

Das Umlaufvermögen von Verteilnetzbetreibern

Im Spannungsfeld zwischen Rentabilität und effizienten Netzentgelten

Sven Vogel¹ · Andreas Woll¹

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2017

Zusammenfassung Der vorliegende Fachartikel thematisiert die Bewertung der Betriebsnotwendigkeit des Umlaufvermögens speziell von Verteilnetzbetreibern in Deutschland. Bedingt durch die Energiewende bedarf es in den nächsten Jahren enorme Investitionen in das Verteilnetz. Die Verzinsung für das hierfür notwendige Kapital ergibt sich primär aus § 7 Strom/GasNEV. Dabei stellt die Bewertung des betriebsnotwendigen Umlaufvermögens, als Bestandteil der Vermögensbasis für die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung, Regulierungsbehörden und Verteilnetzbetreiber vor Herausforderungen und führt bisweilen zu unterschiedlichen Auffassungen in Hinblick auf die sachgerechte Höhe des anzusetzenden Umlaufvermögens. Diese Debatte erscheint umso dringlicher, als dass das Umlaufvermögen in einer Durchschnittsbetrachtung einen Anteil von 25 % am Gesamtvermögen darstellt. In diesem Zusammenhang stellt sich jedoch die Frage, ob Verteilnetzbetreiber überhaupt Umlaufvermögen vorhalten müssen. Die Antwort hierauf ergibt sich mit Blick auf die branchentypischen Geschäftsprozesse (wie z. B. EEG-Prozess). Ferner kann festgestellt werden, dass das Vorhalten von Umlaufvermögen Kapitalkosten verursacht und in Folge den Unternehmenswert schmälert. Dies wirkt sich erschwerend bei der Beschaffung von Kapital aus. Die verschiedenen Zusammenhänge von Umlaufvermögen und Unternehmenswert in regulierten Märkten werden deshalb im Artikel genauer untersucht. Darüber hinaus wird festgestellt, dass die derzei-

tige Regulierungspraxis (pauschale Kürzungen) nicht uneingeschränkt nachvollziehbar erscheint. Vielmehr bedarf es eines positionsscharfen und mehrstufigen Prüfschemas: Dient die Position der Leistungserbringung? Ist die Position nicht höher als zum Zwecke der Leistungserbringung notwendig? Inwiefern ist die Position vergleichbar zu anderen Betrieben? Im Artikel werden hierzu geeignete Instrumente wie z. B. die Cashflow-Rechnung vertiefend untersucht. Zudem wird ein Benchmark erstellt welcher anhand der Liquidität 3. Grades veranschaulicht, dass das Umlaufvermögen von Verteilnetzbetreibern im Vergleich zu wettbewerblichen Unternehmen vergleichsweise effizient erscheint. Die Forschungsergebnisse zeigen Handlungsbedarf bei der aktuellen Regulierungspraxis auf.

Current Assets of Distribution System Operators Balancing Shareholder Value and Efficient Network Tariffs

Abstract How much current assets are needed to operate a distribution system in Germany? The German “Energiewende” requires tremendous amounts of investment in the distribution network over the next years. The return of invested capital is regulated by § 7 Strom/GasNEV (German network tariff regulations). Current assets are principally included in the regulatory asset base in order to determine the regulatory equity yield rate. The regulatory authorities and distribution system operators have different point of views regarding the proper amount of current assets needed for operating a distribution network. This debate seems quite significant when considering that the average ratio of current assets to total assets is 25%. On the other hand, one could argue that distribution system operators do not need current assets at all. In order to address the issue of the proper amount of current assets for distribu-

Sven Vogel
sv.vogel@netze-bw.de

✉ Andreas Woll
a.woll@netze-bw.de

¹ Netze BW GmbH, Stuttgart, Deutschland

tion system operators, business specific processes (such as the “EEG process”) should be examined. Furthermore, the provision of current assets causes costs of capital, which reduces the shareholder value and makes the acquisition of capital more challenging. This paper analyses such interrelations between current assets and shareholder value in regulated markets. Moreover, the current regulatory practice of cutting current assets in the regulatory asset base to a standardized amount does not seem appropriate. Rather there is a need for a multi-level and item-by-item based valuation scheme: Is the item required for the business? Is the amount limited to the efficient minimum? Is the amount comparable to other businesses? Concerning this matter, this paper examines proper instruments, such as the cash flow statement. In addition, this paper benchmarks the current (liquidity) ratio of distribution system operators and non-regulated companies. Based on this benchmark, the current assets of distribution system operators appear comparatively efficient. The results point out a need of action regarding current regulatory practice.

Der vorliegende Fachartikel möchte einen Beitrag zu einer sachgerechten Bewertung des betriebsnotwendigen Umlaufvermögens unter den Prämissen angemessener Netzentgelte und eines für Kapitalgeber nachvollziehbaren Regulierungsansatzes leisten. In der bisherigen Branchendiskussion¹ werden vornehmlich juristisch geprägte Argumente aufgeführt, wie die Betriebsnotwendigkeit des Umlaufvermögens bei Energieverteilnetzbetreibern zu beurteilen sei. Quantitative Vergleiche innerhalb der Branche oder gar ein Benchmark mit anderen Branchen fehlten zumeist. Ebenso fehlt eine fundierte betriebswirtschaftliche Untersuchung inwieweit das Umlaufvermögen die Rentabilität von Unternehmen und insbesondere Unternehmen in regulierten Märkten beeinflusst. Um diese Lücke zu schließen, wird nachfolgend zunächst der Zusammenhang zwischen Umlaufvermögen und Unternehmenswert hergestellt. Daran anknüpfend wird der Frage nachgegangen, ob und in welcher Höhe Umlaufvermögen für den Energieverteilnetzbetrieb vorzuhalten ist. Abschließend erfolgt ein kennzahlenorientierter Vergleich von Unternehmen aus dem Energieverteilnetzbereich mit wettbewerblichen Unternehmen.

¹ Vgl. Friedl, G.; Kühling, J.: Das betriebsnotwendige Eigenkapital nach § 7 Abs. 1 GasNEV/StromNEV – eine juristisch-ökonomische Analyse. In: *Energiewirtschaftliche Tagesfragen*, Heft 11, Jg. 66 (2016), S. 86–93 i. V. m. Hermann, L.; Wallman, U.: Nachweis Betriebsnotwendigkeit Umlaufvermögen. In: *Versorgungswirtschaft*, Heft 7 (2015), S. 200–203.

1 Energiewende und Regulierungswende

Am 03. August 2016 hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) den am 08. Juli 2016 vom Bundesrat verabschiedeten Maßgaben zur Novellierung der Anreizregulierungsverordnung (ARegV) per Kabinettsbeschluss zugestimmt. Durch die Novelle der Anreizregulierung wird der Investitionsrahmen für Verteilnetzbetreiber (VNB) entscheidend modernisiert. Ziel des Verordnungsgebers ist es, einen investitionsfreundlichen Regulierungsrahmen zu schaffen um den Anforderungen des Netzausbaus im Zuge der fortschreitenden Energiewende gerecht zu werden. Gleichermaßen sollen Netzentgelte weiterhin angemessen und kostengünstig bleiben.²

Eine zentrale Säule der ARegV-Novelle ist die unmittelbare Anerkennung der Kapitalkosten von VNBs. Der viel diskutierte Zeitverzug wird durch die Einführung des sogenannten Kapitalkostenabgleichs eliminiert. Diese Neuerung führt zu raschen monetären Rückflüssen aus dem gebundenen Kapital. Der Kapitalwert bzw. die Rendite einer Investition in Verteilnetzanlagen steigt in der Folge. Dieser Mechanismus stärkt die Attraktivität von Netzbetreibern am Kapitalmarkt und erleichtert die Beschaffung von Kapital³.

Diese Entwicklung erscheint umso dringlicher, als dass die Umsetzung der Energiewende eine unmittelbare Auswirkung auf die technischen Anforderungen der Energieinfrastruktur mit sich führt. Der abgeleitete Investitionsbedarf ist erheblich. Nach einer Studie des BMWi aus dem Jahr 2014 werden bis zum Jahr 2032 zusätzliche Gesamtinvestitionen in Höhe eines mittleren zweistelligen Milliardenbetrags in das deutsche Stromverteilnetz erforderlich sein.⁴

2 Vom Umlaufvermögen zum Wertbeitrag

Neben dem eingangs beschriebenen Ordnungsrahmen hat insbesondere die gelebte Regulierungspraxis der Behörden unmittelbaren Einfluss auf die Rentabilität des Netzbetriebes. Regulierungsbehörde und Netzbetreiber vertreten bisweilen jedoch unterschiedliche Auffassungen bei der Auslegung der betriebsnotwendigen Höhe des Umlaufver-

² Vgl. <http://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/2016/20160803-kabinett-billigt-anreizregulierungsverordnung.html> (Stand: 28.02.2017).

³ Vgl. Moody's: Proposed regulation update for German Energy Networks will improve transparency and support expansion investments, (2015).

https://www.moody's.com/research/Moodys-Proposed-regulation-update-for-German-Energy-Networks-will-improve--PR_327187# (Stand: 28.02.2017).

⁴ Studie im Auftrag des BMWi (2014): Moderne Verteilnetze für Deutschland (Verteilnetzstudie); Forschungsprojekt Nr. 44/12 (E-Bridge Consulting GmbH 2014).

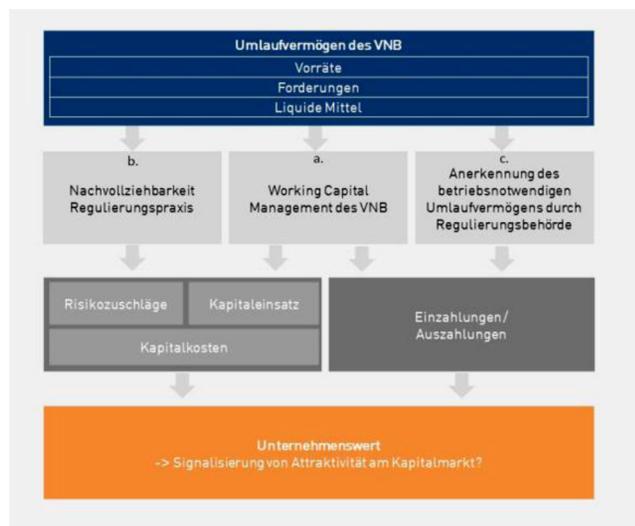


Abb. 1 Vom Umlaufvermögen zum Wertbeitrag (in regulierten Märkten) (Eigene Darstellung)

mögens. Dies geht u. a. aus verschiedenen Rechtsstreitigkeiten hervor.⁵ Grundlage der Diskussion ist § 7 Abs. 1 Strom/GasNEV. Demgemäß hat die Verzinsung des von Betreibern von Elektrizitäts- bzw. Gasversorgungsnetzen eingesetzten Eigenkapitals im Wege einer kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung auf Grundlage des betriebsnotwendigen Vermögens zu erfolgen. Das betriebsnotwendige Vermögen ergibt sich primär aus der Summe des kalkulatorischen Sachanlagevermögens, dem Bilanzwert der betriebsnotwendigen Finanzanlagen und den *Bilanzwerten des betriebsnotwendigen Umlaufvermögens*.

Die Analyse der handelsrechtlichen Jahresabschlüsse der sieben umsatzstärksten inländischen Stromverteilernetzbetreiber im Zeitraum 2012 bis 2014 ergibt einen Anteil des Umlaufvermögens am Gesamtvermögen von etwa 25 % im Vier-jahresmittel. Die tatsächlichen Kapitalkosten eines VNB werden demnach zu einem nicht unerheblichen Anteil durch das vorgehaltene Umlaufvermögen bestimmt und bleiben von der ARegV Novelle, die lediglich die Entwicklung des Sachanlagevermögens betrachtet, gänzlich unberührt. Dies gibt Anlass den Zusammenhang zwischen Umlaufvermögen und Kapitalmarkt genauer zu untersuchen.

Abb. 1 verdeutlicht die unterschiedlichen Einflussfaktoren (ausgehend vom Umlaufvermögen) auf den Unternehmenswert⁶.

⁵ Vgl. Oberlandesgericht (OLG 2015) Düsseldorf (Aktenzeichen VI-3 118/14 (V) vom 11.11.2015).

⁶ Im Sinne eines Economic Value Added (EVA): Der EVA kann auch als Residualgewinn bezeichnet werden. Dieser entspricht dem Gewinn (NOPAT) nach Abzug der Kapitalkosten für das eingesetzte Gesamtkapital.

In diesem Zusammenhang bestehen drei übergeordnete Hebel, welche im Folgenden näher beschrieben werden:

- Der VNB kann durch konsequentes *Working Capital Management* (z. B. Optimierung Lagerhaltung; konsequentes Forderungsmanagement) den Kapitaleinsatz zur Finanzierung des Umlaufvermögens reduzieren. Hierdurch sinken die Kapitalkosten und der Unternehmenswert steigt.
- Die Anerkennung der betriebsnotwendigen Höhe des Umlaufvermögens durch die Regulierungsbehörde erfolgte bisweilen nicht gänzlich. Der Kapitalmarkt wird für diese Unsicherheit einen Risikozuschlag fordern, welcher den Unternehmenswert schmälert, da sich der heranzuziehende Kapitalzinssatz des Investors erhöht.
- In ähnlicher Weise bestimmt die konkrete Anerkennung des Umlaufvermögens durch die Regulierungsbehörden auch die Höhe des anzusetzenden kalkulatorischen Eigenkapitals. Dies hat eine direkte Auswirkung auf die Höhe der regulatorischen Rückflüsse (Netzerlöse) und damit Einfluss auf die Höhe der künftigen Zahlungsüberschüsse und den Unternehmenswert.

In diesem Kontext muss kritisch hinterfragt werden, ob der VNB überhaupt Umlaufvermögen vorhalten muss, wengleich sich dies negativ auf den Unternehmenswert auswirkt⁷ und eine Kürzung des Umlaufvermögens zu einer gekappten Refinanzierung der Kapitalkosten führt. Richtigerweise muss immer auf die Betriebsnotwendigkeit von Umlaufvermögen abgestellt werden. Hieraus ergeben sich zwei zentrale Fragestellungen:

1. Braucht der Netzbetrieb Umlaufvermögen?
2. Was sind die Grenzen der Betriebsnotwendigkeit, um effiziente Netzentgelte und zugleich eine adäquate Verzinsung des eingesetzten Kapitals zu gewährleisten?

Im folgenden Abschnitt werden mögliche Motive für die Vorhaltung von Umlaufvermögen zum Zwecke der Energieverteilung aufgezeigt.

3 Braucht der Netzbetrieb Umlaufvermögen?

Veranschaulichend kann der *Working-Capital-Zyklus* als Modell zur Darstellung der Funktionsweise des Umlaufvermögens für den Netzbetrieb herangezogen werden.

Der *Beschaffungsprozess* (Abb. 2), als Teilprozess des Working-Capital-Zyklus, ist ein unumgänglicher Vorgang, um die Leistungserbringung des Unternehmens aufrecht zu erhalten. Durch das zeitliche Auseinanderfallen von Rechnungseingang, Wareneingang und Zahlungsausgang entstehen zwingend offene Verbindlichkeiten, Vorratsbestände so-

⁷ Vgl. Schierenbeck, Lister (2002), S. 92 ff.

Abb. 2 Wirkung des Beschaffungsprozess auf die Bilanzpositionen (Eigene Darstellung in Anlehnung an Perridon et al. (2012), S. 153f)

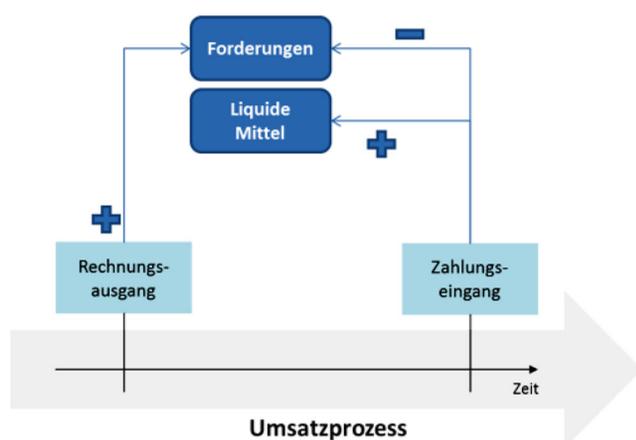
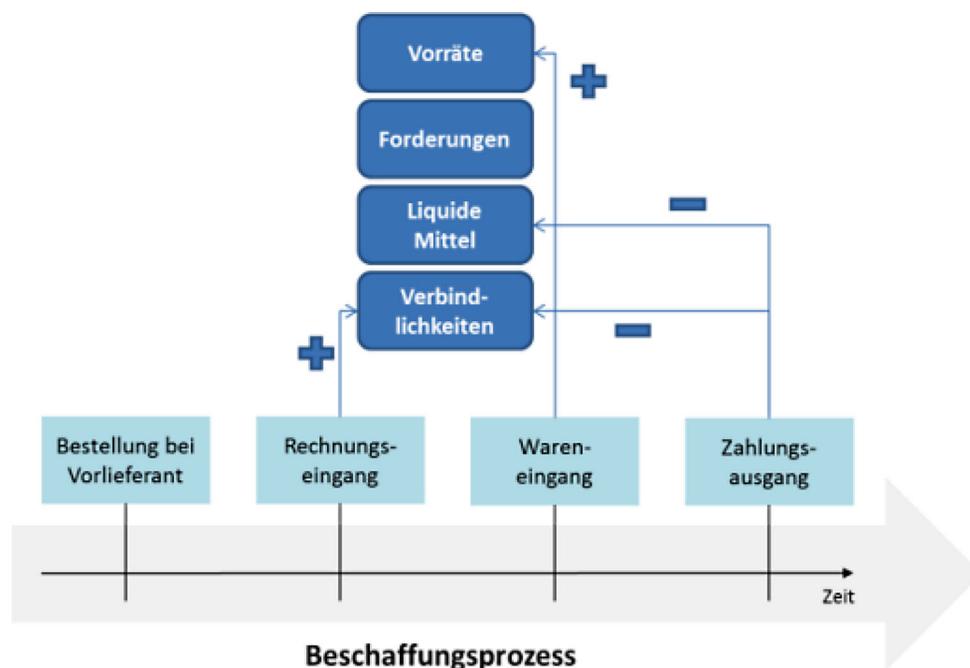


Abb. 3 Wirkung des Umsatzprozess auf die Bilanzpositionen (Eigene Darstellung in Anlehnung an Perridon et al. (2012), S. 153f)

wie ein Bedarf an liquiden Mitteln. Mit Blick auf den Verteilnetzbetrieb sind hiervon beispielsweise der Bezug von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen für die Netzertüchtigung betroffen. In ähnlicher Weise wirkt der EEG-Prozess (Erneuerbare-Energien-Gesetz). Der Netzbetreiber kauft die vom EE-Anlagenbetreiber erzeugte Energie (inkl. Umlage) und gibt diese an den vorgelagerten Netzbetreiber weiter. Dieser Geschäftsvorgang erhöht zunächst die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und hat in der Folge eine Wirkung auf die Liquidität, bevor dieser Vorgang in den Umsatzprozess mündet. Vergleichbar verhält es sich mit dem sogenannten Mehr-Minderungenprozess. Mit Blick auf den Netzausbau im Rahmen der Energiewende wird der Beschaffungsprozess zunehmend an Bedeutung gewinnen.

Analog zum Beschaffungsprozess trägt auch der *Umsatzprozess* (Abb. 3) wesentlich zur Leistungserbringung des Netzbetreibers bei. Die Liquiditätswirkung erfolgt ebenfalls mit zeitlicher Verzögerung. Mit Rechnungstellung an den Kunden (Debitor) erhöhen sich zunächst die im Umlaufvermögen ausgewiesenen Forderungen. Exemplarisch hierfür kann die Abrechnung der Netznutzung gegenüber dem Energielieferant oder dem Endkunden genannt werden. Die vertragliche Ausgestaltung der Geschäftsbeziehung zwischen Verteilnetzbetreiber und Netznutzer sieht in der Regel monatliche Abschlagszahlungen für die Nutzung des Verteilnetzes vor. Bei der jährlichen Endabrechnung erfolgt die Rechnungstellung der tatsächlich durchgeleiteten Energie abzüglich der vom Energielieferant bereits geleisteten Zahlungen. Diese Vorgehensweise erlaubt einen optimierten bzw. vergleichsweise niedrigen Bestand an Forderungen aus Lieferung und Leistung. Aufgrund dieser sich wiederholenden Geschäftsvorgänge ist immer ein gewisser Bestand an Forderungen aus Lieferung und Leistung und liquiden Mitteln vorhanden. In der Fachliteratur wird dieser betriebsnotwendige Anteil des Umlaufvermögens auch als *Working Capital* (deutsch: Betriebskapital) bezeichnet.⁸

4 Grenzen der Betriebsnotwendigkeit

Nachdem aus prozessualer Perspektive die grundsätzliche Notwendigkeit von Umsatzvermögen im Verteilnetzbetrieb dargestellt wurde, stellt sich weiterhin die Frage, welches

⁸ Vgl. Perridon, Steiner, Rathgeber (2012), S. 153 f.

die angemessene Höhe des Umlaufvermögens ist. Der Schlüssel hierzu liegt in dem Begriff der *Betriebsnotwendigkeit*.

In Abgrenzung zum buchhalterisch ausgewiesenen Umlaufvermögen besteht das betriebsnotwendige Umlaufvermögen nur aus jenen Vermögensteilen, die zur Leistungserbringung des Unternehmens dienen. Vermögensteile, welche nicht direkt zur Leistungserbringung beitragen, sind in Folge dessen abzugrenzen. Gängige Beispiele für nicht betriebsnotwendiges Umlaufvermögen sind spekulative Wertpapiere aber auch überhöhte Liquiditätsreserven. Man spricht immer dann von Betriebsnotwendigkeit, wenn der Nachweis erbracht werden kann, dass die nach den allgemeinen Verhältnissen in vergleichbaren Betrieben vorhandenen bzw. erforderlichen Vermögenswerte vorliegen. Aus der Finanztheorie können drei wesentliche Anforderungen an die Betriebsnotwendigkeit abgeleitet werden⁹:

- a. Dient der Leistungserbringung des Unternehmens.
- b. Übertrifft in der Höhe nicht den Zweck der Leistungserbringung.
- c. Steht in Verhältnis zu vergleichbaren Betrieben.

Diese Anforderungen werden nachfolgend ganz konkret auf die einzelnen Positionen des Umlaufvermögens des VNB übertragen.¹⁰

a. Liquide Mittel

Die Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens ist die Grundvoraussetzung für dessen Bestehen. Ein Unternehmen muss in der Lage sein, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen, um mögliche Insolvenzeröffnungsgründe abzuwehren (vgl. InsO § 17). Dies ist eine Kernaufgabe des Finanzmanagements.

Daneben kennt die betriebswirtschaftliche Theorie drei zentrale Motive zur Vorhaltung von liquiden Mitteln. Die aufgrund des *Transaktionsmotivs* gehaltene (Transaktions-) Kasse dient zur Abdeckung laufender Auszahlungen einer Unternehmung. Da Ein- und Auszahlungen in der Regel nicht exakt prognostiziert werden können, muss ein gewisser Bestand an liquiden Mitteln vorgehalten werden. Das gebietet das *Vorsichtsmotiv*. Das Vorsichtsmotiv bei Verteilnetzbetreiber leitet sich nicht zuletzt aus den konjunkturell bedingten oder temperaturabhängig schwankenden Umsatzerlösen aus der Netznutzung ab. Bei rückläufigem Energieverbrauch ergeben sich Zahlungsausfälle die im aktuellen Regulierungssystem erst in den Folgejahren ausgeglichen

⁹ Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon (2017), s.v. „betriebsnotwendiges Vermögen“ i. V. m. Gabler Wirtschaftslexikon (2017), s.v. „Betriebsnotwendigkeit“.

¹⁰ Vgl. hierzu insbesondere die Ausführungen von Küting, Weber (2015), S. 153 ff zur finanzwirtschaftlichen Disposition des Umlaufvermögens.

werden.¹¹ Weitere Gründe für das Vorsichtsprinzip sind auftretende Störungen bzw. Schadensfälle am Netz (Stichwort: „Sturmtief Lothar“).

Das *Spekulationsmotiv* ermöglicht kurzfristig auftretende Anlage- oder Investitionsmöglichkeiten zu nutzen.¹² Das Spekulationsprinzip bezieht sich beim Verteilnetzbetrieb zum Beispiel auf die Möglichkeit, bei sich abzeichnenden Konzessionsvergaben (-ausschreibungen) ein Angebot hinterlegen zu können. Hierzu bedarf es ausreichender Liquidität zur kurzfristigen Finanzierung der Transaktion.

Die betriebswirtschaftliche Theorie kennt mehrere Modelle zur Ermittlung des optimalen (betriebsnotwendigen) Kassenbestands.¹³ Diese Modelle besitzen laut betriebswirtschaftlicher Literatur allerdings keine Allgemeingültigkeit. Eine mögliche Herangehensweise zur Bestimmung des betriebsnotwendigen Kassenbestandes ist die Analyse des Cashflows als Innenfinanzierungsspielraum eines Unternehmens.

4.1 Dynamische Liquiditätsanalyse als Nachweis der Betriebsnotwendigkeit (Cashflow-Rechnung)

Diesen Ansatz verfolgt auch die Bundesnetzagentur im Rahmen der Kostenprüfung der 3. Regulierungsperiode und wird dabei durch das Oberlandesgericht Düsseldorf gestützt.¹⁴ Der Nachweis der Betriebsnotwendigkeit von liquiden Mitteln kann mittels Darstellung des operativen Cashflows geführt werden. Ein negativer Cashflow belegt Liquiditätsbedarf. Ein so ermittelter Liquiditätsbedarf ist vom Netzbetreiber durch Umlaufvermögen in Form einer Transaktionskasse zu decken. Das zu diesem Zwecke vorgehaltene Umlaufvermögen verursacht Kapitalkosten und erwirtschaftet dabei jedoch keine bzw. nur geringfügige Erträge. Zur Vermeidung von Opportunitätskosten und Steigerung des Unternehmenswertes sollte der Netzbetreiber fortwährend bestrebt sein, den bilanziellen Bestand an liquiden Mitteln auf ein möglichst niedriges, jedoch risikoadäquates Niveau zu steuern.

Die betriebsnotwendige Liquidität ist eine unternehmensindividuelle Größe und wird maßgeblich vom Zyklus aus Ein- und Auszahlungen beeinflusst. Die Einnahmefunktion des VNB ist gewöhnlich volatil bzw. saisonal geprägt (Temperatur etc.). Zudem sind gewisse Auszahlungen ebenfalls volatil. Das Vorhalten einer (Transaktions-) Kasse zur Kompensation saisonaler Effekte ist daher unumgänglich.

Bei der Erstellung einer Cashflow Rechnung werden die liquiditätswirksamen Geschäftsvorgänge nach der jeweili-

¹¹ Mechanismus „Regulierungskonto“.

¹² Vgl. Perridon et al. (2012), S. 155 ff.

¹³ Perridon et al. (2012) beschreiben diese Modelle (Baumol-Modell, Beranek-Modell und das Modell von Miller und Orr) auf S. 159 ff.

¹⁴ OLG Düsseldorf; Aktenzeichen VI-3 118/14 (V) vom 11.11.2015.

gen Tätigkeit unterschieden (Cashflow aus operativer Tätigkeit, Cashflow aus investiver Tätigkeit, Cashflow aus Tätigkeit des Finanzverkehrs). Für die Bewertung der betriebsnotwendigen Höhe der Transaktionskasse ist der Saldo des operativen Cashflows die bewertungsrelevante Kennzahl. Langfristig planbare Investitionen sind jedoch nicht zwingend aus dem Umlaufvermögen zu bedienen (vgl. Spekulationsmotiv).

Nach Auffassung der Autoren stellt dieser Wert jedoch noch keine ausreichende Bemessungsgrundlage dar. Es bedarf einer inhaltlichen Analyse der operativen Tätigkeit, um eine sachgerechte Aussage treffen zu können. Demnach ist die tatsächlich betriebsnotwendige Transaktionskasse i. d. R. höher als der operative Cashflow. Dies ergibt sich aus der nachfolgenden Überlegung: In den verdienten Einzahlungen aus Netzentgelten sind Gelder enthalten, die nicht zur Finanzierung der operativen Auszahlungen verwendet werden können, sondern einen zweckgebundenen Charakter besitzen. Diese Anteile dürfen bei der Gegenüberstellung der operativen Ein- und Auszahlungen (Innenfinanzierungskraft) nicht berücksichtigt werden. Den operativen Auszahlungen können nur solche Einzahlungen gegenüber gestellt werden, welche dem Zweck nach auch zur Verfügung stehen.

Die Erlöse aus Netzentgelten basieren auf der genehmigten Erlösobergrenze der vorangegangenen Regulierungsperiode. Die damals genehmigten kalkulatorischen Kapitalkosten¹⁵ – oder auch Capital Expenditure (CAPEX) genannt – nehmen einen Anteil an der Erlösobergrenze ein. Dieses Verhältnis spiegelt sich auch in den operativen Einzahlungen des aktuellen Basisjahres wider. Um eine sachgerechte Bewertung der betriebsnotwendigen Höhe an liquiden Mitteln vollziehen zu können, muss dieser Anteil der Einzahlungen, speziell bei einer isolierten Betrachtung des operativen Cashflow, exkludiert werden. Diese Mittel stehen nicht zur Bedienung der operativen Zahlungsverpflichtung zur Verfügung. Vielmehr sind Einzahlungen aus CAPEX für Zwecke wie beispielsweise Substanzwert-erhalt, Eigenkapitalkosten (Gewinnausschüttungen) und Steuerverpflichtungen zu reservieren.

Eine Berücksichtigung dieser Einzahlungen im Zuge der Bewertung der operativen Innenfinanzierung würde zu einem irreführenden Ergebnis führen, da ausschließlich operative Zahlungsströme von aussagekräftiger Relevanz sind. Neben dieser Überlegung sind weitere bewertungsrelevante Faktoren zu berücksichtigen, welche nicht unmittelbar aus dem operativen Cashflow Saldo des Basisjahres abgeleitet werden können. Diese ergeben sich aus dem bereits aufgeführten Vorsichts- und Spekulationsmotiv.

Ein weiterer Kritikpunkt ist die Ex-post-Betrachtung der Cashflow Analyse. Sie kann lediglich den Innenfinanzierungsspielraum des Basisjahres zeigen und ist daher für die Prognose des zukünftigen Innenfinanzierungsspielraums nur eingeschränkt geeignet.¹⁶ Zudem wird das ausgezeigte Vorsichts- und Spekulationsmotiv nicht berücksichtigt.

a. Vorratsbestand

Ein Lagerbestand führt durch die Bindung finanzieller Mittel zu Finanzierungskosten und schmälert den Unternehmenswert. Trotzdem ist es aufgrund betrieblicher Anforderungen – bei Netzbetreibern vor allem die Aufrechterhaltung der Versorgungsaufgabe – erforderlich einen gewissen Bestand an Vorräten vorzuhalten. Bei einem zu kleinen Vorratsbestand steigt das Risiko von Ausfallzeiten. Lange Ausfallzeiten führen ferner zu einer Verschlechterung im Qualitätselement. Zudem ergeben sich aus gebündelten Bestellmengen Preisvorteile und somit Kostenvorteile für den Netzkunden. Überwiegen die Preisvorteile die Finanzierungskosten, so sind diese im Sinne eines effizienten und kostengünstigen Netzbetriebs auszuschöpfen. Das bisherige Vorgehen der Bundesnetzagentur keine Kürzungen des Vorratsvermögens vorzunehmen erscheint sachgerecht und schafft keine konträren Anreize.

Ein risikoadäquater Bestand an Vorräten steht in direktem Zusammenhang mit der individuellen Versorgungsaufgabe des jeweiligen Netzbetreibers. Durch den Bezug zur Versorgungsaufgabe kann das betriebsnotwendige Vorratsvermögen als prozentualer Wert an der Gesamtleistung definiert werden. Eine zukünftige Verschiebung dieses Verhältnisses bedingt durch den Netzausbau scheint als wahrscheinlich und sollte berücksichtigt werden.

b. Forderungen aus Lieferung und Leistung

Hohe Forderungsbestände binden Kapital, verursachen Kapitalkosten und führen in Folge dessen zu einer Verringerung des Unternehmenswerts. Die Verwaltung der fälligen Posten erfordert darüber hinaus Personal- und Sachaufwendungen. Zudem liegt in Forderungsbeständen das Risiko eines Kapitalverlustes durch die Zahlungsunfähigkeit des Geschäftspartners. Ein wesentliches Kriterium zur Gewährleistung der Betriebsnotwendigkeit muss daher das Bestehen von branchenüblichen Zahlungszielen und ein effektives Mahnwesen sein. Die Bundesnetzagentur prüft in diesem Zusammenhang ausschließlich Kennzahlen.

Ein effektives Mahnwesen kann jedoch nicht pauschal an den durchschnittlichen Debitorenlaufzeiten, also der Dauer von Rechnungsausgang und Zahlungseingang, festgemacht werden. Insbesondere die öffentliche Versorgungsaufgabe von Strom- und Gasverteilnetzbetreibern begrenzt

¹⁵ Das sind: Kalkulatorische Abschreibungen, Kalkulatorische Gewerbesteuer, Kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung.

¹⁶ Vgl. Perridon et al. (2012), S. 615.

Gesamte Stichprobe
(22 Unternehmen mit 175 Jahreseinträgen und jeweils einem Durchschnittswert)
Vergleichsgruppe Verteilnetzbetreiber (VNB)
(15 Unternehmen mit 56 Jahreseinträgen und jeweils einem Durchschnittswert)
Vergleichsgruppe Stromnetzbetreiber (SNB)
(15 Unternehmen mit 56 Jahreseinträgen und jeweils einem Durchschnittswert)
Vergleichsgruppe Gasnetzbetreiber (GNB)
(10 Unternehmen mit 35 Jahreseinträgen und jeweils einem Durchschnittswert)
Vergleichsgruppe wettbewerbliche Unternehmen (wU)
(7 Unternehmen mit 28 Jahreseinträgen und jeweils einem Durchschnittswert)

Abb. 4 Zusammensetzung der Stichprobe

die Handlungsfähigkeit des Mahnwesens von Verteilnetzbetreibern.

Ein pauschaler Kürzungsansatz bei Forderungen aus Lieferung und Leistung ist daher lediglich bei nicht effektiven Fatura- bzw. Mahnprozessen sachgerecht. Bei einer pauschalen Kürzung ist allerdings zwingend der EEG-Prozess zu berücksichtigen. Die Prüfung der Betriebsnotwendigkeit des Bestandes an Forderungen aus Lieferung und Leistung sollte daher immer einen prozessualen Ansatz berücksichtigen.

c. Sonstige Vermögensgegenstände

Weitere werthaltige Positionen in den Bilanzen von Verteilnetzbetreibern sind sonstige Vermögensgegenstände. Diese sind in den einleitend dargestellten Umsatz- und Beschaffungsprozessen zwar nicht explizit abgebildet, sind aber dennoch überwiegend zu berücksichtigen.

Unter diese Position fallen Geschäftsvorfälle wie geleistete Anzahlungen, zu viel gezahlte Steuerzahlungen oder Forderungen aus Konzessionsabgaben. Diese Geschäftsvorgänge sind in der Regel völlig unabhängig von den Umsatzerlösen und zudem durch den Netzbetreiber nicht beeinflussbar. Hier ist demzufolge eine individuelle Prüfung der wesentlichen Sachverhalte notwendig. Bei Einhaltung der handelsrechtlichen Bilanzierungsvorschriften sind sonstige Vermögensgegenstände allerdings zwingend als betriebsnotwendig zu erachten.

5 Umlaufvermögen regulierter Netzbetreiber im Vergleich zum Umlaufvermögen wettbewerblicher Unternehmen

Ein Prüfungsmaßstab für die Betriebsnotwendigkeit ist die Verhältnismäßigkeit gegenüber vergleichbarer Unternehmen.

In einem von den Autoren der Netze BW GmbH erstellten Benchmark wurden mehrere wettbewerbliche Unternehmen mit Verteilnetzbetreibern¹⁷ verglichen. Dieser Benchmark zeigt, dass – abgesehen von wenigen Ausreißern – keinerlei Auffälligkeiten zwischen dem bilanzierten Umlaufvermögen wettbewerblicher Unternehmen und regulierten Strom- und Gasnetzbetreibern besteht.

Für wettbewerbliche Unternehmen besteht grundsätzlich kein Anreiz, mehr Umlaufvermögen vorzuhalten als betrieblich notwendig ist. Vielmehr ergibt sich durch die damit einhergehende Steigerung des Unternehmenswertes ein grundsätzliches Bestreben, dass Umlaufvermögen so gering wie möglich zu halten. Daher kann angenommen werden, dass wettbewerbliche Unternehmen ausschließlich betriebsnotwendiges Umlaufvermögen vorhalten und somit als geeigneter Benchmark zur Bestimmung des betriebsnotwendigen Umlaufvermögens dienen können. Die wettbewerbliche Perspektive als relevanten Benchmark wird durch den Shareholder Value Ansatz¹⁸ gestützt. Dieser Ansatz zielt auf eine möglichst hohe Verzinsung des eingesetzten Kapitals ab.

a. Benchmarkdesign

Abb. 4 gibt einen Überblick über die einzelnen im Benchmark betrachteten Vergleichsgruppen und zeigt deren Umfang. Die Vergleichsgruppe VNB beinhaltet 15 Strom- und Gasnetzbetreiber als Gesamtunternehmen. Die Vergleichsgruppen SNB bzw. GNB beinhalten jeweils ausschließlich die Tätigkeitsbereiche der Strom- bzw. Gasnetzverteilung nach § 6b EnWG. Die Vergleichsgruppe wettbewerbliche Unternehmen (wU) beinhaltet eine Auswahl aus den 100 größten in Deutschland ansässigen wettbewerblichen Unternehmen. Darunter befinden sich Unternehmen aus dem Chemie- und Pharmawesen, Industrieunternehmen und Transportdienstleister.

Für alle Unternehmen des Benchmarks wurden die im Bundesanzeiger veröffentlichten handelsrechtlichen Jahresabschlüsse der Jahre 2011 bis 2014 analysiert. Um Besonderheiten der Geschäftsjahre zu eliminieren, wurde bei der Berechnung der Kennzahlen jeweils der Durchschnittswert der erhobenen vier Jahre verwendet.

Der Benchmark berücksichtigt zwei unterschiedliche Sichtweisen zur Beurteilung der Betriebsnotwendigkeit des Umlaufvermögens. Zum einen wird der gängige Regulierungsansatz der Bundesnetzagentur betrachtet, zum anderen wird die Perspektive der gängigen betriebswirtschaftlichen Praxis berücksichtigt.

¹⁷ Im Benchmark wurden vornehmlich VNBs mit hohem Jahresumsatz und einem Asset-Owner Modell analysiert.

¹⁸ Das Shareholder Value-Konzept ist ein Managementansatz, bei der durch alle Maßnahmen der Unternehmenswert gesteigert werden soll.

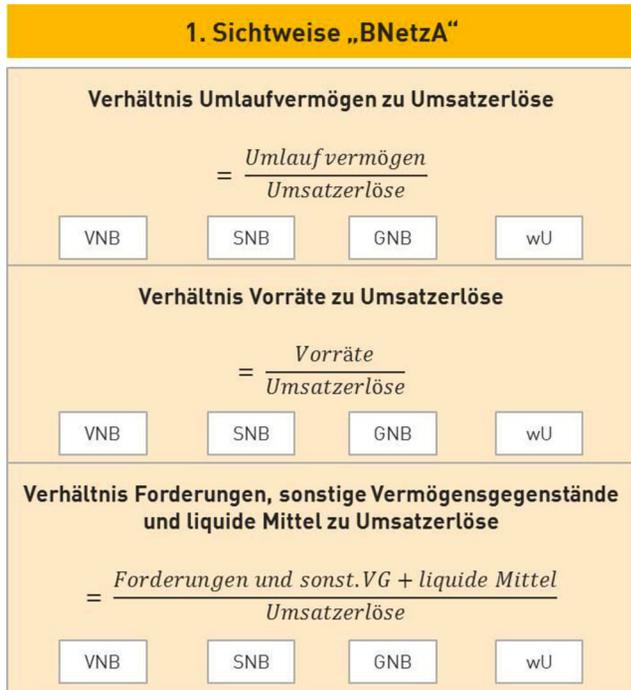


Abb. 5 Kennzahlenübersicht Benchmark (Eigene Darstellung)



Abb. 6 Kennzahlenübersicht Benchmark (Eigene Darstellung)

Aus Sicht der Bundesnetzagentur (vgl. Abb. 5) wird die Betriebsnotwendigkeit des Umlaufvermögens anhand eines prozentualen Anteils des Umlaufvermögens an den Umsatzerlösen¹⁹ hergeleitet. Hierzu werden drei Kennzahlen gebildet. Zunächst wird das gesamte Umlaufvermögen im Verhältnis zu den Umsatzerlösen betrachtet. Die zwei folgenden Kennzahlen, das Verhältnis der Vorräte zu den Umsatzerlösen und das Verhältnis der Forderungen, sonstiger Vermögensgegenstände sowie liquider Mittel zu den Umsatzerlösen, sollen Aufschluss über die Abweichungen bei der ersten Kennzahl geben. Sicherlich ist auch das Verhältnis der liquiden Mittel zu den Umsatzerlösen von Interesse. Da ein Großteil der analysierten VNB an einem konzernweiten Cash-Pool-System teilnehmen, weisen diese in den Jahresabschlüssen keine liquiden Mittel aus, sondern Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen die aus

¹⁹ Alternativ: Prozentual an der Erlösobergrenze.

dem Transaktions- und Vorsichtsprinzip notwendig sind. Daher ist auf eine gesonderte Kennzahl verzichtet worden. Anders als beim Ansatz der Bundesnetzagentur, die bei der Deckelung des Umlaufvermögens auf die Kostenbasis abstellt, wurden für den Benchmark die Umsatzerlöse nicht um die EEG-Erlöse reduziert.

Die ergänzende Sichtweise nimmt weitere Kennzahlen hinzu, die in der betriebswirtschaftlichen Praxis zur Analyse der Finanzlage eines Unternehmens herangezogen werden.

Die betriebswirtschaftliche Praxis verweist auf unterschiedliche Liquiditätsgrade. Diese unterscheiden sich von der Sichtweise der Bundesnetzagentur insbesondere durch die Hinzunahme der Passivseite der Bilanz. Durch den Vergleich von Umlaufvermögen und kurzfristigem Fremdkapital beziehen sich die Liquiditätsgrade dabei insbesondere auf allgemeine Finanzierungsgrundsätze. Die Liquidität 3. Grades bezieht dabei alle relevanten Positionen des Working Capitals ein und erscheint in diesem Kontext als besonders relevant (Abb. 6).

Als Vergleichswerte werden jeweils die Bandbreiten (Maximal-, Minimalwert und Quantile) sowie der Median der Ergebnisse innerhalb der verschiedenen Vergleichsgruppen aufgezeigt. Der Median liefert robuste Ergebnisse, selbst wenn in der Stichprobe Ausreißer vorhanden sind.

b. Ergebnisse des Benchmarks

Nachfolgend werden die Ergebnisse des Benchmarks graphisch dargestellt. Bei der ersten Kennzahl wird das gesamte Umlaufvermögen den Umsatzerlösen gegenübergestellt.

Abb. 7 verdeutlicht, dass die Anteile des Umlaufvermögens an den Umsatzerlösen bei den regulierten Vergleichsgruppen geringere Werte ausweisen, als bei der wettbewerblichen Vergleichsgruppe. Ein überhöhtes Umlaufvermögen im Verhältnis zum Umsatz kann bei Gas- und auch Stromnetzbetreibern also nicht festgestellt werden.

Zur Ermittlung des Verhältnisses des Vorratsvermögens zu den Umsatzerlösen, werden die Vorräte der einzelnen Unternehmen in das Verhältnis zu den Umsatzerlösen gesetzt. Die nachfolgenden Ergebnisse zeigen, wie hoch der Anteil der Vorräte an den Umsatzerlösen ist.

Der Anteil des Vorratsvermögens an den Umsatzerlösen weist bei den regulierten Vergleichsgruppen deutlich geringere Werte aus, als bei der wettbewerblichen Vergleichsgruppe (vgl. Abb. 8). Ein Großteil der festgestellten Unterschiede lässt sich demnach auf das Vorratsvermögen zurückführen.

Zur Ermittlung des Verhältnisses der Forderungen, sonstiger Vermögensgegenstände und liquider Mittel zu den Umsatzerlösen wurde von der Bilanzposition Umlaufvermögen die Position Vorräte abgezogen und in Relation zu den Umsatzerlösen gesetzt (vgl. Abb. 9). Dieser Vergleich

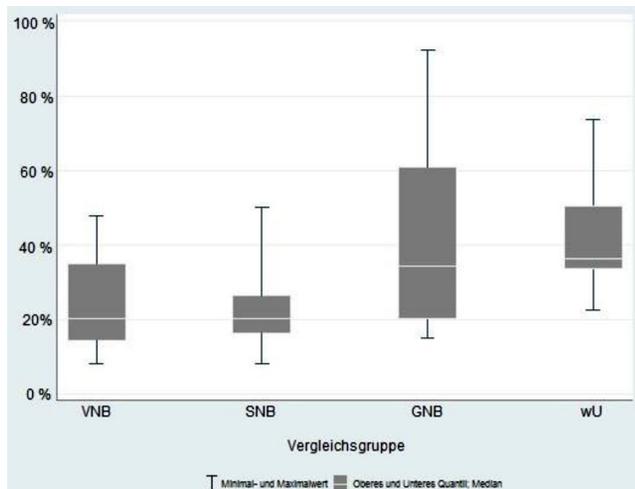


Abb. 7 Das Verhältnis des Umlaufvermögens zu den Umsatzerlösen

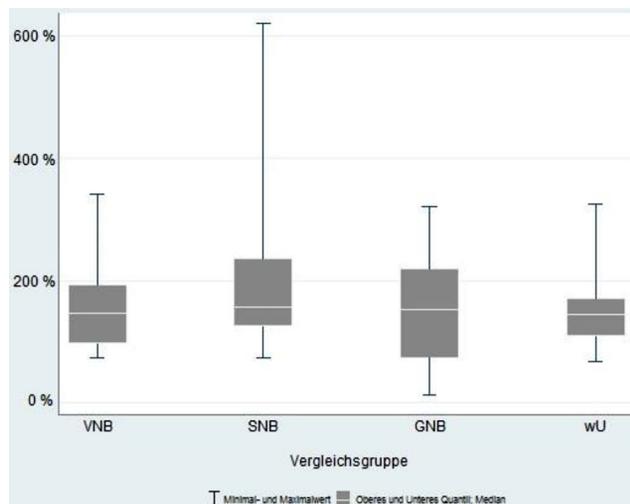


Abb. 10 Liquidität dritten Grades

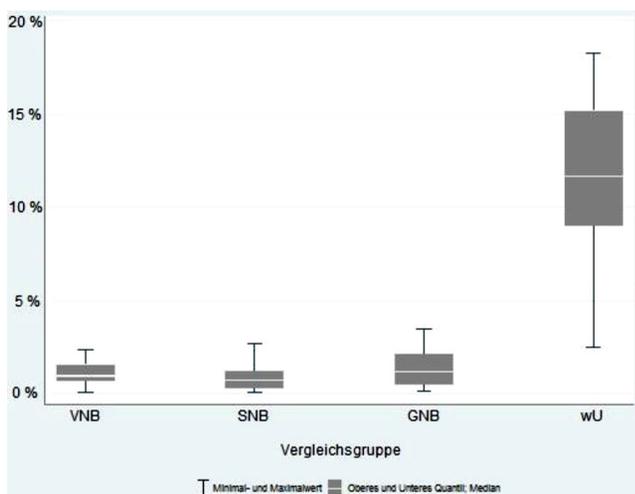


Abb. 8 Das Verhältnis der Vorräte zu den Umsatzerlösen

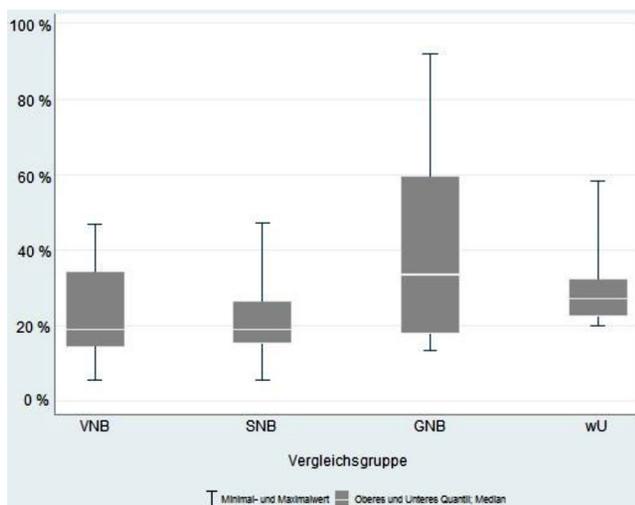


Abb. 9 Das Verhältnis von Forderungen, sonstigen Vermögensgegenständen und liquiden Mittel zu den Umsatzerlösen

ist insbesondere deshalb von besonderer Bedeutung, da die Bundesnetzagentur genau diese Positionen des Umlaufvermögens auf einen (pauschalen) Bruchteil der Netzkosten kürzt. Die Ergebnisse der einzelnen Vergleichsgruppen sind in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.

Der Vorwurf der Bundesnetzagentur, dass Strom- und Gasnetzbetreiber im Verhältnis zu ihren Umsatzerlösen deutlich zu viel Forderungen, sonstige Vermögensgegenstände und liquide Mittel vorhalten, kann nicht belegt werden. Vielmehr zeigt der Vergleich mit wettbewerblichen Unternehmen teilweise deutlich geringere Anteile bei regulierten Unternehmen als bei wettbewerblichen Unternehmen. Vor diesem Hintergrund erscheint die Kürzung dieser Position auf 1/12 der Umsatzerlöse (bzw. Erlösobergrenze) nicht sachgerecht. Die wettbewerblichen Unternehmen des Benchmarks weisen Verhältnisse von 20 % und mehr auf.

Die Liquidität dritten Grades vergleicht das kurzfristige Fremdkapital mit dem gesamten Umlaufvermögen. In der Literatur wird für diese Kennzahl ein Wert von >150 % als Richtgröße genannt. Auch hier ist für die Darstellung der Ausreißer in der Vergleichsgruppe GNB eliminiert worden.

Das Verhältnis von Umlaufvermögen und kurzfristigem Fremdkapital weist für die Unternehmen der regulierten Vergleichsgruppen keine signifikanten Auffälligkeiten gegenüber der wettbewerblichen Vergleichsgruppe auf (Abb. 10).

c. Fazit des Benchmarks

Sowohl das Verhältnis der einzelnen Positionen des Umlaufvermögens zu den Umsatzerlösen als auch der Vergleich des Umlaufvermögens mit dem kurzfristigen Fremdkapital ergeben keine Auffälligkeiten zwischen den Vergleichsgruppen der regulierten Unternehmen und der Vergleichsgruppe der wettbewerblichen Unternehmen.

Wie bei jedem Benchmark bestehen auch bei der hier dargestellten Vorgehensweise Einschränkungen hinsichtlich der Repräsentativität der Ergebnisse. Die Menge der betrachteten Unternehmen, Kennzahlen und Zeiträume bilden nur einen Ausschnitt der Realität. Die Hinzunahme weiterer Unternehmen, Kennzahlen und Jahre würden die verallgemeinernde Aussagekraft des Benchmarks erhöhen. Dennoch liefern die vorliegenden Ergebnisse ein starkes Indiz hinsichtlich einer spürbar zu hohen Kürzung des Umlaufvermögens durch die Bundesnetzagentur.

6 Schlussfolgerungen

Die Ausführungen zeigen aus Sicht der Autoren deutlich: Die derzeitige Vorgehensweise der Bundesnetzagentur ist zwar unter pragmatischen Gesichtspunkten betrachtet nachvollziehbar, betriebswirtschaftlich sachgerecht erscheint sie allerdings keineswegs. Dies wirkt sich negativ auf den Unternehmenswert aus und schwächt die Attraktivität für Investitionen in den Netzbetrieb.

Zunächst sind pauschale Ansätze bei einer derart unternehmensindividuellen Größe wie dem Umlaufvermögen grundsätzlich nicht sachgerecht. Darüber hinaus sind die von der Bundesnetzagentur gewählten pauschalen Ansätze zu gering gewählt. Die Kostenbasis (bzw. Erlösbergrenze), welche als Bezugsgröße von der Bundesnetzagentur verwendet wird, beinhaltet nicht den kapitalintensiven EEG-Prozess. Zudem begründet der Vergleich mit wettbewerblichen Unternehmen deutlich höhere Ansätze für das gesamte Umlaufvermögen als die von der Bundesnetzagentur derzeit angedachten 1/12 der Kostenbasis.

Die im Benchmark enthaltenen Verteilnetzbetreiber hatten einen durchschnittlichen Anteil des Umlaufvermögens von 20 % am Umsatz. Eine pauschale Kürzung auf 1/12 oder 8 % der Kostenbasis führt in Folge zu einer Refinanzierungslücke der tatsächlichen Kapitalkosten und mindert somit die Attraktivität von Netzbetreibern am Kapitalmarkt. Nimmt man die wettbewerblichen Unternehmen als weiteren Benchmark zur Bestimmung des betriebsnotwendigen Umlaufvermögens, so wäre ein pauschaler Ansatz von 35 % nachvollziehbar (vgl. Median Vergleichsgruppe wU in Abb. 7). Pauschale Ansätze müssen sich immer auf die kompletten Umsatzerlöse beziehen und nicht nur auf die genehmigte Kostenbasis.

Auf Basis der Untersuchungsergebnisse lassen sich die folgenden Empfehlungen für den grundsätzlichen Umgang mit Umlaufvermögen im Kontext der Kostenprüfung ableiten:

1. Unternehmensindividuelle Analyse des Umlaufvermögens (Position für Position) und dessen Bedeutung für die Eigenkapitalverzinsung.
2. Hinzunahme von Benchmark-Größen zum Vergleich mit regulierten und wettbewerblichen Unternehmen, um einen möglichen Pauschalansatz zu verifizieren.
3. Prüfung der internen Beschaffungs- und Umsatzprozesse und Intensivierung eines strikten Working-Capital-Managements.
4. Transparente und nachvollziehbare Darlegung der besagten Prozesse, um die Betriebsnotwendigkeit des Umlaufvermögens im Rahmen der Kostenprüfung zu untermauern.

Literatur

- BMWi (2016) Kabinett billigt Anreizregulierungsverordnung. <http://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/2016/20160803-kabinett-billigt-anreizregulierungsverordnung.html>. Zugegriffen: 28. Febr 2017
- E-Bridge Consulting (2014) Moderne Verteilnetze für Deutschland (Verteilnetzstudie) (Forschungsprojekt Nr. 44/12, eine Studie im Auftrag des BMWi)
- Friedl G, Kühling J (2016) Das betriebsnotwendige Eigenkapital nach § 7 Abs. 1 GasNEV/StromNEV – eine juristisch-ökonomische Analyse. *Energiewirtschaft* 66(11):86–93
- Gabler Wirtschaftslexikon (2017) Betriebsnotwendiges Vermögen. <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/betriebsnotwendiges-vermoegen.html>. Zugegriffen: 20. Febr 2017
- Kütting P, Weber C-P (2015) Die Bilanzanalyse, Beurteilung von Abschlüssen nach HGB und IFRS, 11. Aufl. Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Moody's (2015) Moody's: Proposed regulation update for German Energy Networks will improve transparency and support expansion investments. https://www.moody's.com/research/Moodys-Proposed-regulation-update-for-German-Energy-Networks-will-improve-PR_327187. Zugegriffen: 28. Febr 2017
- OLG Düsseldorf (2015) Aktenzeichen VI-3 118/14 (V) vom 11. November 2015
- Perridon L, Steiner M, Rathgeber A (2012) Finanzwirtschaft der Unternehmung, 16. Aufl. Vahlen, München
- Schierenbeck H, Lister M (2002) Value Controlling, 2. Aufl. Oldenbourg, München
- Wallmann H (2015) Nachweis Betriebsnotwendigkeit Umlaufvermögen – Teil 1. *Versorgungswirtschaft* 67(7):200–203