten Rückflüsse generieren und damit der operative Ertrag relativ konstant bleibt, folgt eine nicht mehr tragfähige Steigerung des Verhältnisses von Nettoverschuldung zu operativem Ertrag.

Abb. 13 Spannungsfeld Investition, Fremdkapital, operativer Ertrag und Verschuldung



Tatsächlich ist diese Entwicklung in den aktuellen Kennzahlenverläufen ablesbar; denn insbesondere diejenigen Kennzahlen, die ein Verhältnis zwischen Ertrags- bzw. Liquiditätskennziffern und der Verschuldung abbilden, verschlechtern sich im Betrachtungszeitraum.

Finanzierungsalternativen und strukturierte Finanzierungen gewinnen an Bedeutung.

Unternehmen, deren Kennzahlen im Grenzbereich finanzierbarer Kennzahlenausprägungen liegen, werden ihren Finanzbedarf ohne unterstützende Maßnahmen seitens der Gesellschafter meist nur im Ausnahmefall über typisches Bankenfremdkapital decken können und stattdessen über **zusätzliche Finanzierungsformen** wie zum Beispiel Leasingfinanzierungen, individuell ausgestaltete Anleihen, Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Mittel oder außerhalb der Bilanz zum Beispiel über **Projektfinanzierungen** darstellen können.

Zum Teil kommt die Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten als **neue Gesamtfinanzierung** in Frage, in der durch die systematische Neuordnung aller Finanzverbindlichkeiten und unter Ausnutzung innovativer Finanzierungsbausteine ein zusätzlicher Finanzierungsspielraum geschaffen wird. Oftmals schließen sich Banken (und weitere Investoren) hierzu als Finanzierer über ein **Konsortium bzw. Syndikat** zusammen.

Die politischen und wettbewerblichen Rahmenbedingungen in der Branche scheinen weitgehend gesetzt. Dabei ist es im politischen, wirtschaftlichen wie öffentlichen Interesse, einen Interessensausgleich unter den beteiligten Parteien zu schaffen und die Herausforderungen gemeinsam zu stemmen.

Die EVUs können hierzu einen wesentlichen Beitrag leisten. Im Zentrum stehen hierbei Themen wie die Identifizierung ihrer eigenen Verschuldungskapazität, die Überprüfung der Wirtschaftlichkeit von Investitionen vor dem Hintergrund knapper finanzieller Ressourcen, die frühzeitige Ableitung zukünftiger Investitionsbedarfe für den nachhaltigen und störungsfreien Geschäftsbetrieb, die weitere Professionalisierung des Finanzierungs- und Investorenmarketings, die Erschließung neuer Kapitalmärkte und die Einbindung finanzieller und strategischer Partner. Unverzichtbar für die Identifikation von Finanzierungsspielräumen und -risiken und die Tragfähigkeitsanalyse von Investitionsprojekten ist stets eine belastbare **Unternehmensplanung** mitsamt eines dezidierten **Investitions- und Finanzierungsplans** und daraus abgeleiteten Finanzierungskennzahlen. Auf diese Weise können Investitionsalternativen und mögliche Finanzierungsstrukturen in einem tendenziell herausfordernden Marktumfeld systematisch und ganzheitlich bewertet werden und finanzwirtschaftliche Risiken aus der Geschäftsentwicklung früher identifiziert und adressiert werden.

Detaillierte Investitions- und Finanzplanungen sind unverzichtbare Entscheidungsgrundlagen für nachhaltiges Wirtschaften bei begrenzter Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln.

PwC hat hier gemeinsam mit den EVUs in vielen Finanzierungsprojekten Planungsgrundlagen verbessert, das Finanzreporting optimiert und zu neuen, tragfähigen Finanzierungen verholfen. Als Bindeglied zwischen der öffentlichen Hand und der finanzierenden Privatwirtschaft entwickelt das Corporate Finance Solutions Team intelligente, zielorientierte Finanzierungskonzepte, die einen langfristigen Zugang zu Fremdkapital gewährleisten und mit hinreichenden Spielräumen und Flexibilitäten ausgestattet sind, um den Interessen der EVUs und ihrer Gesellschafter angemessen Rechnung zu tragen.

E Kennzahldefinitionen

Tab. 6 Kennzahldefinitionen

Titel	Kennzahl
dynamischer Verschuldungsgrad	$\frac{\text{Verbindlichkeiten ggü. Finanzinstituten} + \text{Pensionsverbindlichkeiten} + \text{sonstige Darlehen} + \text{Finanzierungsleases} - \text{liquide Mittel}}{\text{EBITDA}}$
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{gezahlter Zinsaufwand}}$
wirtschaftliche Eigenkapitalquote	$\frac{\text{bilanzielles Eigenkapital (HGB-Definition)} + \text{empfangene Zuschüsse} + \text{sonstige eigenkapitalähnliche Sonderposten}}{\text{Bilanzsumme}}$
Ausschüttungsquote	$\frac{\text{Ausschüttungen (Folgeperiode)}}{\text{Jahresüberschuss vor Gewinnverwendung (Berichtsperiode)}}$
Verbindlichkeitenquote	$\frac{\text{Verbindlichkeiten ggü. Finanzinstituten} + \text{Pensionsverbindlichkeiten} + \text{sonstige Darlehen} + \text{Finanzierungsleases}}{\text{Bilanzsumme}}$
Anlagenquote	$\frac{\text{Anlagevermögen}}{\text{Bilanzsumme}}$
Schuldendeckungsgrad	$\frac{\text{Jahresüberschuss} + \text{Abschreibungen}}{\text{Verbindlichkeiten ggü. Finanzinstituten} + \text{Pensionsverbindlichkeiten} + \text{sonstige Darlehen} + \text{Finanzierungsleases}}$

Ihre Ansprechpartner

Bernd Papenstein

Tel.: +49 211 981-2610
bernd.papenstein@de.pwc.com

Marcel Eilrich

Tel.: +49 211 981-1449
marcel.eilrich@de.pwc.com

Andreas Rams

Tel.: +49 211 981-1718
andreas.rams@de.pwc.com

Benny Herrmann

Tel.: +49 211 981-2817
benny.herrmann@de.pwc.com

Über PwC

Unsere Mandanten stehen tagtäglich vor vielfältigen Aufgaben, möchten neue Ideen umsetzen und suchen Rat. Sie erwarten, dass wir sie ganzheitlich betreuen und praxisorientierte Lösungen mit größtmöglichem Nutzen entwickeln. Deshalb setzen wir für jeden Mandanten, ob Global Player, Familienunternehmen oder kommunaler Träger, unser gesamtes Potenzial ein: Erfahrung, Branchenkenntnis, Fachwissen, Qualitätsanspruch, Innovationskraft und die Ressourcen unseres Expertennetzwerks in 157 Ländern. Besonders wichtig ist uns die vertrauensvolle Zusammenarbeit mit unseren Mandanten, denn je besser wir sie kennen und verstehen, umso gezielter können wir sie unterstützen.

PwC. 9.300 engagierte Menschen an 28 Standorten. 1,55 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.

PwC Finance & Regulation, Corporate Finance Solutions steht für gebündelte Finanzierungsexpertise, insbesondere für anspruchsvolle Finanzierungsprojekte der öffentlichen Wirtschaft und des deutschen Mittelstands. Wir beraten seit vielen Jahren unter anderem Kommunen und kommunalnahe Unternehmen in Finanzierungsfragen und können diese Erfahrung für die Entwicklung tragfähiger und nachhaltiger Finanzierungskonzepte einbringen. Als Schnittstelle zwischen der öffentlichen Hand und der Privatwirtschaft realisieren und sichern wir partnerschaftlich anspruchsvolle Finanzierungsvorhaben, indem wir die Ausschreibung und Verhandlung der Finanzierungen begleiten. Unsere Kunden schätzen darüber hinaus unsere Erfahrungen in den Bereichen Finanzplanung und Finanzmanagement.

