

Energieversorger und kommunaler Konzern im Finanzcheck – Belastung oder Rückgrat?

Eine kennzahlenbasierte Bestandsaufnahme im Zeitraum 2009 bis 2015 für Energieversorger, kommunale Konzerne und ihre Gesellschafter



Energieversorger und kommunaler Konzern im Finanzcheck – Belastung oder Rückgrat?

Eine kennzahlenbasierte Bestandsaufnahme 2009–2015 für Energieversorger, kommunale Konzerne und ihre Gesellschafter

Energieversorger und kommunaler Konzern im Finanzcheck – Belastung oder Rückgrat?

Herausgegeben von der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)

Von Bernd Papenstein, Andreas Rams, Hermann Mehlig und Marcel Eilrich

Juni 2017, 48 Seiten, 28 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.

Die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bekennt sich zu den PwC-Ethikgrundsätzen (zugänglich in deutscher Sprache über www.pwc.de/de/ethikcode) und zu den Zehn Prinzipien des UN Global Compact (zugänglich in deutscher und englischer Sprache über www.globalcompact.de).

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	6
A Zusammenfassung.....	8
B Konzeption der Studie.....	12
C EVU-Kennzahlenanalyse	15
1 Ertragslage und Rentabilität	15
1.1 Umsatz und EBITDA	15
1.2 EBITDA-Marge.....	16
2 Schuldendeckungsfähigkeit.....	17
2.1 Dynamischer Verschuldungsgrad	17
2.2 EBITDA-Zinsdeckungsgrad.....	20
2.3 Liquiditätskennzahlen	22
2.3.1 Einfacher Cashflow zur Verschuldung	23
2.3.2 Residual-Cashflow zur Verschuldung.....	24
2.3.3 Freier Cashflow zur Verschuldung	25
3 Kapitalstruktur	26
3.1 Eigenmittelquote	26
3.2 Ausschüttungsquote	28
3.3 Verbindlichkeitsquote.....	30
4 Investitionsverhalten	31
4.1 Anlagenquote	31
4.2 Investitionen und Finanzierungsmix	32
5 Implikation der konventionellen Energieerzeugung in den EVU-Bilanzen.....	33
6 Tabellarische Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen.....	35
D Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht	36
E Fazit.....	42
Ihre Ansprechpartner.....	45

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Systematische, finanzielle Bestandsaufnahme als erster Schritt in den strukturierten Finanzierungsprozess	11
Abb. 2	Kennzahlenbedeutung, Ursprung und Definitionen	14
Abb. 3	EBITDA-Entwicklung und Umsatzentwicklung von 2014–2015	15
Abb. 4	EBITDA-Marge	16
Abb. 5	Dynamischer Verschuldungsgrad.....	18
Abb. 6	Häufigkeitsverteilung dynamischer Verschuldungsgrad	19
Abb. 7	EBITDA-Zinsdeckungsgrad	20
Abb. 8	Einfacher Cashflow zur Verschuldung.....	23
Abb. 9	Residual-Cashflow zur Verschuldung	24
Abb. 10	Freier Cashflow zur Verschuldung.....	25
Abb. 11	Wirtschaftliche Eigenmittelquote.....	26
Abb. 12	Bilanzielle Eigenkapitalquote.....	27
Abb. 13	Häufigkeitsverteilung Eigenkapitalquote	27
Abb. 14	Ausschüttungsquote.....	28
Abb. 15	Häufigkeitsverteilung Ausschüttungsquote	29
Abb. 16	Verbindlichkeitenquote	30
Abb. 17	Anlagenquote.....	31
Abb. 18	Anlagenwachstum	31
Abb. 19	Wachstum des Nettoanlagevermögens und der Bankverbindlichkeiten am Gesamtfinanzierungsmix in den Jahren 2011 bis 2015	32
Abb. 20	EBITDA-Marge in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel	34

Abb. 21	Dynamischer Verschuldungsgrad in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel	34
Abb. 22	Dynamischer Verschuldungsgrad und Eigenkapitalquote in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel, 2015.....	35
Abb. 23	Tabellarische Kennzahlenzusammenfassung (Gesamtpanel).....	35
Abb. 24	Exemplarische Darstellung des kommunalen Konzerns	36
Abb. 25	Eigenkapitalquote, Verbindlichkeitenquote und dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern, 2015	38
Abb. 26	Entschuldungsdauern in der EVU-Benchmark und im kommunalen Konzern, 2015	41
Abb. 27	Ausgewählte Wachstumsraten 2011–2015 aus dem EVU-Gesamtpanel.....	42
Abb. 28	Schulden der Gemeinden und Gemeindeverbände 1991–2015.....	44

A Zusammenfassung

Finanzwirtschaftliche Analyse von 300 kommunalen Energie- und Versorgungsunternehmen für die Jahre 2009 bis 2015

Indikator für die Entwicklung der finanzwirtschaftlichen Verhältnisse und objektive Grundlage zur Bewertung der eigenen Finanzierungsfähigkeit

Absolut steigende Finanzverschuldung, aber auch signifikante Verbesserung der Ergebnissituation

EBITDA-Marge im Jahr 2015 bei 15%, so gut wie seit dem Jahr 2010 nicht mehr

Finanzierungsbedarf bleibt hoch – mehrheitlich negative freie Cashflows aufgrund des fortgesetzten Anlagenwachstums

Ergebnisbedingte Verbesserung der EVU-Eigenkapitalrelationen – Ausschüttungen leicht rückläufig

Spreizung der Finanzlagen unverändert hoch

Seit 2014 berichtet PwC im jährlichen Rhythmus über die Finanzierungssituation kommunaler **Energie- und Versorgungsunternehmen** (EVUs), zuletzt unter dem im Mai 2016 veröffentlichten Titel *Finanzierungsfähigkeit kommunaler Energieversorger*. Die Entwicklung an den Energiemärkten, der hohe Investitions- und Finanzierungsbedarf sowie die Gewinnabführungen an andere Konzernbereiche und an die mehrheitlich kommunalen Gesellschafter haben in den vergangenen Jahren die Finanzlage der EVUs signifikant beeinflusst.

Mit der vorliegenden Veröffentlichung führen wir (in Kapitel C) die bewährte Analyse finanzwirtschaftlicher Herausforderungen und ihrer Auswirkungen auf die Finanzierungsfähigkeit der primär im Energieversorgungsgeschäft angesiedelten kommunalen Gesellschaften fort. Dabei orientieren wir uns an den Jahresabschlüssen von 300 mehrheitlich kommunalen EVUs der Jahre 2009 bis 2015. Im Fokus stehen dabei wiederum zentrale Finanzkennzahlen, wie sie in der Regel auch für die Kreditprüfung und die Bonitätsbeurteilung durch die Kreditmärkte herangezogen werden.

Als ein wesentliches Ergebnis der Analyse für das Jahr 2015 ist, wie im Vorjahr, festzuhalten, dass die von vielen erwartete deutliche Verschlechterung der Finanzierungsverhältnisse bislang nicht eingetreten ist.

Wesentlicher Treiber hierfür ist für das Jahr 2015 die in dem Gesamtpanel deutliche Verbesserung der Ergebnissituation. Die Betriebsergebnisse vor Abschreibungen (EBITDAs) sind im Mittel um 6,9% gestiegen, die Jahresüberschüsse um 6,2%. Die **EBITDA-Marge** steigt bei nahezu unveränderten Umsätzen von 13,6 auf 15%. Das niedrige Marktzinsniveau und die gestiegenen EBITDAs wirken ebenfalls entlastend auf den **EBITDA-Zinsdeckungsgrad**, der 2015 mit 8,8 auf einem guten Niveau lag.

Die Finanzierung des Wachstums erfolgte auch 2015 mehrheitlich aus Fremdkapital. Nach rückläufiger Entwicklung im Vorjahr sind die Nettofinanzschulden 2015 wieder angestiegen (+6,4%), wozu maßgeblich Nachfinanzierungen des Netto-Umlaufvermögens aus dem Vorjahr 2014 und das Wachstum der Anlagenbuchwerte (+2,1%) beitragen. Angesichts des Ergebniswachstums liegt der dynamische **Verschuldungsgrad** 2015 trotzdem nur leicht über dem Vorjahr, bei 2,3.

Darüber hinaus ist ein tendenzieller Anstieg der **bilanziellen Eigenkapitalquote** (von 33,6 auf 34,4%) festzustellen, und zwar aufgrund im Querschnitt gestiegener Jahresüberschüsse und etwas gesunkener, aber weiterhin branchentypisch hoher **Ausschüttungsquoten** (91,9%). Auch sinkt der Anteil der EVUs, die ihren Gewinn vollständig abführen.

Wie in den Vorjahren ist eine deutliche Spreizung der Kennzahlen zu erkennen: Die Finanzierungslage bleibt für die meisten Unternehmen solide, doch knapp ein Viertel der untersuchten EVUs weist, wie in den Vorjahren, Verschuldungsgrade und Eigenkapitalquoten im zunehmend kritischen Bereich aus. Insbesondere die Aktivitäten der konventionellen Energieversorgung tragen hierzu bei. Hier engagierte EVUs weisen im Mittel niedrigere EBITDA-Margen (11,4%) und höhere Verschuldungsgrade (3,2) aus.

Mit der diesjährigen Veröffentlichung richten wir den Blick zudem auf die Finanzierungssituation der privatwirtschaftlich organisierten **kommunalen Konzerne**, in die viele EVUs einzuordnen sind. Zum Kapitalbedarf des Konzerns tragen ganz wesentlich auch Investitionen und Leistungen der Daseinsvorsorge und andere kommunalnahe Aufgabenbereiche bei. Wie Projekterfahrungen zeigen, ist der Strukturierungs- und Beratungsbedarf hier besonders hoch.

Erweiterung der Analyse – Finanzierungsfähigkeit und Kapitalbedarf kommunaler Konzerne

Mit den vielfach schwächeren Ergebnis- und Liquiditätslagen der Nicht-EVU-Bereiche sinkt die Finanzierungsfähigkeit aus Konzernsicht im Vergleich zu der des EVU. Wo Ergebnis- und Liquiditätsbeiträge profitabler Konzernsegmente den konzernweiten Gesamtkapitalbedarf heute nicht mehr in gleichem Maße wie früher decken, müssen alternative interne und externe Finanzierungsstrategien entwickelt werden, die in ihrer Komplexität über die klassische EVU-Finanzierung hinausgehen. Die Komplexitätszunahme hängt zum einen mit den konzernbedingt anspruchsvolleren strukturellen und finanziellen Verhältnissen und zum anderen mit den meist schwächeren Ausprägungen der typischerweise für den Kreditprozess verwendeten Finanzierungskennzahlen und dem Finanzierungsbedarf defizitärer Tochtergesellschaften zusammen.

Die finanzielle Bestandsaufnahme kommunaler Konzerne und der ihnen anhängigen EVUs in Kapitel D kommt anhand eines Panels von 75 Konzernverbänden im Jahr 2015 zusammengefasst zu folgenden zentralen Ergebnissen:

- Aufgrund des im Querschnitt annähernd doppelt so hohen Sachanlagevermögens (Faktor 1,87 x) erhöht sich das Konzern-Gesamtfinanzierungskapital entsprechend (1,76 x).
- In den Konzernen wird ein relativ höherer Anteil durch Verbindlichkeiten finanziert, sodass die mittlere Konzern-Eigenkapitalquote niedriger (29,6%), die Konzernverbindlichkeitenquote hingegen höher (52,5%) ausfällt.
- Die Konzern-EBITDAs – bei hoher Disparität innerhalb der Stichprobe – liegen absolut betrachtet zwar etwas höher als die EVU-EBITDAs (Faktor 1,12 x), können die höhere Konzern-Finanzverschuldung aber bei weitem nicht kompensieren, sodass der dynamische Konzernverschuldungsgrad deutlich höher (4,1) liegt.
- Für rund 20 % der Konzerne bereinigt bzw. für rund 30 % unbereinigt saldieren sich die Gewinn-und-Verlust-Verrechnungen im Jahr 2015 nicht mehr zu einem mindestens ausgeglichenen Konzern-Jahresergebnis (nach Minderheiten).

Signifikant höherer Finanzierungsbedarf auf Konzernebene bei schwächeren Finanzierungsverhältnissen – „finanzieller“ Querverbund zum Teil gefährdet

Cashflow-Analyse als wesentliches Element der Beurteilung und Sicherung der Schuldentragfähigkeit in den maßgeblichen Finanzierungsgesellschaften

In dieser Gemengelage ist ein wesentliches Instrument zur erfolgreichen Gestaltung von Finanzierungsprozessen der Nachweis der **Schuldentragfähigkeit anhand differenzierter Cashflow-Analysen**. Dabei ist für die Mehrheit der kommunalen Konzerne des Panels festzustellen, dass ihre Bankkreditfinanzierungen nicht in einer Konzernholding gebündelt werden, sondern insbesondere die Energieversorger mehrheitlich konzernunabhängig finanziert sind: In unserer Analyse trifft dies auf 87 % der EVUs zu. In diesen Fällen sind die einzelnen Cashflows in den finanzierungsrelevanten Einzelgesellschaften von wesentlichem Strukturierungsinteresse. Sofern es gelingt, aus der Cashflow-Analyse auch für die finanziell schwächeren Gesellschaften im Verbund die Schuldendienstfähigkeit, und daraus eine realisierbare Finanzierungsstruktur, abzuleiten, wird das die Aussicht auf einen erfolgreichen Finanzierungsabschluss deutlich erhöhen.

Zur vergleichenden Bewertung der Schuldentragfähigkeit auf Cashflow-Basis haben wir aus der EVU-Benchmark aus Kapitel C und aus der Konzernbenchmark eine **mittlere Entschuldungsdauer** – das Verhältnis der Finanzschulden und des zur Schuldendeckung zur Verfügung stehenden residualen Cashflows nach Gewinnabführungen – abgeleitet. Für den Konzernmedian 2015 resultiert hier eine mittlere Entschuldungsdauer auf das eingesetzte Fremdkapital in Höhe von 6,3 Jahren, für den EVU-Median 2015 eine Entschuldungsdauer in Höhe von 5,5 Jahren. Die Differenz bezogen auf die Entschuldungsdauer fällt dabei gegenüber der Differenz der Verschuldungsgrade kleiner aus, da die Entschuldungsdauer die Implikationen aus der Gewinnverwendung der EVUs mit berücksichtigt. Der Verschuldungsgrad bezieht sich also auf eine Ergebnisgröße vor Gewinnausschüttung, die Entschuldungsdauer hingegen auf eine Cashflow-Größe nach Gewinnausschüttung.

Auf systematischer Basis die eigene Konzernleistungsfähigkeit ordnen und, wo nötig, durch geeignete, umsetzbare interne und externe Maßnahmen optimieren

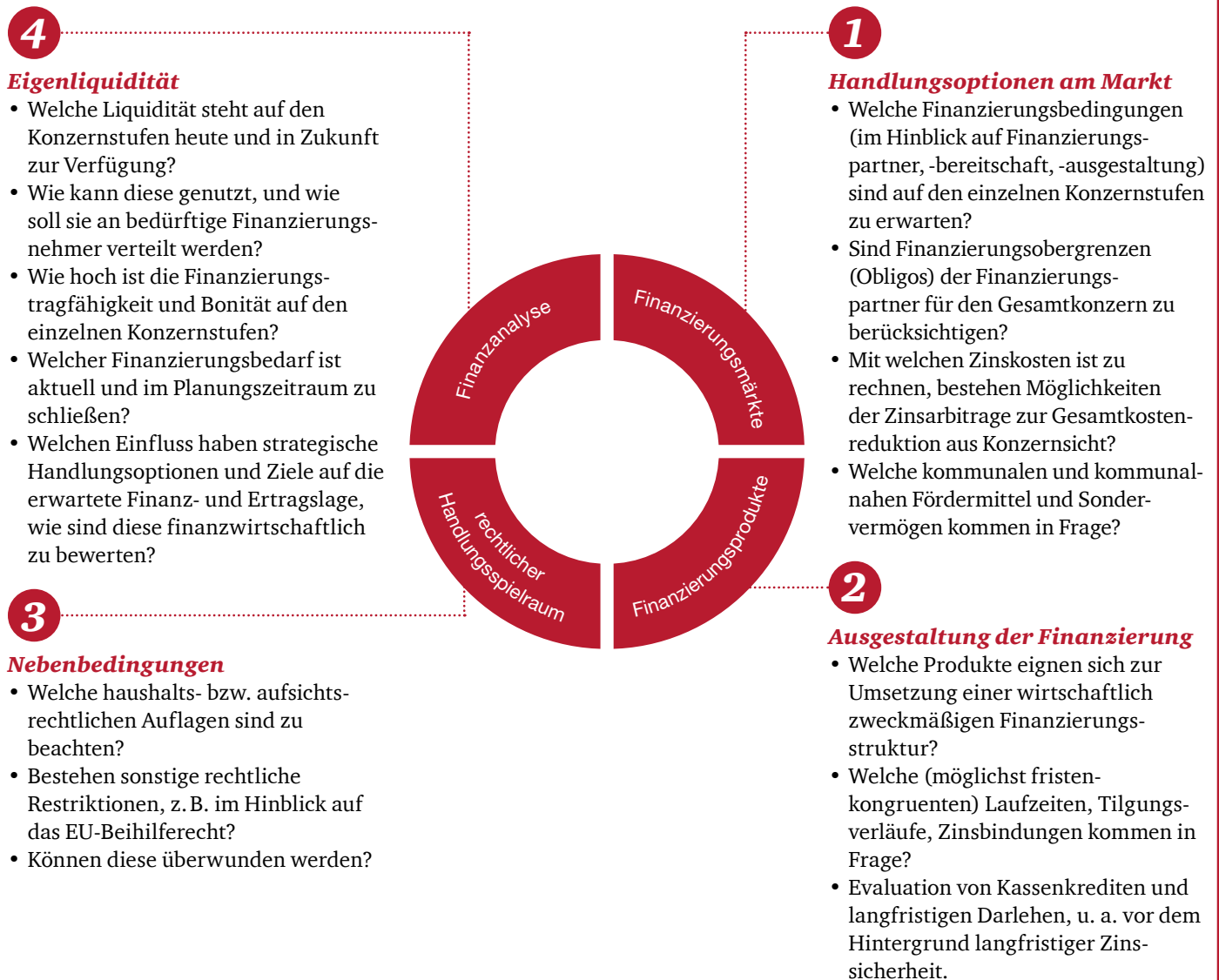
Aus dem Vergleich der Entschuldungsdauern sind zwei wesentliche Ergebnisse festzuhalten:

- Aus EVU-Sicht muss ein signifikanter Anteil der eigenen Finanzierungsspielräume in den Konzern weitergegeben werden, was sich in einer Erhöhung der Entschuldungsdauern niederschlägt; dabei kann gegenwärtig und ganz überwiegend auf die weiterhin bestehende Finanzierungsbereitschaft der Kreditmärkte in Hinblick auf klassische EVU-Infrastrukturfinanzierungen gesetzt werden, und
- das System der Gewinn-und-Verlust-Verrechnungen führt dann aus Konzernsicht jedenfalls im Querschnitt zu nicht wesentlich schlechteren Entschuldungsdauern. Gleichwohl ist der Finanzierungserfolg hier meist unsicherer.

Mithilfe der Cashflow-Analyse können aber fallweise die empfundene Schuldentragfähigkeit an den finanzierungsrelevanten Konzernstufen verbessert, Maßnahmen zur ihrer Verbesserung identifiziert und für die Sicherung der Finanzierung zielgerichtet eingebracht werden.

Angesichts des beachtlichen Finanzierungsbedarfs und der branchentypisch besonderen Finanzierungssituation unterstützt PwC Finance & Regulation die kommunalen und kommunalnahen Unternehmen mit Finanzierungs- und Branchenexpertise aus einer Hand, zum Beispiel bei der methodisch fundierten Ableitung einer nachhaltigen Finanzierungsstruktur, der Verbreiterung der Finanzierungsbasis durch Auswahl geeigneter Finanzierungspartner und -instrumente, durch Strukturierung kommunaler und kommunalnaher Finanzierungsalternativen, oder in der Fördermittelberatung.

Abb. 1 Systematische, finanzielle Bestandsaufnahme als erster Schritt in den strukturierten Finanzierungsprozess



Die Erschließung einer breiteren Finanzierungsbasis ermöglicht PwC dabei durch eine Ansprache der Kapitalgeber mit einem speziell auf deren Anforderungen ausgerichteten Infopaket. Mit einem professionellen und auf Augenhöhe etablierten Prozess der Einwerbung von Finanzierungen werden dabei ein hinreichend breiter Wettbewerb und eine Optimierung der Finanzierungsbedingungen auch über den nominellen Zinssatz hinaus gewährleistet.

B Konzeption der Studie

Fortgeführte Analyse der Jahresabschlüsse von 300 Stichproben-EVUs

In der vorliegenden Studie wurden die Jahresabschlüsse von 300 Energie- und Versorgungsunternehmen (EVUs) im Jahr 2015 analysiert, um aufzuzeigen, wie sich die finanzwirtschaftliche Situation der Energie- und Versorgungswirtschaft im Querschnitt entwickelt hat. Sie knüpft an den in den Vorjahren veröffentlichten Studienvorgänger an¹, auf Basis fortgeführter Zeitreihen aus im Bundesanzeiger oder auf den Internetseiten der EVUs veröffentlichten Jahresabschlüsse.

Die Basis für die Studie bilden die aus veröffentlichten Jahresabschlüssen ableitbaren Finanzierungskennzahlen aller Stichproben-EVUs im Betrachtungszeitraum 2009 bis 2015 (siehe Kapitel C). In der Analyse wurde – soweit nicht anders angegeben – der Median als mittlere Ausprägung einer Kennzahl in der Stichprobe ermittelt. Er wird nicht von Extremwerten beeinflusst und eignet sich somit eher als der Mittelwert für die Interpretation mittlerer Ausprägungen in einer nicht normalverteilten Stichprobe. Um die Streuung der Stichprobenkennzahlen um den Median zu illustrieren, wurden außerdem mittlere 50-Prozent-Streuungen gebildet, die den Kennzahlenbereich über dem ersten bzw. unter dem vierten Quartil der Stichprobe kennzeichnen.

Die Stichprobe wurde auf Kennzahlen hin untersucht, die – auf Basis des vorliegenden Datenmaterials zum Teil leicht adaptiert – von Kreditinstituten und Ratingagenturen zur Beurteilung von Finanz- und Ertragslage der Energie- und Versorgungsbranche genutzt, zu einer Gesamtbonitätseinschätzung verdichtet und zum Teil auch Gegenstand sogenannter Financial Covenants in den Finanzierungsverträgen werden.

Die Kennzahlenausprägungen stellen somit einen Indikator für die Finanzierungssituation der Branche dar, da sie den entscheidenden quantitativen Maßstab für die Zusage oder Ablehnung von Finanzmitteln bzw. deren Konditionierung bilden. Zu den ermittelten Kennzahlen gehören dynamische Verschuldungsgrade, Zinsdeckungsgrade, Kapitalstrukturkennziffern, Vermögens- und Liquiditätskennzahlen sowie das Ausschüttungsverhalten der EVUs.

¹ PwC, Finanzierungsfähigkeit kommunaler Energieversorger, Mai 2016; PwC, Finanzwirtschaftliche Herausforderungen von Energie- und Versorgungsunternehmen, Mai 2015; PwC, Energie- und Versorgungsunternehmen im Spannungsfeld zwischen Ertrag, Investitionen und Verschuldung, Mai 2014.

Den in der Analyse ermittelten Kennzahlenwerten und ihren Trends werden typische Ausprägungen gegenübergestellt, die als überschlägige Grenzwerte für die gesellschafterunabhängige EVU-Finanzierungsfähigkeit zu verstehen sind. Bis zu diesen Ausprägungen lassen sich Finanzierungen in der Regel relativ unproblematisch einwerben. Sie basieren auf anerkannten Ratinganalysen und den Erfahrungen der Studienautoren aus vielen Finanzierungsprozessen und Finanzierungsgesprächen. Die Einhaltung dieser Grenzen führt aus Finanzierungssicht in der Regel zu einer zumindest zufriedenstellenden Kreditbonität. Die Einschätzung der Finanzierbarkeit von EVU-Vorhaben hängt jedoch von einer Vielzahl weiterer individueller Faktoren ab, insbesondere auch qualitativer Bonitätseinschätzungen und Bewertungen der zukünftigen Finanz- und Liquiditätslage, sodass bei einer Einschätzung auf Basis eines Benchmarkings im Hinblick auf einen realen Finanzierungsprozess stets die individuellen Rahmenbedingungen eines EVU zu berücksichtigen sind.

In der Praxis ist kein einheitliches EVU-Geschäftsmodell anzutreffen. Die Zahlen in den untersuchten Jahresabschlüssen bilden in der Regel mehrere Geschäftsfelder ab. Die Geschäftsfelder können etwa sowohl den Vertrieb und die Verteilung im Bereich Energie als auch die Wasserversorgung umfassen, von Auswirkungen verschiedener Erzeugungsstrategien geprägt sein und weitere besondere Aktivitäten einschließen. Die Heterogenität der Jahresabschlüsse und die Vielzahl der Geschäftsfelder der EVUs wurde insbesondere durch die zufällige Benchmark-Auswahl berücksichtigt.

Breite Stichprobe erlaubt differenzierten Blick auf die Finanz- und Ertragslage der EVU-Branche

In Kapitel D wird erstmals die Finanzierungssituation kommunaler Konzernverbände, im Verhältnis zu ihren EVUs und der EVU-Benchmark, analysiert. Angesichts der in den Konzernen weitreichenden Aufgabenbündelung über die Versorgungswirtschaft hinaus entfällt ein signifikanter Finanzierungsanteil auf die Bereitstellung der öffentlichen Daseinsvorsorge und auf sonstige kommunale Vorhaben, die von den öffentlichen Haushalten in den privatwirtschaftlichen Bereich ausgegliedert wurden.

Abgrenzung zum kommunalen Konzern – Erweiterung der Analyse um Finanzdaten kommunaler Konzernverbände

Für die vorliegende Analyse wurden solche Konzernstrukturen untersucht, bei denen das Geschäft der Energieversorgung/-verteilung von den übrigen Leistungsbereichen durch gesellschaftsrechtliche Trennung möglichst klar abgegrenzt ist bzw. durch Vergleich der Konzernabschlüsse mit den jeweiligen Jahresabschlüssen der EVUs eine differenzierte Aussage zur Finanzierungsfähigkeit der Konzerne relativ zu ihren EVUs möglich ist. Das ist insbesondere dort der Fall, wo EVU-Leistungen in Tochtergesellschaften organisiert sind oder durch einen Vergleich von Konzern- und Jahresabschlüssen der gleichen Gesellschaft die EVU- und Nicht-EVU-Leistungen abgegrenzt werden können. Die EVU-Analyse in Kapitel D wurde zudem durch die Hinzurechnung von Netzgesellschaften, eine indikative Kapital- und Schuldenkonsolidierung und die Eliminierung von Zwischenergebnissen fallweise erweitert. Dies ermöglicht eine eindeutigere Differenzierung zwischen EVU- und Nicht-EVU-Aktivitäten im Konzern.

Abb. 2 Kennzahlenbedeutung, Ursprung und Definitionen

Kennzahltyp	Gewinn- und Verlustrechnung	Bilanz	Kapitalflussrechnung	Kennzahldefinition
Rentabilität und Gewinn- verwendung	EBITDA-Marge			EBITDA/Nettoumsatz
	Ausschüttungsquote			(geplante) Ausschüttungen/ Jahresüberschuss vor Gewinnverwendung
Schulden- deckungs- fähigkeit	dynamischer Verschuldungsgrad			Nettofinanzverschuldung/EBITDA
	EBITDA- Zinsdeckungsgrad			EBITDA/Bruttozinsaufwand
		einfacher Cashflow zur Verschuldung		einfacher Cashflow/ Bruttofinanzverschuldung
		Residual-Cashflow nach Ausschüttungen zur Verschuldung		einfacher Cashflow nach Ausschüttungen/ Bruttofinanzverschuldung
	freier Cashflow nach Ausschüttungen und Investitionen zur Verschuldung		einfacher Cashflow nach Ausschüttungen und Investitionen/Bruttofinanzverschuldung	
Kapitalstruktur		Eigenmittelquote		Eigenmittel/Bilanzsumme
		Eigenkapitalquote		bilanzielles Eigenkapital/Bilanzsumme
		Verbindlichkeitenquote		Bruttofinanzverschuldung/ Gesamtfinanzierungskapital
		Anlagendeckungsgrad		Anlagevermögen/ Gesamtfinanzierungskapital
		Anlagenquote		Anlagevermögen/Bilanzsumme

C EVU-Kennzahlenanalyse

1 Ertragslage und Rentabilität

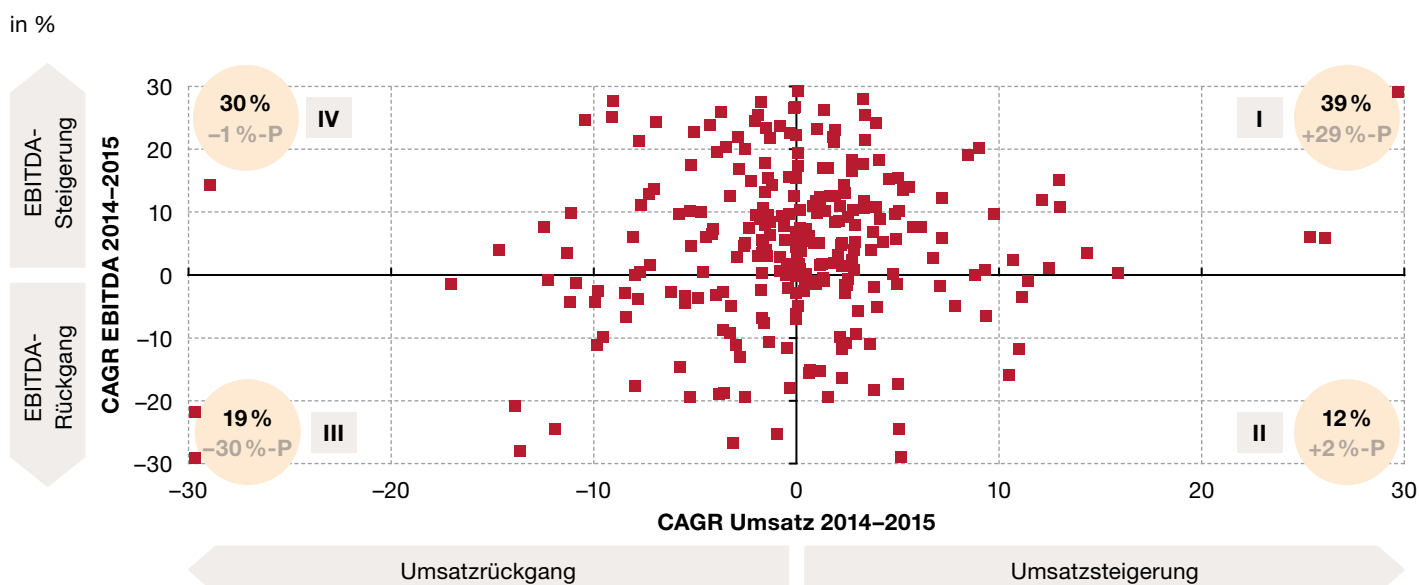
1.1 Umsatz und EBITDA

Treiber oder Ausgangspunkt vieler Finanzierungskennzahlen ist – neben der Finanzverschuldung selbst – die Ergebnissituation der EVUs. Sie schlägt sich unmittelbar in den dynamischen Verschuldungs- und Zinsdeckungsgraden und mittelbar in den Liquiditätskennzahlen nieder, deren operative Cashflows wiederum wesentlich von den erwirtschafteten Erträgen abhängen. Zentrale Einflussgröße ist insbesondere das Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA), das aus den Nettoumsätzen nach betrieblichen Aufwendungen verbleibt.

Ausgangspunkt der Analyse ist ein Überblick über die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Branche.

Für eine erste Bestandsaufnahme der Gesamt-EVU-Rentabilität kann das Verhältnis aus EBITDA zum Nettoumsatz im Zeitablauf angesetzt werden. Für das zuletzt vorliegende Berichtsjahr 2015 gibt ein Vergleich der Wachstumsraten beider Größen Aufschluss über die Entwicklung der einzelnen Stichproben-EVUs zueinander. Bezogen auf das Jahr 2015 resultiert für die EVUs der Studienstichprobe folgende Verteilung dieser Wachstumsraten (CAGR)²:

Abb. 3 EBITDA-Entwicklung und Umsatzentwicklung von 2014–2015



%-P = Prozentpunkte

² CAGR: Compound Annual Growth Rate bzw. durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.

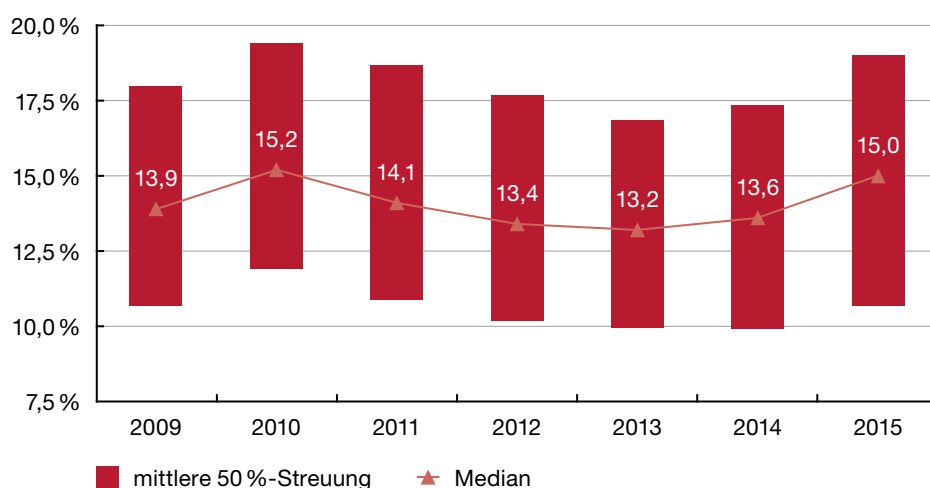
Abbildung 3 verdeutlicht, dass das Jahr 2015 stark von mehrheitlich steigenden Ergebnissen (Quadranten I und IV) geprägt ist: 69% der EVUs weisen gegenüber dem Vorjahr steigende EBITDAs auf, im Vorjahr waren es nur 40%. Die Nettoumsatzentwicklung verläuft dagegen uneinheitlich, sodass aus dem Ergebniswachstum insbesondere auch steigende EBITDA-Margen resultieren.

1.2 EBITDA-Marge

Die EBITDA-Marge steigt im Querschnitt deutlich auf 15%.

Aus den im Jahr 2015 stagnierenden Umsätzen (+0,2%) und den steigenden Betriebsergebnissen vor Abschreibungen (+6,9%) resultiert insgesamt eine deutlich steigende EBITDA-Marge. Sie liegt für das Geschäftsjahr 2015 im Median bei 15,0% und damit deutlich über dem Vorjahreswert von 13,6%. Ursachen hierfür sind neben operativer Erfolge vermutlich auch strukturelle Veränderungen, darunter die im Jahr 2015 verstärkte Auslagerung von Umsätzen, Betriebsergebnissen und Netzinfrastruktur auf separate Netzgesellschaften.

Abb. 4 EBITDA-Marge



2 Schuldendeckungsfähigkeit

2.1 Dynamischer Verschuldungsgrad

Zur Beurteilung der längerfristigen Bonität und Schuldentragfähigkeit wird insbesondere von Fremdkapitalgebern ein dynamischer Verschuldungsgrad als Verhältnis der Nettofinanzverschuldung (Bestandsgröße) zum EBITDA (Stromgröße) 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 fungiert hierbei als eine dem Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit angenäherte Ertragsgröße. Die Finanzverschuldung, das verzinsliche Fremdkapital, stellt nach der Verrechnung mit der freien Liquidität das Ausmaß der tatsächlichen Verschuldung dar. Der dynamische Verschuldungsgrad ist ebenfalls ein 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 etwa dürfte im Durchschnitt deutlich niedrigere dynamische Verschuldungsgrade (und damit niedrigere finanzielle Risiken) erreichen 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, produktives Infrastruktur-Anlagevermögen 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.

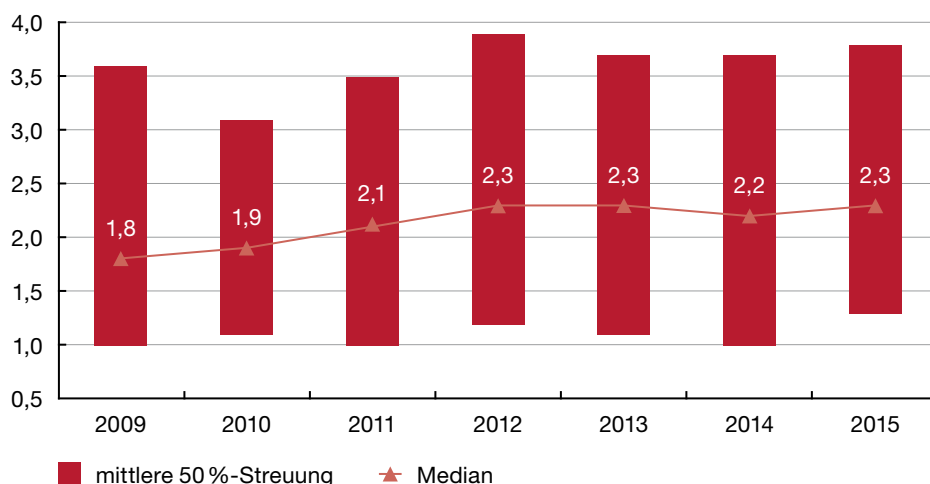
Als Anhaltspunkt für die Finanzierungsfähigkeit dienen die folgenden Kennzahlenrichtwerte:

Tab. 1 Kennzahlen-Richtwerte dynamischer Verschuldungsgrad

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

Bei den nachfolgenden Kennzahlenausprägungen ist zu berücksichtigen, dass die tatsächliche Finanzverschuldung tendenziell etwas höher liegen dürfte, da die Finanzierungskomponenten in den sonstigen Verbindlichkeiten nur teilweise aus den veröffentlichten Jahresabschlüssen ermittelt werden konnten und nicht bilanzierte finanzielle Verpflichtungen wie etwa operative Leasingstrukturierungen oder finanzielle Eventualverbindlichkeiten nicht in die Berechnung eingeflossen sind. Zudem wurden die Investitions- und Ertragszuschüsse vollständig den Eigenmitteln zugeordnet. Für die Kreditprüfung werden sie hingegen fallweise bzw. anteilig mit in die Finanzverschuldung aufgenommen.

Abb. 5 Dynamischer Verschuldungsgrad



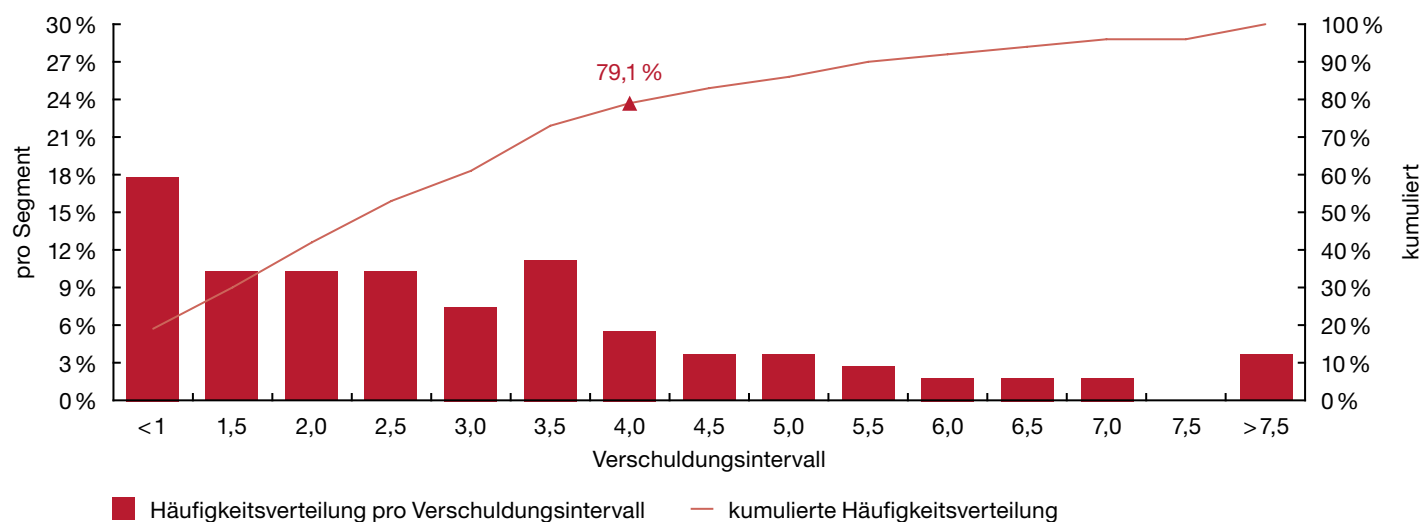
Der dynamische Verschuldungsgrad ist seit 2012 relativ stabil und lag zuletzt bei 2,3. Für die oberen 21 % der Stichprobe bleibt der Spielraum auch im Jahr 2015 mit Ausprägungen oberhalb von 4,0 eng.

Der dynamische Verschuldungsgrad steigt im Median im betrachteten Zeitraum 2009 bis 2015 in der gesamten Stichprobe von 1,8 auf 2,3.

Zur relativen Stabilität der Kennzahl trägt im Jahr 2015 trotz deutlicher Ausweitung der Nettofinanzverschuldung (+6,4%) das ebenfalls deutlich gestiegene EBITDA (+6,9%) bei. Im Vorjahr hatte eine sinkende Nettofinanzverschuldung, unter anderem bedingt durch vorübergehende Finanzierungseffekte aus witterungsbedingt niedrigerem Nettoumlaufvermögen, ein ebenfalls gesunkenes EBITDA tendenziell kompensiert. Der im Vorjahr prognostizierte Anstieg des Verschuldungsgrads für das Jahr 2015 wird insofern aus der Entwicklung der im Jahr 2015 deutlich gestiegenen Nettofinanzverschuldung bestätigt. Der positive Ergebniseffekt kann die Auswirkungen auf den Verschuldungsgrad aber kompensieren.

Für die EVUs im oberen Quartil der Benchmark (3,5 und mehr) bleibt der erfolgreiche Abschluss neuer Finanzierungen, isoliert betrachtet, eine Herausforderung. Im Jahr 2015 lagen rund 21 % der Stichprobe (22,5 % im Vorjahr) bei einer kritischen Kennzahlausprägung von 4,0 und höher.

Abb. 6 Häufigkeitsverteilung dynamischer Verschuldungsgrad



Trotz gestiegener Verschuldungsgrade und gesunkener Finanzierungsspielräume kann die Mehrheit der hiervon betroffenen EVUs seinen auf die Versorgungsinfrastruktur entfallenden Finanzierungsbedarf aus den traditionellen Kreditmärkten decken. Zu beobachten ist dabei aber eine tendenziell zunehmende Ablehnungsquote bei Kreditanfragen und der steigende Dokumentationsumfang im Rahmen der Kreditbearbeitung sowie in der Vertragsgestaltung. Werden Ergebnisse weitgehend abgeschöpft und induzieren auch dadurch Kapitalbedarf, kann gegenüber dem Kreditgläubiger ein schlüssiger Verwendungsnachweis erforderlich sein, aus dem hervorgeht, dass nicht die Ausschüttung, sondern das Investitionsvolumen ursächlich für die Kreditanfrage ist.

Darüber hinaus steigt die Bedeutung strukturierter Finanzierungen, etwa im Hinblick auf mögliche bilanzbefreiende Infrastrukturfinanzierungen, wie sie aus dem Leasing bekannt sind. Auch alternative Finanzierungsformen, zum Beispiel die Ausweitung der Finanzierungsbasis auf private und institutionelle Investoren außerhalb des Bankenbereichs sowie Schuldscheine oder Bürgerbeteiligungsmodelle, können Kapitalquellen sein. Größere Finanzierungen können durch Zusammenschluss bestehender – und gegebenenfalls auch neuer – Finanzierungspartner unter einheitlicher Vertragsdokumentation ein Mittel zur Vereinheitlichung, Verstetigung und/oder Verbreiterung der Finanzierungsbasis sein.

2.2 EBITDA-Zinsdeckungsgrad

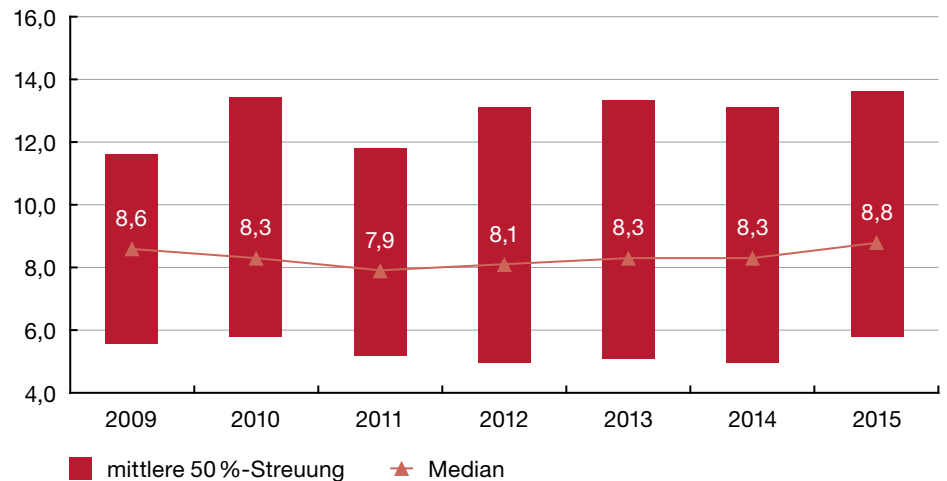
Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad misst die Kapitaldienstfähigkeit anhand des EBITDA im Verhältnis zum Zinsaufwand.

Deckungsgrade finden Anwendung in der Tragfähigkeitsanalyse des Kapitaldienstes. Die hier vorgestellte EBITDA-Zinsdeckung, die auch 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, ein möglicher Bestandteil der Financial Covenants. Der Zinsdeckungsgrad erlaubt eine Aussage darüber, inwieweit die operative Ertragskraft eines Kreditnehmers die Bedienung der laufenden Zinskosten sicherstellt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass mit den Zahlungseingängen aus dem EBITDA neben Zinsaufwendungen auch weitere Auszahlungen, wie etwa Steuern, Schwankungen im Umlaufvermögen, der innenfinanzierte Anteil der Investitionstätigkeit und ein Tilgungsbeitrag geleistet werden, sodass das EBITDA das Niveau des Finanzierungsaufwands deutlich übersteigen sollte. Die folgenden Kennzahlenrichtwerte dienen hierzu als Anhaltspunkte:

Tab. 2 Kennzahlen-Richtwerte EBITDA-Zinsdeckungsgrad

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

Abb. 7 EBITDA-Zinsdeckungsgrad



Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad lag im Jahr 2015 bei 8,8. Hierzu trägt zum einen das anhaltend niedrige Marktzinsumfeld bei, das zu attraktiven Neufinanzierungsabschlüssen und einer günstigeren Prolongation auslaufender Zinsbindungen führt, zum anderen das 2015 gestiegene EBITDA.

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad blieb angesichts rückläufiger Zinsaufwendungen und Ergebnisse zuletzt konstant.

In vielen Finanzierungssituationen ist heute die relativ teurere, aber langfristige, gegen eine günstigere, aber kürzere Zinszusage abzuwägen. So liegt zum Zeitpunkt dieser Analyse der veröffentlichte Sollzins aus dem KfW-Programm *IKU – Investitionskredit Kommunale und Soziale Unternehmen* für 20-jährige Laufzeiten und 10-jährige Zinsbindungen in der Preisklasse A bei 1,6% p. a., der Sollzins für 20-jährige Laufzeiten und 20-jährige Zinsbindungen bei 2,4% p. a.³ Auch steigt das Zinsniveau üblicherweise beim Abschluss von Terminmarktdarlehen, das heißt dem heute vertraglich fixiertem Abruf eines Darlehens in der Zukunft. Die entlang der Zinsstrukturkurve mit längeren Zinsbindungen steigenden Festzinssätze werden aber oft in Kauf genommen, um sich von dem möglichen Ende des historischen Zinstiefs unabhängig zu machen. Zudem nimmt mit längerer Zinszusage meist die Finanzierungsflexibilität ab: Beispielsweise können Sondertilgungen und Refinanzierungen ohne Zusatzkosten meist erst mit Ablauf der Zinsbindung erfolgen, sodass die verschiedenen Finanzierungsziele abgewogen werden müssen.

Angesichts des mehrheitlich steigenden Finanzierungsbedarfs ist Zinsgestaltung auch im Hinblick auf Kreditlaufzeiten und Tilgungsstrukturen bedeutsam: Längere Tilgungszeiträume reduzieren das Zinsänderungsrisiko auf das zu einem späteren Zeitpunkt dann niedrigere, neu abzuschließende Kreditvolumen. Die Begrenzung von Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken ist für die Auswahl der Finanzierungsstruktur daher oft wichtiger als die kostenminimierende Ausgestaltung der Zinscoupons.

³ Aktuelle Zinskonditionen der KfW auf www.kfw.de, abgerufen am 26.05.2017.

2.3 Liquiditätskennzahlen

Neben den vorgestellten Kapitalstrukturkennzahlen werden die Liquiditätskennzahlen in der EVU-Branche zunehmend bedeutsam. Sie setzen die erwirtschaftete Liquidität ins Verhältnis zur Finanzverschuldung und geben somit Auskunft darüber, inwieweit die Verschuldung von den Cashflows des Geschäftsjahres getragen wird. Begrenzttes Ergebniswachstum, hohe Ausschüttungsquoten sowie Investitionen und der aus diesen Einflüssen resultierende steigende Finanzierungsbedarf erhöhen die Notwendigkeit nach einer treffsicheren, integrierten Liquiditätsplanung und einem angemessenen Liquiditätscontrolling. Die Liquiditätsplanung ist Aufsattpunkt für eine eingehendere Prüfung der Kapitaldienstfähigkeit und die Ableitung des Kapitalbedarfsplans. Anhand der Liquiditätsplanung werden etwa Finanzierungsvolumina, Abrufzeitpunkte, Tilgungsstrukturen und die notwendige Höhe variabel nutzbarer Liquiditätslinien festgesetzt.

Zum Vergleich der Liquiditätssituation in der Branche eignen sich Kennzahlen, wie sie etwa in Cashflow-orientierten Ratingansätzen zum Einsatz kommen. Die vorliegende Studie verwendet – jeweils bezogen auf das Bruttofinanzierungsvolumen – erstens den einfachen Cashflow als Maß für die **operative Liquiditätskraft**, zweitens den Residual-Cashflow als Kennzeichen der operativen **Liquidität nach Ausschüttungen** und Kapitaldienstfähigkeit und drittens den freien Cashflow als Maß für die **Kapitaldienstfähigkeit nach Ausschüttungen und Investitionstätigkeit**, aber vor Bewegungen im Finanzierungs-Cashflow.

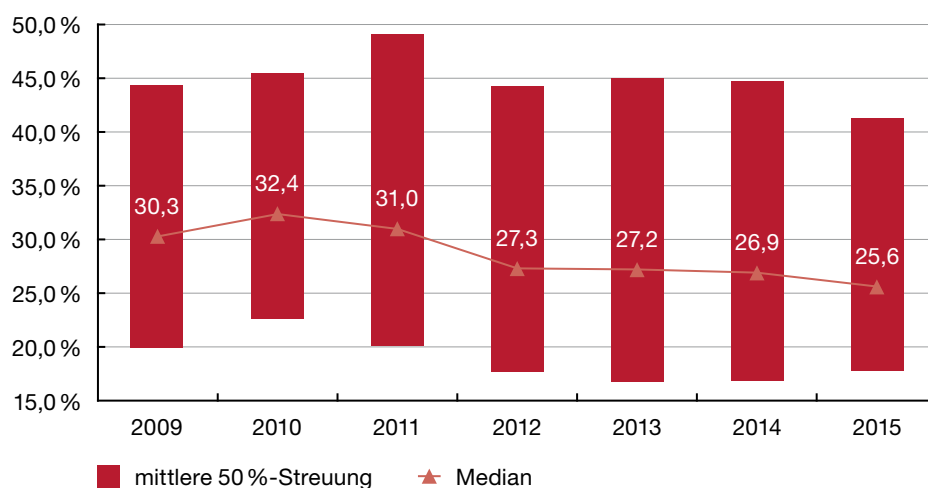
Die aus dem Residual-Cashflow in Relation zu den Tilgungen und aus dem freien Cashflow fallweise entstehende Liquiditätslücke ist durch zusätzliche Finanzierungen auszugleichen. Insoweit ist die Cashflow-Analyse ein zentraler Ansatzpunkt für die Bewertung der Schuldentragfähigkeit wie auch für die Optimierung von Finanzierungsstrukturen.

2.3.1 Einfacher Cashflow zur Verschuldung

Tab. 3 Kennzahlen-Richtwerte einfacher Cashflow zur Verschuldung

	Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität
EVU	≥ 15 %

Abb. 8 Einfacher Cashflow zur Verschuldung



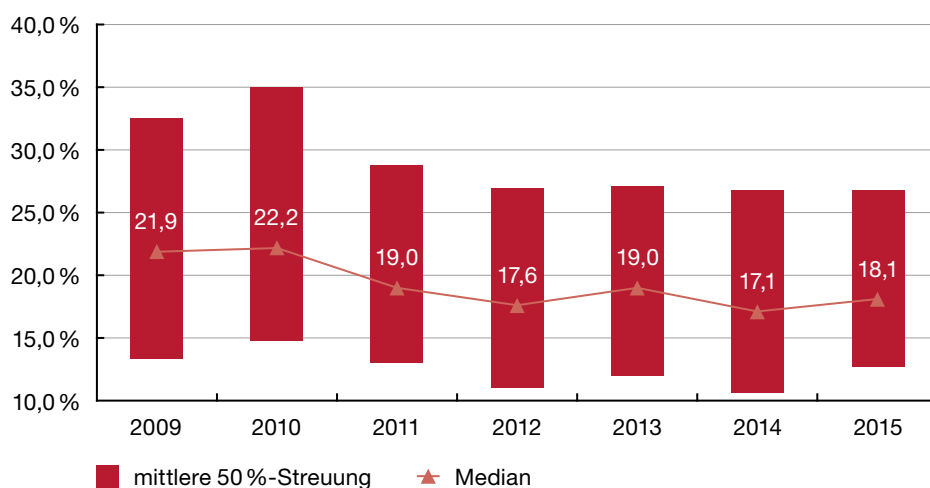
Die Kennzahl folgt zeitlich der aus der Ertragslage resultierenden operativen Liquidität und der Veränderung der Bruttofinanzverschuldung. Gemessen an dem Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität (sogenanntes Investment-Grade-Niveau der Ratingagenturen) liegt die Branche weiterhin in einem insgesamt weiterhin guten Kennzahlenbereich; das Verschuldungsniveau liegt also in Relation zur operativen Liquidität im Mittel auf angemessenen Niveaus. Die Branche verfügt folglich im Querschnitt über eine ausreichende Grundbonität und ein ausreichendes operatives Liquiditätspotenzial, um die aktuellen Verschuldungsniveaus zu tragen. Der Median lag zuletzt bei 25,6%. Im Jahr 2015 war ein Anstieg der Kennzahl für knapp 60% der Stichproben-EVUs zu beobachten. Dennoch ist der Median zuletzt etwas gesunken, da die durchschnittlichen Wachstumsraten etwas niedriger ausfallen als die Kontraktionsraten. Das zeigt auch die gesunkene mittlere 50-Prozent-Streuung der Benchmark im Jahr 2015.

2.3.2 Residual-Cashflow zur Verschuldung

Tab. 4 Kennzahlen-Richtwerte Residual-Cashflow zur Verschuldung

	Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität
EVU	≥ 10 %

Abb. 9 Residual-Cashflow zur Verschuldung



Die Residual-Cashflow-Kennzahl beschreibt das Verhältnis der operativen Liquidität zur Finanzverschuldung, und zwar nach den Ausschüttungen. Aus den Überschüssen des Residual-Cashflows können Investitionen aus Eigenliquidität finanziert und Tilgungen auf Bestandskredite geleistet werden. Die Kennzahl liegt im Median auf insgesamt zufriedenstellenden bis guten Niveaus, fällt aber relativ schwächer aus als die Bewertung der operativen Cashflows. Das Ausschüttungsniveau (siehe auch Kapitel C.3.2 Ausschüttungsquote) verschlechtert also tendenziell die Bonität.

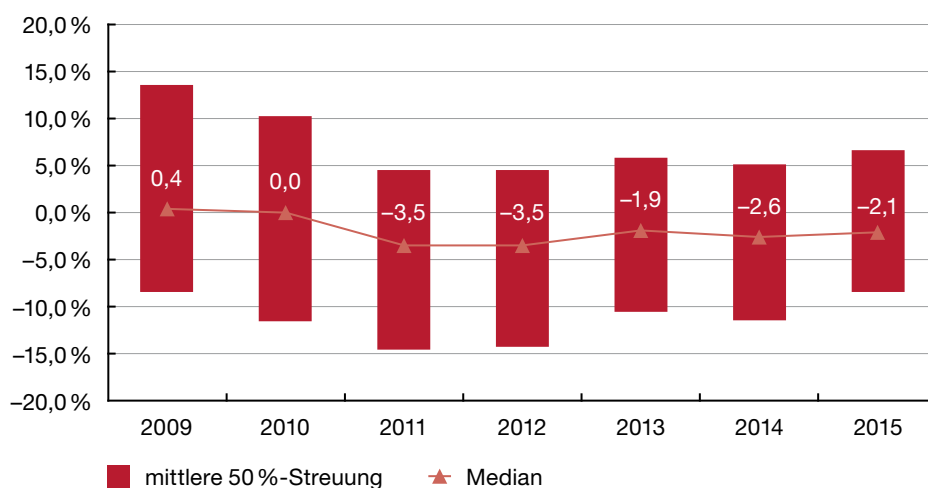
Durch die vielfach periodenversetzte Ausschüttung ist der Residual-Cashflow nach tendenziell niedrigeren Vorjahresergebnissen, auf die 2015 eine – in Relation zu den Jahresergebnissen 2015 – entsprechend niedrigere Ausschüttung folgte, im Vergleich zum einfachen Cashflow relativ gestiegen. Er stieg auch gegenüber dem Vorjahr von 17,1 % auf 18,1 %.

2.3.3 Freier Cashflow zur Verschuldung

Tab. 5 Kennzahlen-Richtwerte freier Cashflow zur Verschuldung

	Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität
EVU	> 0 %

Abb. 10 Freier Cashflow zur Verschuldung



Der freie Cashflow beschreibt die nach Ausschüttungen und Investitionen verbleibende operative Liquidität des EVU zur Bedienung von Finanzverbindlichkeiten. Überschüsse führen unter sonst konstanten Bilanzverhältnissen zu einer Reduzierung der Nettofinanzverschuldung, Unterdeckungen zu einer Erhöhung der Bruttofinanzverbindlichkeiten oder einem Abbau liquider Mittel. Der hier definierte freie Cashflow erfasst keine temporären Schwankungen aus Veränderungen des Nettoumlaufvermögens, sondern tendenziell nachhaltige Finanzierungseffekte aus nachhaltigen Geschäftsergebnissen, Gewinnabführungen und Investitionen.

Trotz der Verbesserung des Residual-Cashflows bleibt der freie Cashflow angesichts der hohen Investitionstätigkeit (siehe auch Kapitel C.4.1 Anlagenquote) auch im Jahr 2015 negativ. Rund 55 % der hier einbezogenen EVUs wiesen 2015 negative freie Cashflows auf, der Median liegt bei -2,1 %.

Aus der Cashflow- und Finanzbedarfsanalyse können wichtige Erkenntnisse über den langfristigen Finanzierungsbedarf sowie zweckmäßige Finanzierungslaufzeiten und Tilgungsprofile abgeleitet werden. Auch für die Ableitung einer sachgerechten Eigenkapitalstrategie liefert die Analyse einen wesentlichen Beitrag: Wenn es ein Ziel ist, zukünftiges Wachstum in stabiler Kapitalstruktur zu finanzieren, vereinbarte Zieleigenkapitalquoten zu erreichen und Entschuldungspotenziale zu realisieren, so folgt aus den geplanten freien Cashflows und den Auswirkungen der Liquiditätsplanung auf den Bilanzplan implizit der hierfür notwendige Eigenkapitaleinsatz. Die vielfach bilanzorientierte Diskussion zweckmäßiger Thesaurierungsquoten wird damit um die wesentliche liquiditätsorientierte Dimension erweitert.

3 Kapitalstruktur

3.1 Eigenmittelquote

Die Eigenmittelquote misst das Verhältnis des Haftungskapitals zum Gesamtkapital.

Eigenmittelquoten sind gängige Kennzahlen in vielen Kreditwürdigkeitsprüfungen und werden auch als Financial Covenants in Kreditverträgen angewendet. Je höher der Anteil der Eigenmittel am Gesamtkapital, desto eher kann der Kreditnehmer Schwankungen und Risiken aus dem Geschäftsverlauf abfangen. Die Eigenmittelquote ist damit ein Kennzeichen der finanziellen Stabilität eines Unternehmens, ein Signal an die 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 Eigenmitteldefinition abgestellt; dies bedeutet, dass insbesondere auch diejenigen Positionen – zum Teil anteilig – 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 Median und im Zeitverlauf bis zu 8% der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote aus – sofern sie, wie in der vorliegenden Analyse, vollständig einbezogen werden.

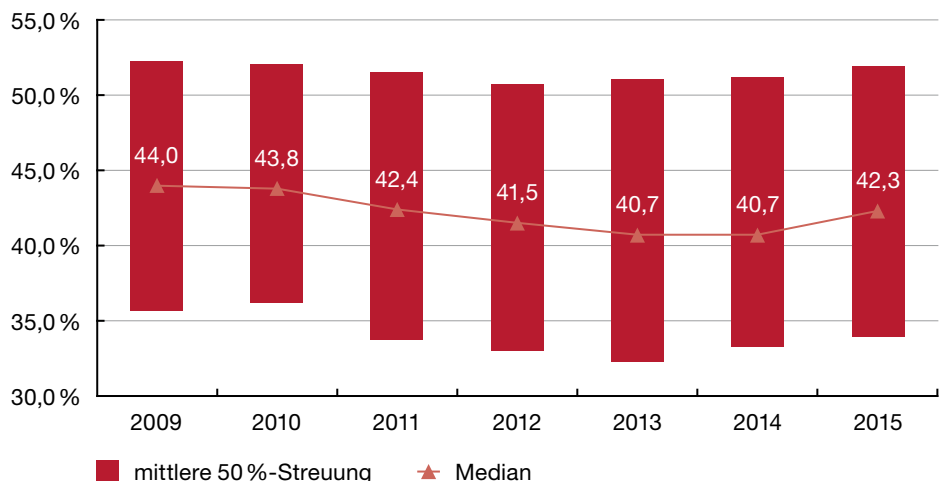
Fremdkapitalfinanzierungen der Versorgungsnetze führen zu tendenziell niedrigeren Eigenkapitalquoten bei den EVUs mit eigenen Netzen. Derartige Fremdfinanzierungen des langfristigen Anlagevermögens sind – auch branchenübergreifend – üblich und angemessen, sofern aus der Investition stabile Cashflows zur Bedienung des Fremdkapitals prognostiziert werden können. Bei der Beurteilung des Eigenmittelniveaus sollte daher im Einzelfall und auch abhängig vom Anteil der Zuschüsse an den Eigenmitteln entsprechend differenziert werden:

Tab. 6 Kennzahlen-Richtwerte Eigenmittelquote

Art des Stadtwerks	tendenzielle unbedenkliche wirtschaftliche Eigenmittelquote
EVU (ohne eigene Netze)	≥ 25–30 %
EVU (mit eigenen Netzen)	≥ 20–25 %

Die zwischen 2010 und 2014 beobachtbare negative Entwicklung der Eigenmittelquote bestätigte sich 2015 nicht: Sie lag 2015 mit 42,3% deutlich über den Vorjahreswerten.

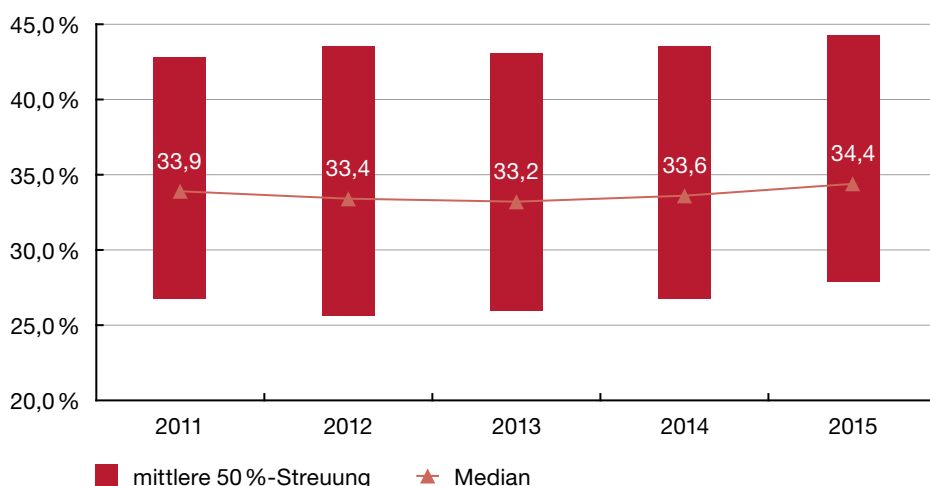
Abb. 11 Wirtschaftliche Eigenmittelquote



Aufgrund der 2015 erstmals im Querschnitt gesunkenen Bilanzsumme (-0,6%) bei um 1,7% etwas mehr als in den Vorjahren gestiegenen Eigenmitteln steigt die Eigenmittelquote auf 42,3%. Dieser Anstieg resultiert maßgeblich aus einem höheren bilanziellen Eigenkapital (+2,9%); die unter den Eigenmitteln erfassten Ertragszuschüsse haben hingegen abgenommen.

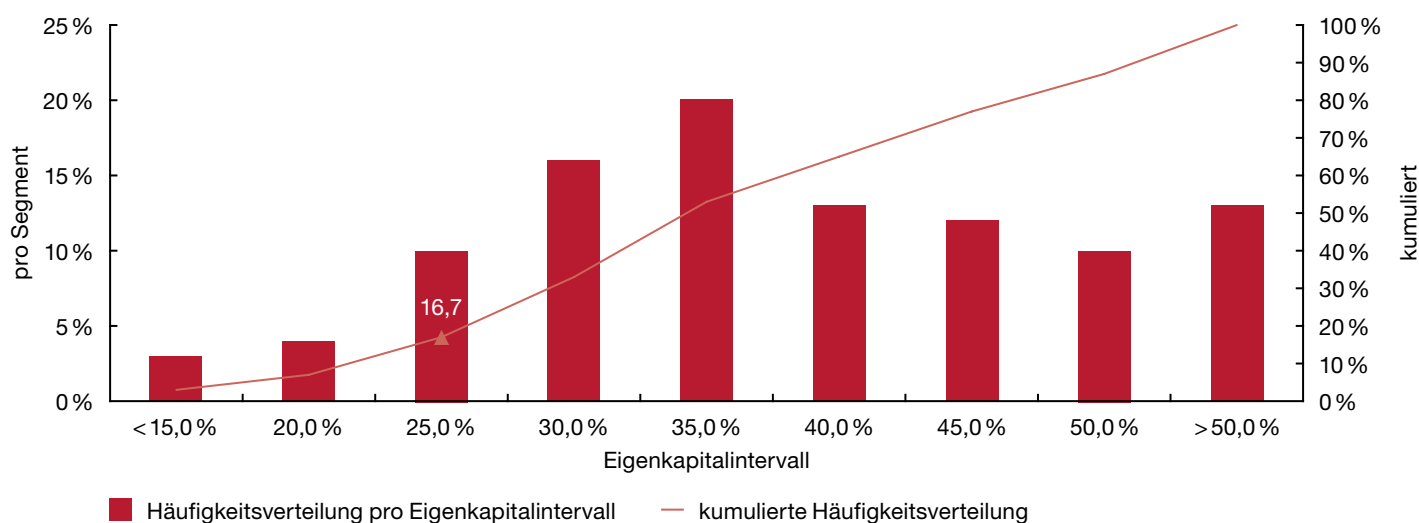
Angesichts des Wachstums des bilanziellen Eigenkapitals stieg die bilanzielle Eigenkapitalquote im Median zuletzt auf 34,4%.

Abb. 12 Bilanzielle Eigenkapitalquote



Von besonderer Relevanz ist die Eigenkapitalquote für die EVUs am unteren Ende der Benchmark. Knapp 17% der EVUs, rund 4% weniger als im Vorjahr, weisen eine Eigenkapitalquote von teils deutlich unter 25% aus und liegen damit heute signifikant unter den ermittelten branchenüblichen Ausprägungen:

Abb. 13 Häufigkeitsverteilung Eigenkapitalquote



Für EVUs am unteren Ende der Benchmark bleibt die Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis trotz des herausfordernden Umfelds der Branche und ihrer Gesellschafter ein zentrales Finanzierungsanliegen. Insbesondere um Finanzierungsrisiken antizipativ zu vermeiden, können die EVUs und ihre Gesellschafter anteilige Gewinneinbehalte vereinbaren, etwa mittels Einführung von Thesaurierungsquoten auf die Jahresgewinne. Die resultierenden kalkulierbaren Liquiditätseffekte können zur Teilfinanzierung der Investitionstätigkeit in den EVUs verwendet werden und helfen dabei, eine dem EVU-Anlagenwachstum angemessene Kapitalstrukturentwicklung nachzubilden.

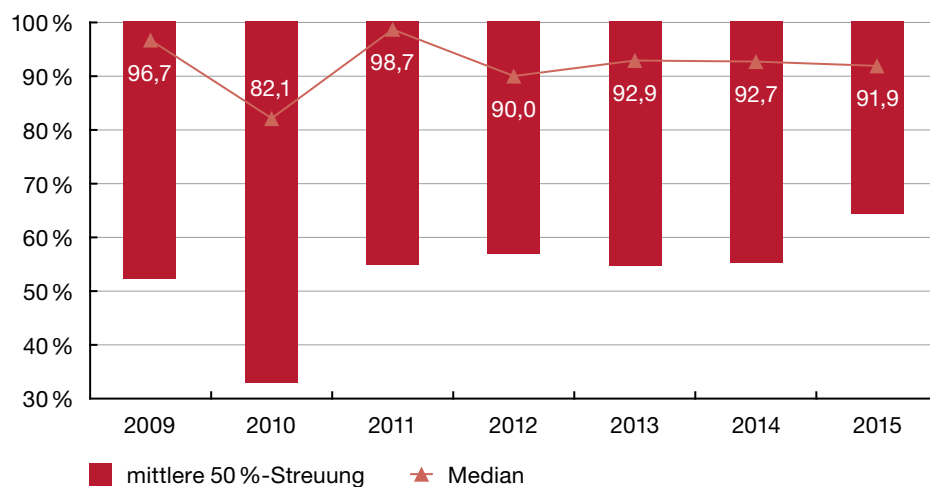
3.2 Ausschüttungsquote

Die Ausschüttungsquote ist der Anteil an erwirtschafteten Periodenüberschüssen, der in Form von Ausschüttungen an die Eigentümer geflossen ist.

Das Ausschüttungsverhalten eines EVU ist ein wichtiger Treiber seiner Innenfinanzierungskraft. Werden hohe Periodenüberschüsse an den Gesellschafterkreis ausgeschüttet, schmilzt der Spielraum, um die selbst erwirtschaftete Liquidität im Unternehmen zu reinvestieren.

Zur Darstellung des Ausschüttungsverhaltens vergleicht die Studie die jeweils im Folgejahr geleisteten Ausschüttungen mit den Periodenüberschüssen des Berichtsjahres vor der Gewinnverwendung. Je höher dieses Verhältnis ist, desto geringer ist tendenziell die Innenfinanzierungskraft eines EVU.

Abb. 14 Ausschüttungsquote

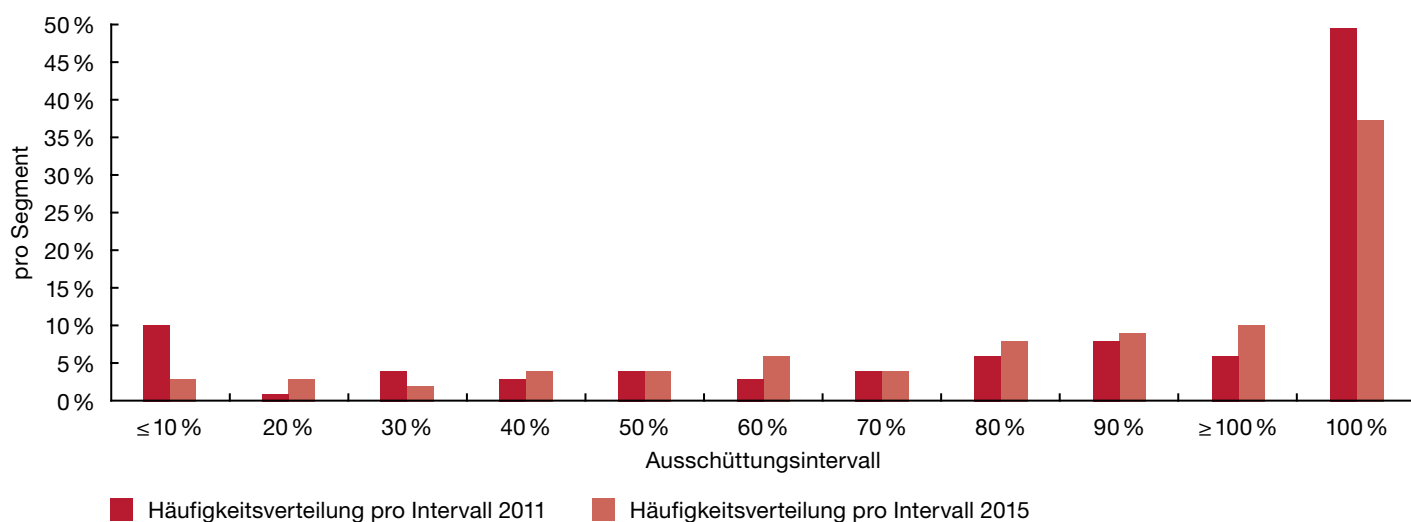


Aus den Ausschüttungsquoten im Betrachtungszeitraum geht hervor, dass die Periodenergebnisse aus den vorliegenden Jahresabschlüssen ganz überwiegend an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet wurden. Zuletzt lag die Quote mit 91,9% bezogen auf die Jahresergebnisse 2015 knapp unter dem Vorjahresniveau.

Hohe Ausschüttungen prägten auch 2015 das Bild. Der Anteil der Vollausschüttungen aber geht zurück.

Hinsichtlich der Veränderungen im Ausschüttungsverhalten (auf Basis der in die Stichprobe einbezogenen EVUs im Zeitraum 2011 bis 2015) zeigt sich trotz des branchenintern steigenden Bewusstseins für die Bedeutung der Eigenfinanzierung in der Gesamtbenchmark (noch) keine deutliche Veränderung des Ausschüttungsverhaltens. Gleichwohl war der Anteil der Vollausschüttungen zwischen 2011 und 2015 etwas rückläufig. Umgekehrt ist zu beobachten, dass die Ausschüttungsquoten derjenigen EVUs, die in den Vorjahren Thesaurierungsanteile vereinbart hatten, für das Wirtschaftsjahr 2015 zum Teil wieder angestiegen sind. Ein Grund hierfür kann der insgesamt gestiegene zu verteilende Jahresüberschuss sein.

Abb. 15 Häufigkeitsverteilung Ausschüttungsquote



3.3 Verbindlichkeitenquote

Die Verbindlichkeitenquote misst das Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zur Gesamtkapitalisierung.

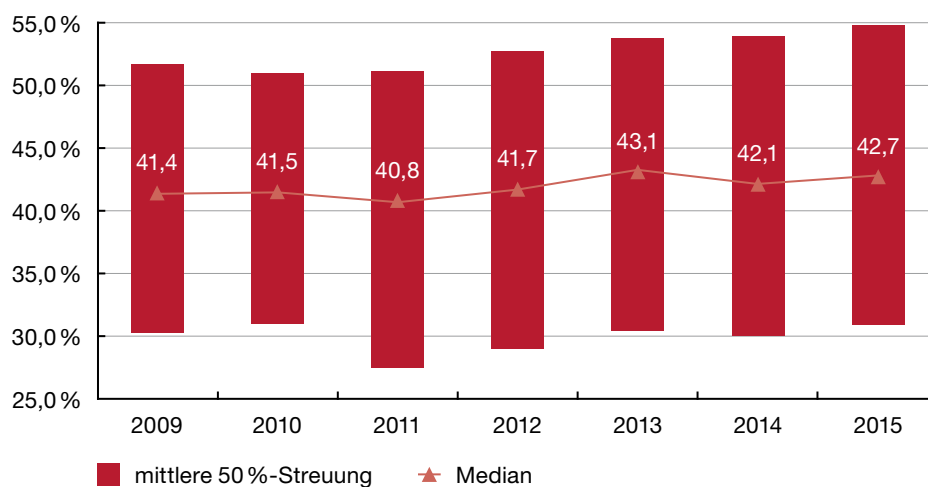
Konzeptionell der Eigenmittelquote ähnlich ist die Verbindlichkeitenquote, die in der vorliegenden Studie als Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zur Gesamtkapitalisierung definiert ist. Sie kann ferner als Kapitalstrukturkennzahl zur Beurteilung der Finanzstabilität eines EVU dienen. Im Unterschied zur Eigenmittelquote ist ihre Basis auf das Finanzierungskapital beschränkt, sie bezieht somit keine Veränderungen in den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstigen Verbindlichkeiten sowie sonstigen Rückstellungen mit ein. Das macht sie für ein Finanzierungs-Benchmarking zu einem besseren Vergleichsmaßstab.

Die Verbindlichkeitenquote wird unter anderem für die Bonitätsanalysen von Ratingagenturen angewendet. Der Richtwert in dieser Studie ist als indikativer Referenzpunkt der Finanzierungsmärkte für eine stabile Kapitalstruktur zu verstehen:

Tab. 7 Kennzahlen-Richtwerte Verbindlichkeitenquote

	tendenziell unbedenkliche Verbindlichkeitenquote
EVU	≤ 55 %

Abb. 16 Verbindlichkeitenquote



Die Verbindlichkeitenquote lag 2015 bei 42,7% und somit auf etwas gestiegenem, noch stabilem Niveau.

2014 war diese Quote mit 42,1 % erwartungsgemäß rückläufig, hierzu trugen sowohl gesunkene Bruttofinanzen als auch leicht gestiegene Eigenkapitalrelationen bei. 2015 stieg die Quote wieder – bedingt durch verstärkte Fremdkapitalaufnahmen und mithilfe langfristiger Refinanzierung aus den sich wieder normalisierenden Nettoumlaufverbindlichkeiten. Sie entwickelte sich damit auch gegenläufig zur Eigenkapitalquote, die im Unterschied zur Verbindlichkeitenquote von der sinkenden Bilanzsumme aus nichtfinanziellen Schulden profitierte.

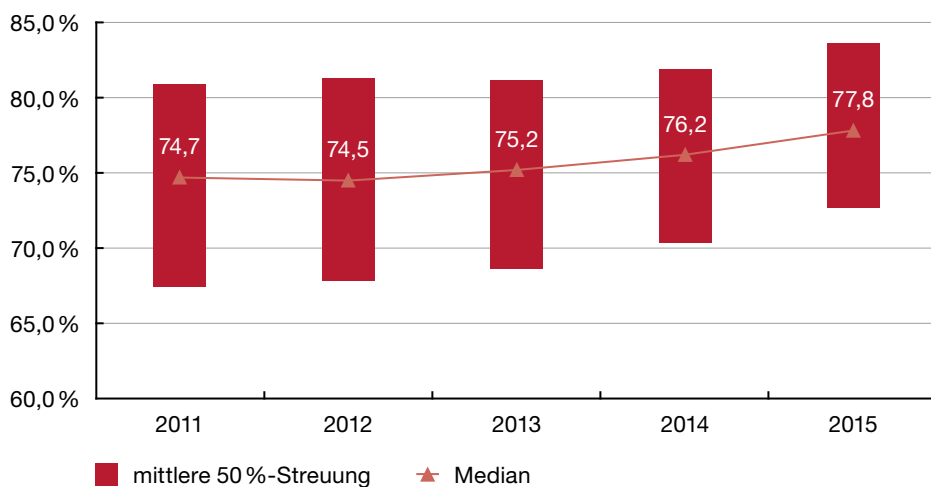
Mit dem Anstieg der Bruttofinanzen und des Gesamtfinanzierungskapitals stieg im Jahr 2015 auch der Anlagendeckungsgrad wieder auf 99%, nachdem er im Vorjahr mit 97,7% auf den niedrigsten Stand im Betrachtungszeitraum gefallen war.

4 Investitionsverhalten

4.1 Anlagenquote

Um die Aussagen zum Investitionsverhalten der EVUs und deren Auswirkungen auf die Kapitalstruktur zu vervollständigen, ist die Entwicklung der Anlagenintensität in der Stichprobe zu beachten. Sie entspricht dem Anteil des bilanzierten Anlagevermögens am Gesamtkapital. Der Anlagenquote per se kommt im Kreditprozess aber keine herausgehobene Bedeutung zu.

Abb. 17 Anlagenquote



Die Versorgungswirtschaft zählt zu den anlagenintensiven Branchen. Wie erwartet war der Anteil des Anlagevermögens an den Bilanzsummen mit zuletzt 77,8% deshalb relativ hoch. Hier spiegelt sich auf der Aktivseite der erforderliche hohe Umfang von Infrastrukturinvestitionen wider. Das steigende Anlagevermögen resultiert unmittelbar aus den die Abschreibungen überschreitenden Investitionen und spiegelt sich auch in den negativen freien Cashflows wider (siehe Kapitel C.2.3 Liquiditätskennzahlen). Zudem bewirkt das gesunkene Nettoumlaufvermögen bilanziell einen relativen Anstieg des Anlagevermögens. 2015 lag die durchschnittliche Investitionsquote, gemessen am Umsatz der Stichprobe, bei rund 8,0% (nach 8,2% im Vorjahr).

Abb. 18 Anlagenwachstum

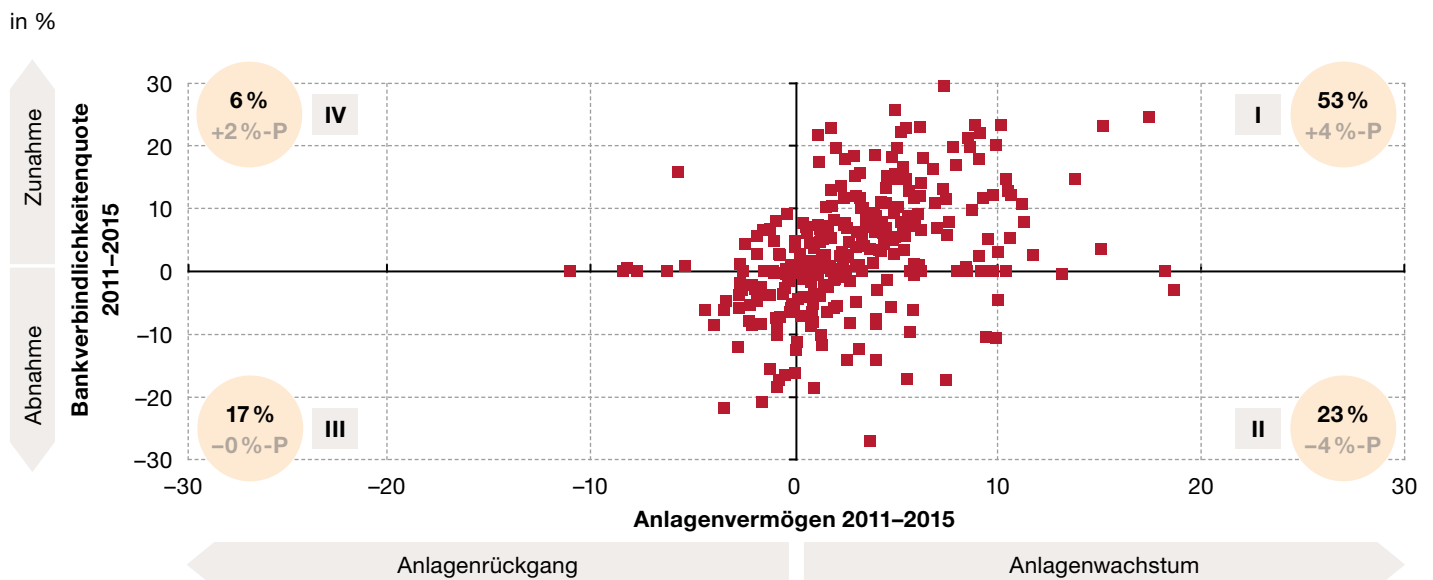


4.2 Investitionen und Finanzierungsmix

Um den Zusammenhang zwischen dem Investitionsverhalten der EVUs und dem Fremdfinanzierungsbedarf sowie dessen Bedeutung für die Bonitätsentwicklung der Branche über einen längeren Zeitraum hinweg zu illustrieren, zeigen wir in der folgenden Abbildung abschließend die Entwicklung der Wachstumsraten des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitenquote in den Jahren 2011 bis 2015.

Die EVUs mit steigendem Anlagevermögen finden sich in der rechten Hälfte der Grafik, die mit sinkenden Anlagenbuchwerten in der linken. EVUs mit sinkendem Fremdfinanzierungsanteil am Gesamtkapital finden sich in der unteren Hälfte der Grafik, solche mit steigendem Fremdfinanzierungsanteil am Gesamtkapital in der oberen.

Abb. 19 Wachstum des Nettoanlagevermögens und der Bankverbindlichkeiten am Gesamtfinanzierungsmix in den Jahren 2011 bis 2015



%-P = Prozentpunkte

Aus der Punktwolke in Abbildung 19 lassen sich folgende zentrale Erkenntnisse ableiten:

1. Das Anlagenwachstum wurde mehrheitlich mit steigenden Fremdkapitalanteilen finanziert (53 % zu 23%), was sich in einer steigenden Bankverbindlichkeitsquote widerspiegelt (Quadrant I, oben rechts). Dieses Wachstum geht tendenziell zulasten der Bonität.
2. Eine Verbesserung der Kapitalstruktur wurde weiterhin mehrheitlich nur durch einen Rückgang der Nettoanlagenbuchwerte realisiert, also durch Anlagenverkauf und/oder niedrige Reinvestitionen (Quadrant III, unten links 17 % zu 6%).
3. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum 2011 bis 2014 ist ein tendenzieller Anstieg der Bankverbindlichkeitsquote (Verschiebung in die Quadranten I +4 % und IV +1 %) zu erkennen, aus deren Wachstum auch die erwähnten gestiegenen Verschuldungskennziffern resultieren.
4. Das Spannungsverhältnis zwischen Wachstum und stabilen Kapitalstrukturverhältnissen ist langfristig durch ein angemessenes und nachhaltiges Gesamtfinanzierungskonzept zu lösen. Ein stabiler Wachstumspfad läge dabei tendenziell in der rechten Hälfte der Abbildung: bei weitgehend konstanter Bankverbindlichkeitsquote, also nahe der Nulllinie der x-Achse. So könnten bestehende Kapitalstrukturverhältnisse in Wachstumsphasen gewahrt bleiben. Eine Ausweitung der Verbindlichkeitsquote kann in Kauf genommen werden, wenn hierdurch Investitionen finanziert werden, die einen steigenden Wertbeitrag für das EVU (steigendes EBITDA) erwarten lassen.

Nach einem ganzheitlichen Finanzierungsansatz geht es darum, ausgehend vom identifizierten Finanzierungsbedarf ein das gesamte EVU umfassendes Finanzierungskonzept abzuleiten, das die Finanzierungsstrukturen, den Finanzierungsmix und die Liquiditätseffekte so kombiniert, dass die Kapitalstruktur des EVU möglichst wenig belastet und ein weiteres Wachstum zulasten der Bonität möglichst vermieden wird. Im Ergebnis führt dies vielfach zu mehr unternehmerischen Gestaltungsspielräumen und einer höheren Finanzierungsbereitschaft der Banken.

5 Implikation der konventionellen Energieerzeugung in den EVU-Bilanzen

Anhand der insgesamt 300 in die Studie einbezogenen EVUs können auch Kennzahlenentwicklungen und Bonitätseffekte nach verschiedenen Geschäftsaktivitäten untersucht werden. Die Kennzahlausprägungen in den Untersegmenten erlauben einen differenzierten Blick auf die Situation der Branche.

Aufgrund der hohen Bedeutung der konventionellen Energieerzeugungskapazitäten für die Bonität der EVUs wurden die Datensätze derjenigen Unternehmen, die Energie erzeugen oder durch finanzielle Beteiligung von den Effekten dieser Erzeugung betroffen sind, in einem eigenen Untersegment gebündelt. Die Effekte der Beteiligungen sind – mit Blick auf die mit den Beteiligungen verbundenen Energiebezugsverträge – mittelbar auch im operativen Ergebnis, in jedem Fall aber durch die Beteiligungsfinanzierung in vielen verschuldungsabhängigen Bonitätskennzahlen zu erkennen. Maßgeblich für die Segmentierung ist hierbei die Energieerzeugung in fossil-thermischen Anlagen, insbesondere aus Braun- und Steinkohle sowie Erdgas.

Gemäß der Analyse wirkt sich die Krise der konventionellen Energieerzeugung spürbar auf die Bonitäten aus, ursprünglich geplante Rentabilitäten haben sich im Querschnitt nicht bzw. nicht wie erwartet eingestellt. Die Verschuldungsgrade sind aufgrund der mit den Investitionen in die konventionelle Erzeugung verbundenen zusätzlichen Fremdfinanzierungen und der spezifischen Ergebnisbelastungen deutlich höher (3,2). Die Ergebnismargen liegen deutlich unter denen des Gesamtpanels. Die ermittelte EBITDA-Marge liegt für das Untersegment konventionelle Erzeugung im Jahr 2015 bei 11,4%.

Abb. 20 EBITDA-Marge in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel

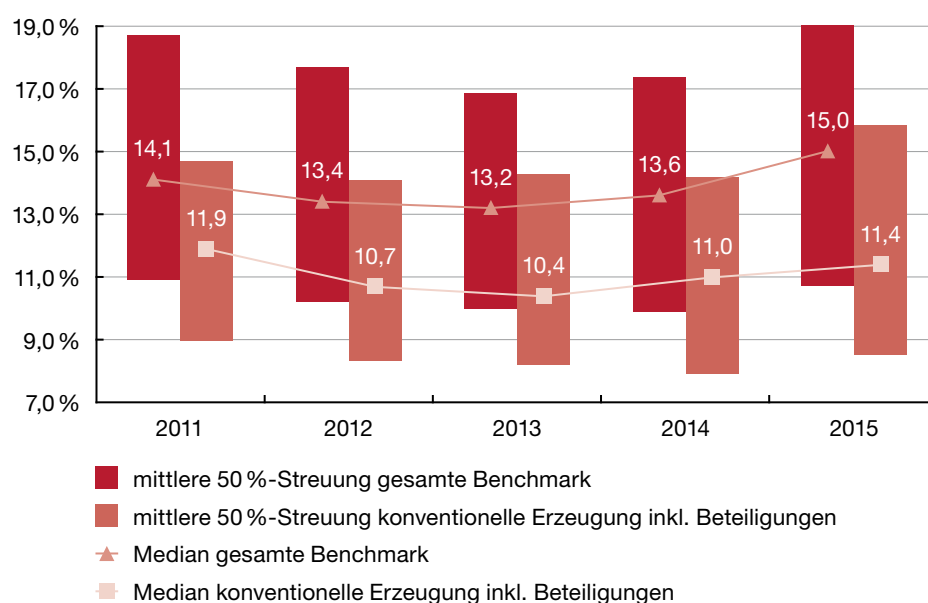
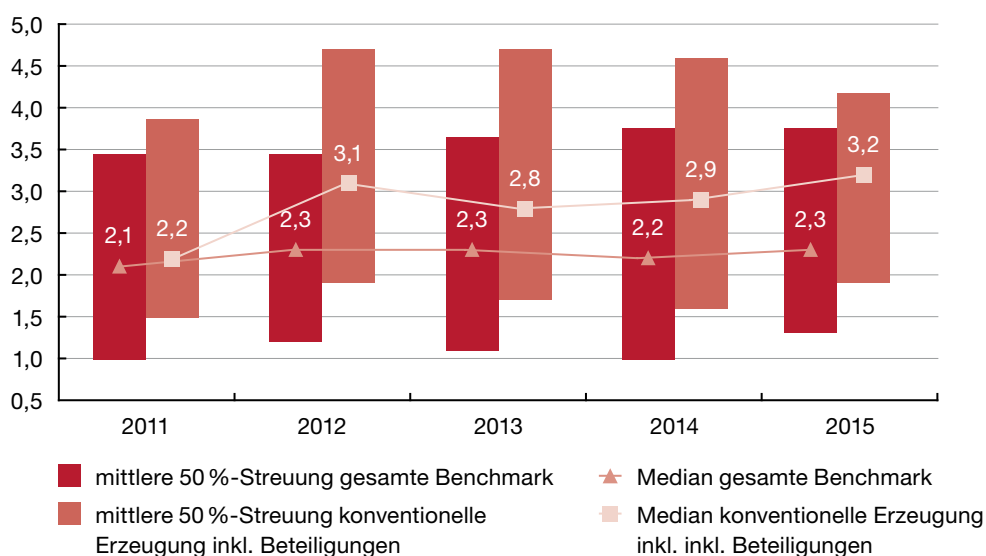
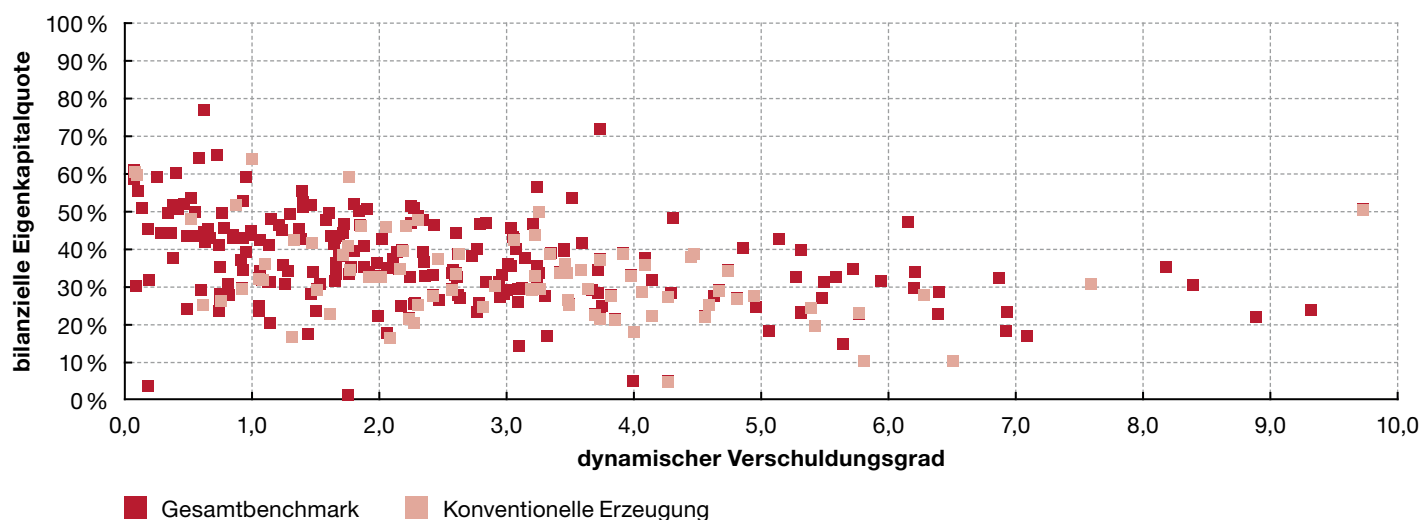


Abb. 21 Dynamischer Verschuldungsgrad in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel



Die Eigenkapital- und Verbindlichkeitenquoten sind zudem – bei einer niedrigeren relativen Streuung – schwächer als in allen übrigen Untersegmenten. Die Eigenkapitalquote liegt 2015 bei 31,2%, die Verbindlichkeitenquote steigt auf 47,4%.

Abb. 22 Dynamischer Verschuldungsgrad und Eigenkapitalquote in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel, 2015



Dabei haben EVUs mit eigenem Anlagenbetrieb im Mittel eine schwächere Kapitalstruktur als solche mit Finanzbeteiligungen. Bei fremdfinanzierten Beteiligungsinvestitionen fehlt es jedoch im Unterschied zu den Direktinvestitionen an direkt zuordenbarem Abschreibungsvolumen. Damit steigt, sofern die EVU-Gesellschafter im Zuge der Gewinnabführung Beteiligungserträge erhalten, wiederum der Refinanzierungsbedarf des EVU.

6 Tabellarische Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen

Abb. 23 Tabellarische Kennzahlenzusammenfassung (Gesamtpanel)

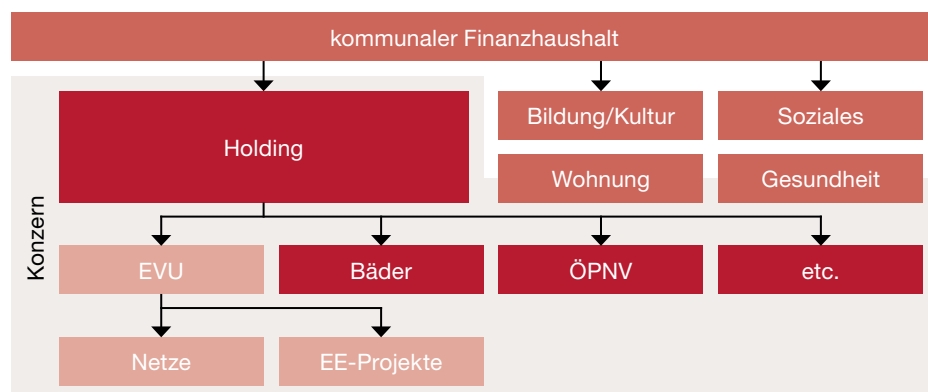
Kennzahl	Finanzierungsrichtwert	Ausprägung (Median)				
		2011	2012	2013	2014	2015
dynamischer Verschuldungsgrad	3,0–4,0	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	3,5–6,0	7,9	8,1	8,3	8,3	8,8
Eigenmittelquote	20–30%	42,4%	41,5%	40,7%	40,7%	42,3%
Eigenkapitalquote	20–30%	33,9%	33,4%	33,2%	33,6%	34,4%
Ausschüttungsquote	–	98,7%	90,0%	92,9%	92,7%	91,9%
Verbindlichkeitenquote	55%	40,8%	41,7%	43,1%	42,1%	42,7%
Anlagenquote	–	74,7%	74,5%	75,2%	76,2%	77,8%
einfacher Cashflow zur Verschuldung	15%	31,0%	27,3%	27,2%	26,9%	25,6%
Residual-Cashflow zur Verschuldung	10%	19,0%	17,6%	19,0%	17,1%	18,1%
freier Cashflow zur Verschuldung	0%	–3,5%	–3,5%	–1,9%	–2,6%	–2,1%
EBITDA-Rentabilität	–	14,1%	13,4%	13,2%	13,6%	15,0%

D Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht

Finanzierungsvorbehalte bestehen vor allem bei Finanzierungen außerhalb der klassischen EVU-Bereiche.

Bei den im Querschnitt meist noch guten Finanzierungsverhältnissen der EVUs bestehen vor allem im privatrechtlich organisierten „kommunalen“ Gesamtkonzernumfeld und außerhalb klassischer EVU-Finanzierungen zu Finanzierungsvorbehalte der Gläubiger. Die Liquiditätsbeiträge aus dem originären Kerngeschäft der Versorgungsgesellschaften führen zum Teil dazu, dass finanzielle Lasten aus der Daseinsvorsorge nicht oder nicht mehr vollständig ausgeglichen werden können. Die Deckung des resultierenden Finanzierungsbedarfs und die Ableitung einer zweckmäßigen Finanzierungsstrategie ist nicht einfach, da der Konzern meist eine geringere Bonität aufweist als seine profitablen Tochtergesellschaften bzw. Geschäftssegmente oder Konzerneinheiten und externe Kapitalgeber nicht uneingeschränkt dazu bereit sind, die Finanzierungslücken auf allen Konzern-ebenen zu schließen. Zwar wird für die Kreditanalyse typischerweise der kommunale Gesellschafterhintergrund positiv in die Wertung einbezogen, allein darauf abgestellt wird die Kreditzusage aber (in der Regel) nicht.

Abb. 24 Exemplarische Darstellung des kommunalen Konzerns



Kommunale Konzerne bündeln kommunale und kommunalnahe Leistungen. Gesellschaftsrechtlich gehören ihnen oft auch die Energieversorger an, ob als Tochtergesellschaften oder als wichtiger operativer Teil der Konzernmuttergesellschaft. Finanzwirtschaftlich werden **Defizite in einzelnen Konzernsegmenten durch Überschüsse in anderen Segmenten ergebnis- und liquiditätsbezogen ausgeglichen**. Umgekehrt können je nach finanziellem Konstrukt steuerliche Gewinne mit entsprechenden Verlusten verrechnet werden, sodass die Gesamtsteuerbelastung der Konzernaktivitäten sinkt. Zudem kann es intern gelingen, Finanzierungsprojekte von defizitären, nicht kreditfähigen Konzernsegmenten mithilfe freier Konzernliquidität oder externer Kapitalbeschaffung umzusetzen, was andernfalls nur der kommunale Gesellschafter realisieren könnte. Die weitreichende Übernahme der Finanzierungsfunktion und die Verrechnung von Gewinnen und Verlusten ist jedoch für viele kommunale Konzerne auch eine Belastung, die sich in der Bonitätsbewertung und den Finanzierungskennzahlen niederschlägt.

Angesichts der meist besseren Ergebnislage und operativen Liquidität übernehmen EVUs oft signifikante mittelbare (durch Bonitätsleihe) oder unmittelbare (durch Liquidität, Ausschüttungen) Finanzierungsaufgaben für den Gesamtkonzern. Sofern sie dies tun, kann dies mit dem Risiko einhergehen, Leistungen des Konzerns zulasten der Finanzierungsfähigkeit und der Substanz profitabler Konzernsegmente zu finanzieren. Im Interesse der EVUs – und weil der Konzern dadurch langfristig stabilisiert werden kann – sind Maßnahmen, die im kurzfristigen Liquiditäts- und Finanzierungsinteresse des Konzerns liegen können, stets auch im Hinblick auf ihre langfristigen Auswirkungen hin zu prüfen.

Wie stellen sich die Finanz- und Ertragslagen der kommunalen Konzerne dar? Unsere Analyse, die sich auf die Untersuchung ausgewählter Verhältnisse und den Vergleich zu unserer EVU-Benchmark stützt sowie auf 75 exemplarisch ausgewertete kommunale Konzerne, kommt für das Jahr 2015 zu folgenden Ergebnissen:

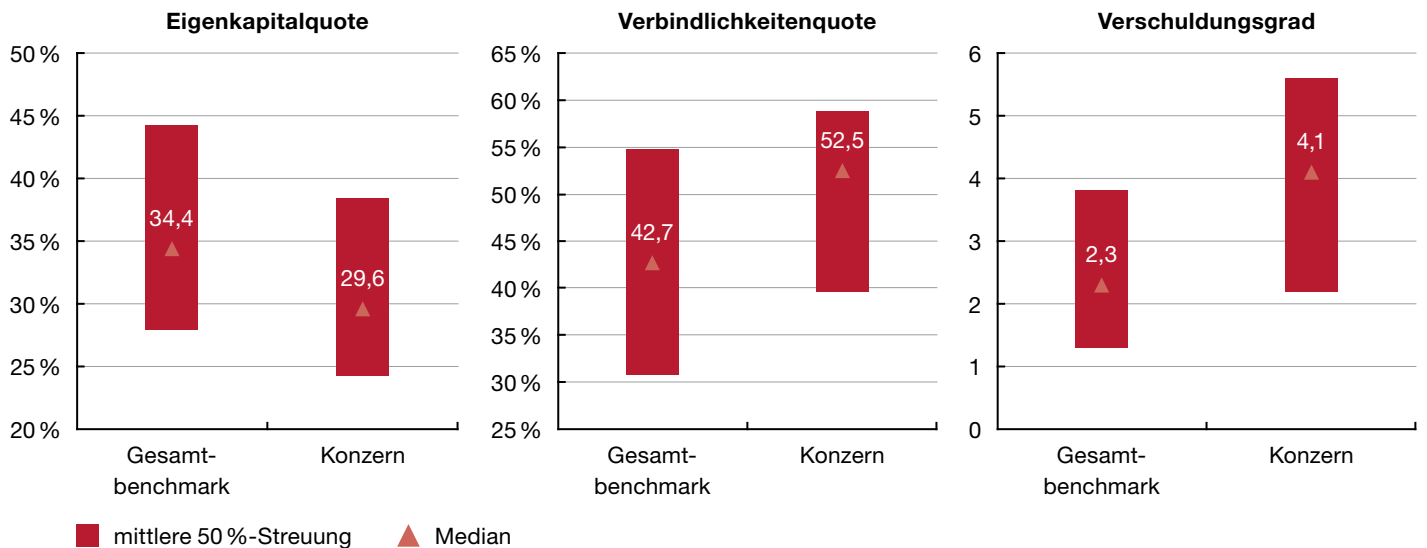
Bereinigt um außerordentliche Aufwendungen sowie Abschreibungen auf Finanzanlagen, weisen rund 20% der untersuchten Konzerne **negative konsolidierte Jahresergebnisse** nach Steuern und Minderheiten aus, unbereinigt steigt der Anteil auf 30%: Das System der Gewinn-und-Verlust-Verrechnungen führt im Jahr 2015 also nicht mehr für alle kommunalen Konzerne zu einem mindestens ausgeglichenen Jahresergebnis. Vor besonderen Herausforderungen stehen diejenigen Konzerne, deren EVUs sich nicht mehr im kommunalen Alleineigentum befinden, sodass anteilige Gewinne an externe Mitgesellschafter abgeführt werden und nicht für den konzerninternen liquiditätsbezogenen Ausgleich zur Verfügung stehen.

Die Konzernergebnisse sind im Querschnitt deutlich schwächer; die EBITDA-Renditen der kommunalen Konzerne liegen demgegenüber nur leicht unter denen im EVU-Bereich.

Die **Konzern-EBITDA-Rendite** liegt im Querschnitt mit 12,6% demgegenüber nur **etwas unter der Rendite der Gesamtbenchmark** aus Kapitel C. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass die Umsatz- und Betriebskostenniveaus der übrigen kommunalen Konzernleistungen eine tendenziell geringere Bedeutung für den Konzern insgesamt haben als die der EVUs. Demgegenüber sind Auswirkungen auf die Jahresergebnisse vor Steuern (bedingt durch Abschreibungen) sowie die bilanziellen Auswirkungen deutlich höher.

Eigenkapital- und Verschuldungsrelationen sind im Konzern schwächer.

Die Bilanzanalyse zeigt, dass die untersuchten Konzerne tendenziell etwas **schlechtere Eigenkapital- und Verbindlichkeitsquoten** aufweisen als die EVU-Benchmark aus Kapitel C. Vor allem aber liegt der dynamische Verschuldungsgrad **des Konzerns deutlich über der EVU-Benchmark**. Dies hängt mit dem **höheren Finanzierungsvolumen des Konzerns** zusammen, das im Querschnitt knapp 76% über dem der EVUs liegt, wohingegen das Konzern-EBITDA nur etwa 12% über dem EVU-Niveau liegt.

Abb. 25 Eigenkapitalquote, Verbindlichkeitenquote und dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern, 2015

Inbesondere bestehen deutlich höhere Verschuldungsgrade außerhalb der EVU-Aktivitäten.

Der deutlich höhere konzernbezogene Verschuldungsgrad (4,1) bestätigt, dass das auf Leistungsbereiche außerhalb der EVUs entfallende Konzern-EBITDA relativ betrachtet deutlich kleiner ist als das Finanzierungsvolumen. Die **zusätzliche Verschuldung muss also durch signifikant niedrigere Ergebnisbeiträge getragen werden**. In unserem Konzernpanel entfällt im Mittel auf ein Finanzierungsvolumen in Höhe von 1.000 Euro ein durchschnittliches EBITDA in Höhe von 178 Euro, dies entspricht einem rechnerischen Verschuldungsgrad von 5,6 bezogen auf die Konzernleistungen außerhalb der EVU-Aktivitäten. Dies ist eine wesentliche Ursache für die Finanzierungsvorbehalte der Kreditgläubiger gegenüber Finanzierungen durch eine Holding.

Lösung Konzernfinanzierung?

Eine Option, mit der auch die tendenzielle Erleichterung der Kreditverwaltung einhergeht, ist die **Bündelung von EVU- und Nicht-EVU-Finanzierungsaktivitäten** in den Konzernen. Der Konzern übernimmt dabei auch die Funktion einer Finanzierungsholding und versorgt die Geschäftsbereiche konzernintern mit der erforderlichen Liquidität. Mittels Cash Pooling kann zudem die tägliche Liquidität in den „Überschuss“-Gesellschaften an zentraler Stelle gebündelt und für das Ausgleichen von Finanzierungsspitzen in den liquiditätsempfangenden Gesellschaften genutzt werden. Im Kreditprozess tritt die durchschnittliche Bonität des Konzerns an die Stelle der einzelnen Gesellschaftsbonitäten; dies kann die Finanzierungsfähigkeit aus Gesamtkonzernsicht situativ erhöhen: Die gesellschaftsübergreifende Zuteilung von Finanzmitteln fällt leichter, die Inanspruchnahme von Krediten ist tendenziell weniger Verwendungszweck abhängig, Tilgungspläne werden flexibler, bankenübergreifende Kreditdokumentationen standardisierbar und neue Finanzierungspartner integrierbar.

Die Mehrheit der Bankfinanzierungen wird gegenwärtig direkt in den kreditbedürftigen Gesellschaften aufgenommen. Die externe Konzernfinanzierung ist in den kommunalen Konzernen noch nicht weit verbreitet. Nach den ausgewerteten Bilanzen waren **rund 87% der EVUs mehrheitlich konzernunabhängig** durch eigene Bankdarlehen **finanziert**. Dafür mag es mehrere Gründe geben, darunter:

1. historisch hohe Restvaluten bilateraler Darlehen in den Tochtergesellschaften; neue Finanzierungen werden strukturell in bewährter Form beantragt
2. Fokus auf die vermögensbasierte Strukturierung von jeweils einzeln angefragten Investitionsdarlehen
3. günstigere Konditionierung und höherer Wettbewerb durch Vergabe einzelner Tranchen
4. verwendungszweckabhängiger Fördermitteleinsatz in den Konzernsegmenten
5. gesellschaftsrechtliche Restriktionen, zum Beispiel im Hinblick auf Minderheitengesellschafter in den Tochtergesellschaften
6. Ablehnung durch den Bankenkreis

Für den Erfolg von Finanzierungsprozessen steht, vorbehaltlich des Finanzierungsanlasses, der angebotenen Sicherheiten und der Rolle des kommunalen Gesellschafters, insbesondere die belegbare Schuldendienstfähigkeit der finanzierungsrelevanten Einzelgesellschaften im Zentrum der Kreditanalyse. Die tendenziell schwächeren Ausprägungen klassischer Finanzierungskennzahlen in den betroffenen Konzerngesellschaften außerhalb der EVU-Aktivitäten eignen sich hierzu nur bedingt. Eine realistische Einschätzung der Umsetzbarkeit der Finanzierung erfordert stattdessen in erster Linie eine **differenzierte Cashflow-Analyse**.

Die Schuldendienstfähigkeit ist anhand detaillierter Cashflow-Planungsrechnungen zu analysieren.

Zumal für Finanzierungen außerhalb des klassischen EVU-Bereichs bedeutet dies vor allem, dass die in den Gesellschaften nach Verrechnung mit Ergebnis- und Verlustübernahmen sowie weiteren Verbundbeziehungen generierten **zukünftigen residualen Cashflows** ausreichen müssen, um laufende und neue Finanzierungen in angemessenen Zeiträumen zurückführen zu können und Refinanzierungen von Bestandskrediten möglichst zu vermeiden. Gelingt ein solcher Nachweis zunächst nicht, so kann man **mit gezielten Maßnahmen** darauf hinwirken, die Schuldendienstfähigkeit in den betroffenen Finanzierungsgesellschaften zu verbessern.

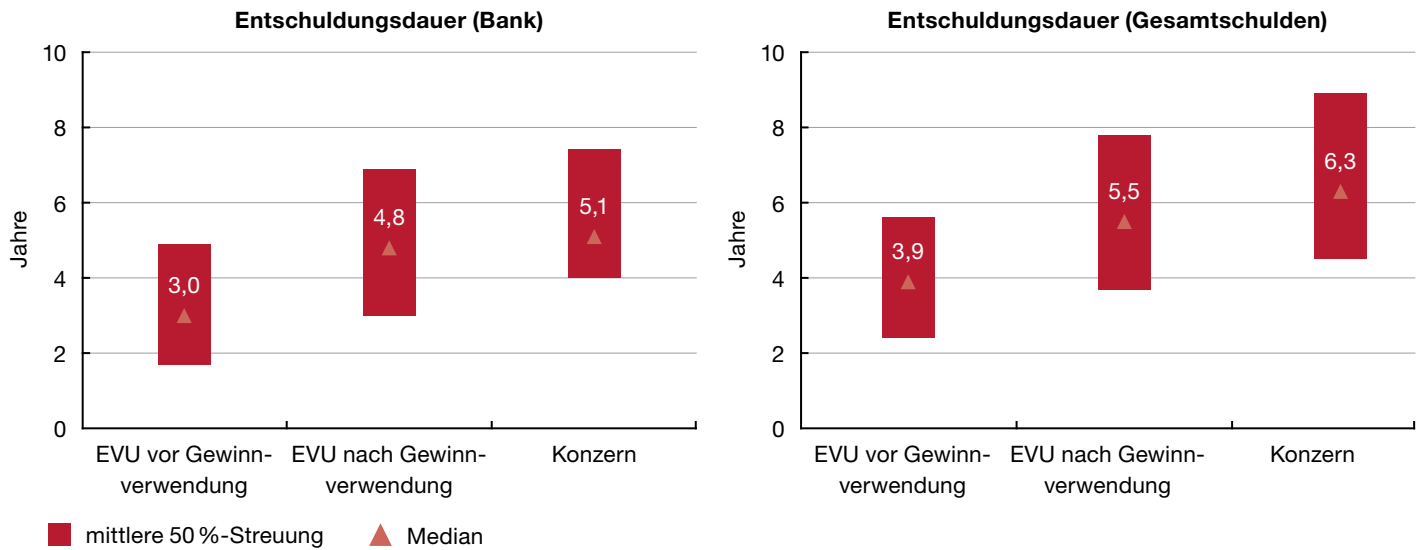
Das Cashflow-Niveau nach Verbundbeziehungen und vor Schuldendienst ist wesentlich für die Strukturierung einer Finanzierung.

Die residualen Cashflows in den Einzelgesellschaften sind, unter anderem durch **Analyse und Optimierung der innerbetrieblichen Beziehungen**, begrenzt beeinflussbar. Umlaufvermögen und Umlaufverbindlichkeiten machen im Querschnitt rund 15% bzw. 20% der Bilanzsumme bezogen auf die Konzerne, und rund 20% bzw. 25% der Bilanzsumme bezogen auf die EVUs aus. Falls Leistungsbeziehungen und/oder finanzielle Verbundbeziehungen zwischen den Einzelgesellschaften bestehen oder infrage kommen, kann auch daraus die Schuldentragfähigkeit auf den finanzierungsrelevanten Konzernstufen fallweise verbessert werden.

Das hier verwendete aggregierte, öffentlich zugängliche Datenmaterial erlaubt lediglich einen begrenzten Einblick in die Cashflow-Verhältnisse der Konzerne. Zudem soll die Analyse vor allem zukunftsgerichtet, also anhand der Wirtschaftsplanung, erfolgen. Um für das Benchmarking dennoch eine **indikative Aussage zur Schuldentragfähigkeit**, auf historischer Basis und ohne differenzierte Analyse der Verbundbeziehungen, treffen zu können, haben wir behelfsweise eine mittlere Entschuldungsdauer aus der Konzernbenchmark 2015 berechnet. Sie setzt die Finanzschulden ins Verhältnis zu den residualen Cashflows, die für den Schuldendienst zur Verfügung stehen und entspricht somit dem Kehrwert des für die EVU-Benchmark ermittelten Verhältnisses des residualen Cashflows zu den Gesamtschulden aus Kapitel C. Die mittlere Entschuldungsdauer zeigt folglich an, in wie vielen Jahren das gegenwärtig in Anspruch genommene Finanzierungskapital aus dem Konzern bzw. aus der finanzierungsrelevanten Konzerngesellschaft rechnerisch zurückgeführt werden kann.

Für das Jahr 2015 weist die Konzernanalyse eine mittlere Entschuldungsdauer von 5,1 Jahren für die Bankkredite und von 6,3 Jahren für die Gesamtverschuldung aus. Sie ist damit nicht erheblich schlechter als die auf 4,8 bzw. 5,5 Jahre berechnete Entschuldungsdauer der EVUs in der Gesamtbenchmark. Ein zentraler Grund hierfür ist, dass die Cashflow-Perspektive die Gewinnverwendung mit einschließt, sodass die Entschuldungsdauern der EVUs durch die Gewinnabführung beeinträchtigt werden und andere Konzerngesellschaften hiervon profitieren.

Abb. 26 Entschuldungsdauern in der EVU-Benchmark und im kommunalen Konzern, 2015



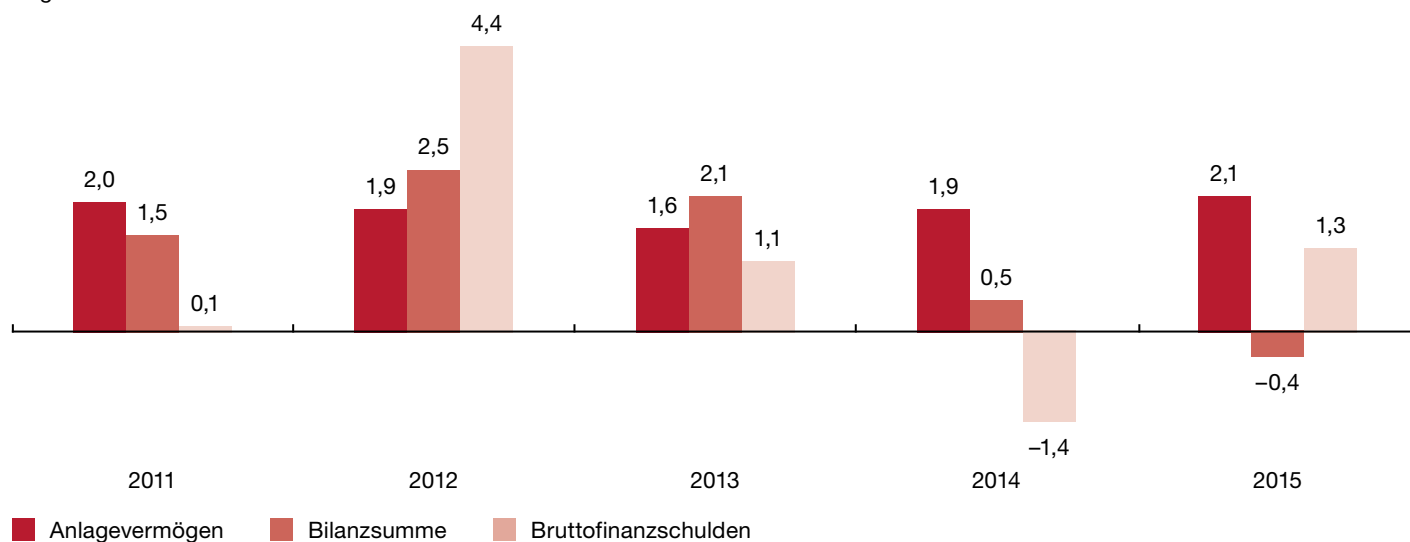
Die Konzerne können mittels der Cashflow-Analyse und der Möglichkeiten der (begrenzten) Cashflow-Steuerung ihre Schuldendienstfähigkeit situativ verbessern und dadurch Finanzierungsspielräume schaffen, mit deren Hilfe neue Finanzierungsabschlüsse sicherer werden. Unter Berücksichtigung der tendenziell längeren Finanzierungs- und Tilgungszeiträume für Investitionsprojekte im kommunalen Konzernumfeld und der dadurch möglichen längeren Entschuldungsdauern liegt die mittlere Entschuldungsdauer unseres Konzernpanels auf einem Ausgangsniveau, aus dem fallweise zusätzliches Strukturierungspotenzial für Finanzierungen abgeleitet werden kann.

E Fazit

Die inzwischen auf sieben Wirtschaftsjahre ausgedehnte Analyse empirischer Daten der **EVU-Branche** bestätigt – bei deutlicher Spreizung der Untersuchungsergebnisse auf der Ebene der individuellen Stichproben-EVUs – den langfristigen Trend hin zu wachsenden Anlagevermögen und Bilanzsummen sowie zunehmender Verschuldung.

Abb. 27 Ausgewählte Wachstumsraten 2011–2015 aus dem EVU-Gesamtpanel

Angaben in %



Die im Querschnitt weiterhin stabile Finanzierungssituation zeigt aber auch, dass die erwartete deutliche Eintrübung der Finanzierungsverhältnisse bislang in der Breite nicht eingetreten ist. Dazu haben auch die zahlreichen Maßnahmen zur Lösung der finanziellen Herausforderungen beigetragen. Die zuletzt gestiegenen Ergebnisse wirkten sich zudem positiv auf die finanziellen Verhältnisse (steigende Eigenmittel, steigende operative Cashflows) des Jahres 2015 aus.

Ob die Trendwende angesichts der effizienz- und ergebnissteigernden Maßnahmen und der Vertriebsfolge dauerhaft sein wird, bleibt abzuwarten. Den Fachmedien zufolge erwarten die Geschäftsführungen in den wichtigen Ergebnissparten – Vertriebs-/Netzsparten, Strom und Gas – in den nächsten Jahren tendenziell sinkende Ergebnisbeiträge.

Zudem wirken sich der seit Jahren hohe Investitionsbedarf für Substanzerhaltung und zukunftssträchtige Projekte, die hohen Ausschüttungsquoten und die überwiegend negativen freien Cashflows auf die Finanzsituation der EVUs auch weiterhin finanziell stark aus.

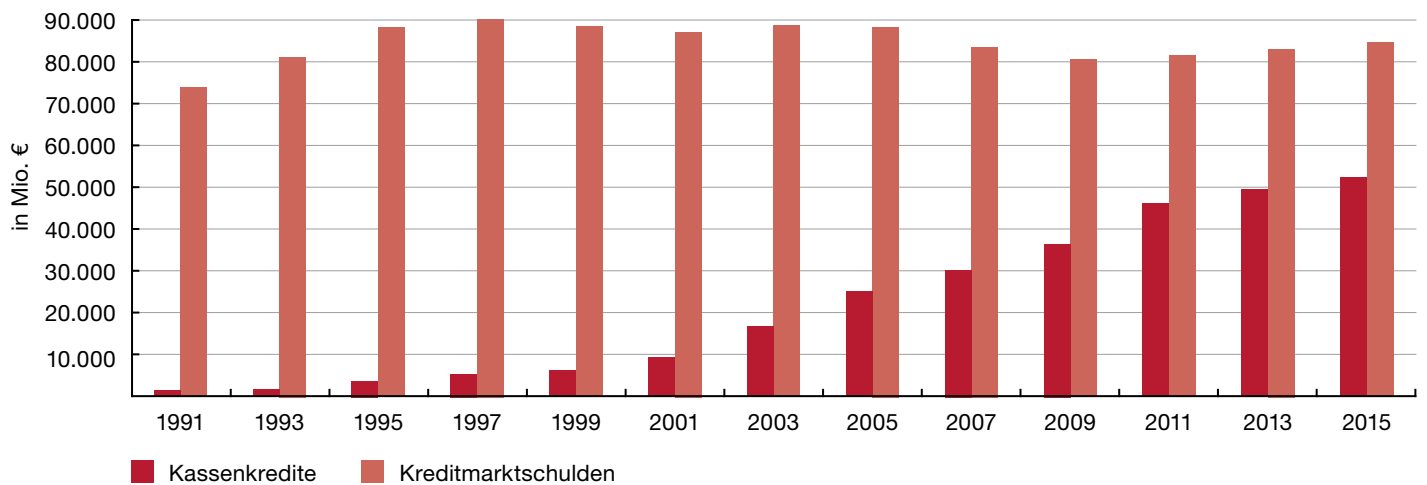
Die **kommunalen Konzerne** benötigen für ihre Leistungssicherung zusätzliches Kapital in größerem Umfang. Die Kreditaufnahme unterliegt jedoch trotz des kommunalen Gesellschafterhintergrunds weitgehend den üblichen Kreditprüfungen und Kreditvergabepraktiken und wird durch die Beurteilung der Schuldentragfähigkeit reglementiert. Während die klassischen Finanzierungskennzahlen in unserem Querschnitt ein schwächeres Bild der kommunalen Konzerne zeichnen, eröffnen die Erkenntnisse aus der Cashflow-Analyse sowie die Möglichkeiten der Cashflow-Steuerung situative Finanzierungsspielräume.

Schwierige Finanzierungssituationen der kommunalen Konzerne führen auch zu der Frage, inwieweit der **kommunale Gesellschafter** selbst eine **Finanzierungshilfe** leisten kann. Zwar unterliegen Kommunen nicht den typischen Kreditwürdigkeitsprüfungen und sind faktisch insolvenzgeschützt, einen unbegrenzten Kreditzugang haben sie aber trotzdem nicht: Einschränkungen, etwa durch aufsichtsrechtliche Vorgaben, die „Schuldenbremse“, regulatorische Rahmenbedingungen des Kreditgewerbes oder die Vertriebsstrategie des Kreditgebers, bestimmen auch hier den Handlungsrahmen. Hinzu kommt, dass die Verschuldung des kommunalen Konzerns oft ein Spiegelbild der Verschuldung der Kommune selbst ist.

Der **Investitionsbedarf der Kommunen verharret auf hohem Niveau**, etwa bei Verkehr, Bildung und Zuwanderung. Sofern sie nicht ausgelagert wurden, kommen weitere Belastungen aus der öffentlichen Daseinsvorsorge hinzu. Allein in den Kernhaushalten der Gemeinden und Gemeindeverbände wurden 2015 rund 22 Milliarden Euro investiert. Nach den Ergebnissen des KfW-Kommunalpanels 2016 liegt aber der wahrgenommene Investitionsrückstand mit rund 136 Milliarden Euro erneut knapp über dem Vorjahresniveau.

Finanzierungsseitig ist seit Jahren vor allem ein Anstieg bei den eigentlich kurzfristigen Kassenkrediten zu beobachten. Damit verbunden sind ein zunehmendes, tendenziell fristeninkongruentes Ungleichgewicht in der Finanzierungsstruktur und ein steigendes (Re-)Finanzierungs- und Zinsänderungsrisiko. Gerade finanzschwächere Kommunen brauchen viel Geschick, wenn sie ihre Aufgaben und Investitionen möglichst haushaltsschonend bewältigen und zugleich die haushaltswirtschaftlichen Auflagen erfüllen wollen.

Abb. 28 Schulden der Gemeinden und Gemeindeverbände 1991–2015



Quelle: Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2016.

In diesem Spannungsfeld kommt **einer auf den „Gesamtkonzern“ Kommune – also auf Versorger, kommunale Konzerne und deren Gesellschafter – zugeschnittenen langfristigen Finanzierungsstrategie** nach dem Vorbild der privatwirtschaftlichen Finanzholding eine zentrale Rolle zu. Sie soll Klarheit und Sicherheit über den Liquiditätsverlauf, den Kapitalbedarf und die Finanzierungsfähigkeit in allen finanzierungsrelevanten Bereichen des kommunalen Konzerns herstellen und als Basis für die Ableitung einer zweckmäßigen und unter den Stakeholdern des Konzerns kompromissfähigen Zielfinanzierungsstruktur dienen, die auch dem haushaltsrechtlichen Handlungsspektrum, dem Leistungsangebot des kommunalen Konzerns und den finanziellen Notwendigkeiten und Restriktionen möglichst umfassend Rechnung trägt.

Aus der Finanzierungsplanung soll ein tragfähiges Finanzierungskonzept für das gesamte Unternehmen bzw. den Konzern entwickelt werden und anhand klarer methodischer Grundlagen eine Auswahl der Finanzierungsinstrumente erfolgen. Angesichts der vielschichtigen finanziellen Herausforderungen auf den verschiedenen Hierarchiestufen des Konzerns werden deshalb intelligente Finanzierungsstrukturen benötigt, welche die finanziellen Interdependenzen aus Gesamtkonzernsicht umfassend berücksichtigen.

Ihre Ansprechpartner

Bernd Papenstein

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

Andreas Rams

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

Marcel Eilrich

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

Hermann Mehlig

Tel.: +49 30 2636-2592
hermann.mehlig@de.pwc.com

Kennen Sie schon unsere Publikationen?



Finanzierungsfähigkeit kommunaler Energieversorger (Mai 2016)



Konzessionsübernahme und strategische Finanzierung (Juli 2015)



Finanzwirtschaftliche Herausforderungen der EVU (Mai 2015)



EVU im Spannungsfeld zwischen Ertrag, Investition und Verschuldung (Mai 2014)

Über uns

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. Mehr als 10.300 engagierte Menschen an 21 Standorten. 1,9 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.

Der Bereich Finance & Regulation von PwC verbindet umfassende Finanzierungsexpertise mit einem tiefen Verständnis des Geschäftsmodells der Versorgungsunternehmen. So beraten wir seit vielen Jahren unter anderem Kommunen und kommunalnahe Unternehmen in Finanzierungsfragen und bringen diese Erfahrung in die Entwicklung tragfähiger und nachhaltiger Finanzierungskonzepte ein. An der Schnittstelle zwischen der öffentlichen Hand und der Privatwirtschaft realisieren und sichern wir partnerschaftlich anspruchsvolle Finanzierungsvorhaben, indem wir die Strukturierung, Ausschreibung und Verhandlung von Finanzierungen begleiten. Indem wir unabhängig von Banken und Produktinteressen beraten, schaffen wir für unsere Kunden einen messbaren Mehrwert. Unsere Kunden schätzen darüber hinaus unsere Erfahrungen in den Bereichen Finanzplanung und Finanzmanagement.

