

Stromwatch 3: Energiekonzerne in Deutschland

(Kurzstudie

**im Auftrag der Bundestagsfraktion
Bündnis 90/Die Grünen)**

Prof. Dr. Uwe Leprich

Prof. Dr. Andy Junker

unter Mitarbeit von

Dipl. Wirtsch.-Ing. Andreas Weiler

**Saarbrücken,
den 13. Oktober 2010**

Inhaltsverzeichnis

I.	Vorbemerkung	3
II.	Entwicklung der Konzerngewinne	4
	a) E.ON Konzern.....	4
	b) RWE Konzern	6
	c) EnBW Konzern	6
	d) Gesamtbetrachtung	7
III.	Bilanzanalyse.....	9
	1. Ertragsanalyse	9
	a) Renditen	9
	b) E.ON-Besonderheit.....	13
	2. Finanzierungsanalyse / Rückstellungen	17
	3. Laufzeitverlängerung und Rückstellungen	21
	4. Steuerliche Wirkung einer Brennelementesteuer.....	24
	5. Gesamtwirkung der Laufzeitverlängerung.....	24
IV.	Strukturanalyse	26
V.	Zusammenfassung	28

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung des Konzerngewinns bei E.ON zwischen 2002 und 2009	5
Abbildung 2: Adjusted EBIT lt. Definition E.ON 2008 und 2009	5
Abbildung 3: Entwicklung des Konzerngewinns beim RWE zwischen 2002 und 2009	6
Abbildung 4: Entwicklung des Konzerngewinns bei EnBW zwischen 2002 und 2009	7
Abbildung 5: Entwicklung der Summe der Konzerngewinne von E.ON, RWE und EnBW zwischen 2002 und 2009.....	7
Abbildung 6: Anteile der drei Energiekonzerne zwischen 2002 und 2009 an den Gesamtgewinnen	8
Abbildung 7: Marktkapitalisierung der drei Energiekonzerne 2010	8
Abbildung 8: Gewinn- und Verlustrechnung 2009 E.ON, RWE und EnBW	9
Abbildung 9: Gegenüberstellung WACC/ROCE 2009 E.ON, RWE und EnBW	10
Abbildung 10: Gegenüberstellung gebundenes Vermögen E.ON, RWE und EnBW.....	11
Abbildung 11: Segmentergebnis RWE 2009	12
Abbildung 12: Mehrertrag RWE durch hohen Segment-ROCE	13
Abbildung 13: Zusammensetzung des Ergebnisses 2008 E.ON, RWE und EnBW	14
Abbildung 14: Zusammensetzung des Ergebnisses 2009 E.ON, RWE und EnBW	14
Abbildung 15: Relative Veränderung des Ergebnisses E.ON 2009 zu 2008	15
Abbildung 16: Kurzbilanz 2009 E.ON, RWE und EnBW	17
Abbildung 17: Zusammensetzung Rückstellungen 2009 E.ON, RWE und EnBW	18
Abbildung 18: Verschuldungsgrad und stille Reserven bei E.ON, RWE und EnBW.....	19
Abbildung 19: Abzinsungssätze der Deutschen Bundesbank in Abhängigkeit von der Restlaufzeit der Rückstellung	20
Abbildung 20: Rechnerische Veränderung der Rückstellung für Entsorgungsverpflichtungen bei Laufzeitverlängerung	23
Abbildung 21: Mehrertrag durch rentable Anlage der Beträge aus Rückstellungen durch Laufzeitverlängerung.....	23
Abbildung 22: Brutto-/Nettoeffekte einer Brennelementesteuer.....	24
Abbildung 23: Anteil der Nettoengpassleistung der Allgemeinen Versorgung / Herbst 2010	26
Abbildung 24: Direkte und indirekte Konzernbeteiligungen an den Stadtwerken	26

I. Vorbemerkung

Die Fortsetzung der ersten beiden Stromwatch-Studien vom Herbst 2007¹ und Herbst 2008¹ erscheint aktuell notwendiger denn je; haben doch die großen Energiekonzerne in Deutschland durch den Regierungsbeschluss zur Laufzeitverlängerung der Atomkraftwerke vom 5. September eindrucksvoll belegt, über welchen politischen Einfluss sie ob ihrer schieren Größe, ihrer Milliarden Gewinne und ihrer politischen Netzwerke immer noch verfügen.

Im Unterschied zu den ersten beiden Studien klammern wir dieses Mal das Unternehmen Vattenfall Europe aus der Betrachtung aus, da es sich seit dem 21. April 2008 durch Ausschluss der Minderheitsaktionäre komplett in der Hand des schwedischen Staates befindet und daher geringeren Informationspflichten unterliegt, was für Außenstehende die Datenfindung erheblich erschwert.

Im ersten Abschnitt stellen wir wie gewohnt die Gewinnentwicklung der drei Konzerne E.ON, RWE und EnBW in den letzten Jahren dar.

In der „Stromwatch 2-Studie“ wurde seinerzeit illustriert, wie Konzernabschlüsse von Energieversorgungsunternehmen zu lesen sind und dass die großen Energiekonzerne i.d.R. durch „befreiende“ Konzernabschlüsse Detailinformationen zu den Tochtergesellschaften zu verbergen wissen. Der zweite Abschnitt dieser Studie geht daher ausgewählten Fragestellungen nach, die aus öffentlich zugänglichen Unterlagen beantwortet werden können:

1. Wie stark hängt das Ergebnis der Energiekonzerne vom operativen Geschäft ab?
2. Haben Energiekonzerne durch die Rückstellungsbildung einen signifikanten Finanzierungsvorteil gegenüber anderen Energieunternehmen, die keine Atomkraftwerke in Deutschland betreiben?
3. Welche Vorteile können die Energiekonzerne aus der geplanten Verlängerung der Laufzeiten von Atomkraftwerken erzielen?
4. Welche steuerlichen Konsequenzen ergeben sich aus der Brennelementesteuer?

Im dritten Abschnitt schließlich wird eine aktualisierte Strukturanalyse angefügt, um die bestehende Marktmacht der drei Konzerne zu illustrieren.

Es erscheint mehr denn je geboten, E.ON, RWE und Co. sorgfältig auf die Finger zu schauen; diese Studie will dazu wiederum ihren Beitrag leisten.

Saarbrücken, Oktober 2010

¹ Online abrufbar unter <http://www.htw-saarland.de/wiwi/fakultaet/personen/professoren/dozenten-h-o/leprich/leprich/publikationen/index2.html>.

II. Entwicklung der Konzerngewinne

Die dramatische Weltfinanzkrise ist seit 2008 nicht spurlos an den Energiekonzernen vorübergegangen; gleichwohl sind ihre Gewinne im Unterschied zu anderen Branchen eher stabil geblieben – wenn man von der Sonderentwicklung bei E.ON absieht, auf die noch einzugehen sein wird.

Im Folgenden sei der Konzerngewinn einheitlich definiert als

- EBIT (Ergebnis vor Steuern und Zinsen)
- + Beteiligungsergebnis abzüglich Minderheitsanteil
- + „at equity“-Ergebnisanteile anderer Gesellschafter.

Als Wertebasis dienen die Geschäftsberichte des jeweiligen Jahres. Diese Definition verbessert die Vergleichbarkeit der Gewinne erheblich und schafft eine einheitliche Wertebasis. Es ist allerdings zu beachten, dass die Zahlen nun nicht mehr exakt mit den Zahlen der vorangegangenen Stromwatch-Studien übereinstimmen.

a) E.ON Konzern

Im Geschäftsbericht 2009 heißt es:

*„Das abgelaufene Geschäftsjahr 2009 wird als der Höhepunkt der Wirtschaftskrise in Erinnerung bleiben. Die Rezession hat auch unser Geschäft beeinträchtigt, denn als Folge der schwachen Konjunktur ging auch der Energieverbrauch zum Teil deutlich zurück. Dennoch haben wir – wie versprochen und mehrfach bekräftigt – auch 2009 Kurs gehalten. Das Adjusted EBIT des Geschäftsjahres 2009 lag ... **auf dem hohen Vorjahresniveau**. Unsere Erwartung hinsichtlich des bereinigten Konzernüberschusses konnten wir im Laufe des Jahres leicht **nach oben** korrigieren.“*

Wie die folgende Abbildung verdeutlicht, ist der Konzerngewinn nach *unserer Definition* in 2009 geradezu explodiert und erreicht einen Wert, der noch einmal um 30% über dem Rekordwert des Jahres 2007 liegt.

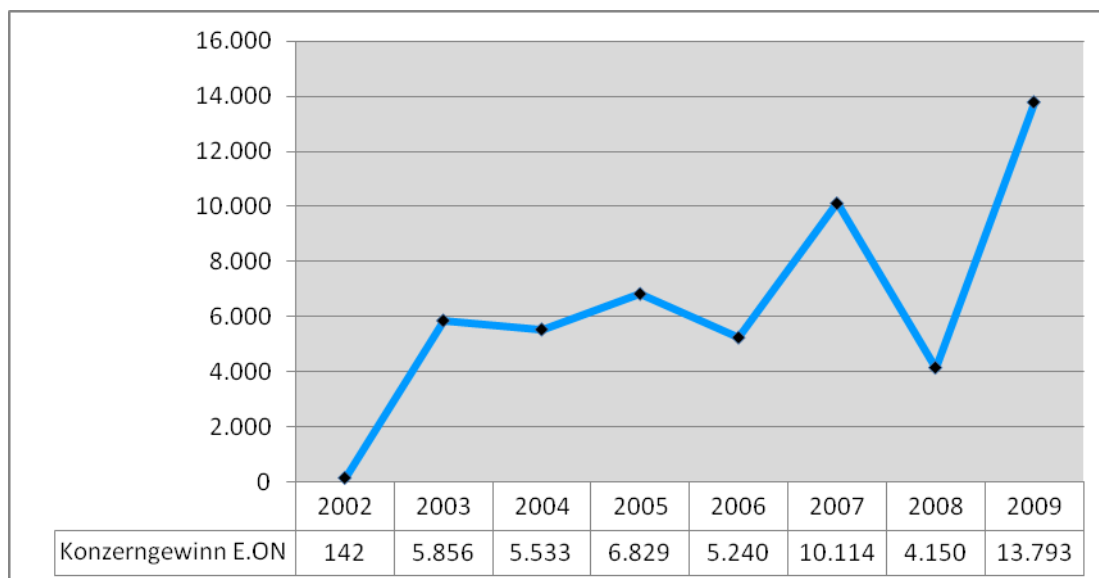


Abbildung 1: Entwicklung des Konzerngewinns bei E.ON zwischen 2002 und 2009

Die augenfällige Diskrepanz zur Darstellung im E.ON-Geschäftsbericht resultiert aus den unterschiedlichen Definitionen. Während wir in Abbildung 1 eine „neutrale“ und transparente Korrektur des frei zugänglichen Jahresergebnisses vorgenommen haben, korrigiert E.ON in der hauseigenen Definition um Ergebnisbeiträge, die nur intern ablesbar sind und als „nicht operativ“ definiert werden (vgl. dazu Abbildung 2).

	E.ON 2009 MEUR adjusted	E.ON 2008 MEUR adjusted
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	8.817	1.749
Steuern	2.976	834
	11.793	2.583
Korrektur um...		
nicht operatives Ergebnis	-48	-6.260
Restrukturierung	-443	-524
Netto-Buchgewinne	4.815	1.324
wirtschaftliches Zinsergebnis	-2.177	-1.835
	9.646	9.878

Abbildung 2: Adjusted EBIT lt. Definition E.ON 2008 und 2009

Der von uns ausgewiesene Konzerngewinn in der obigen Definition umfasst hingegen neben dem Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten auch das Beteiligungsergebnis abzüglich Minderheitsanteil (zur Herleitung vgl. Abbildung 8).

b) RWE Konzern

Im Geschäftsbericht des Jahres 2009 heißt es bei RWE:

„Wir wollten mit dem Ergebnis an das Rekordniveau des Vorjahres anknüpfen. Tatsächlich liegt das betriebliche Ergebnis 2009 ... sogar **über dem Vorjahreswert**, das nachhaltige Nettoergebnis ... ebenso“.

Das spiegelt die folgende Abbildung wider; die kleine Gewinndelle in 2008 ist längst Vergangenheit.

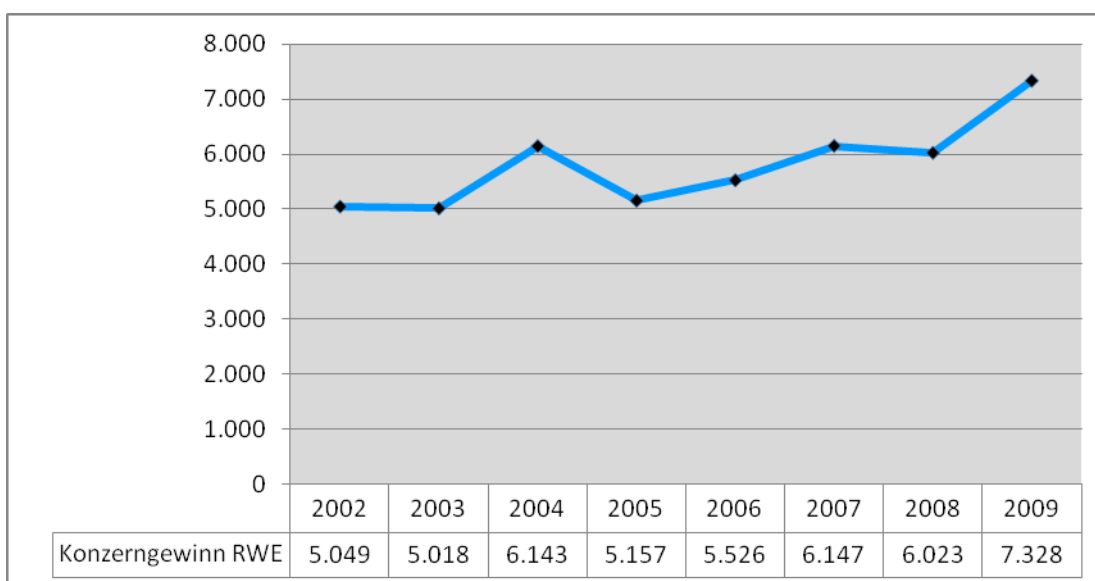


Abbildung 3: Entwicklung des Konzerngewinns beim RWE zwischen 2002 und 2009

c) EnBW Konzern

Auch EnBW konnte die Krise gut wegstecken, dort heißt es im Geschäftsbericht 2009:

„Das Jahr 2009 stand im Zeichen der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise. Von der damit einhergehenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung waren die deutsche Wirtschaft sowie die Branche der Energieversorgungsunternehmen betroffen.

Trotz dieser Belastungen konnte die EnBW jedoch auf der Ergebnisseite erfolgreich gegensteuern. Das operative Ergebnis vor Ertragsteuern und Zinsen (Adjusted EBIT) erreichte ... das Niveau des Vorjahres. Insbesondere durch die deutliche Verbesserung unserer Erzeugungsmarge konnten wir so die negativen Entwicklungen kompensieren und insgesamt ein zufriedenstellendes Jahresergebnis erzielen. Dies zeigt die operative Stärke der EnBW.“

Die folgende Abbildung verdeutlicht, dass es im Krisenjahr 2008 lediglich eine Stagnation der Gewinnentwicklung bei EnBW gegeben hat, nicht einmal einen Rückgang.

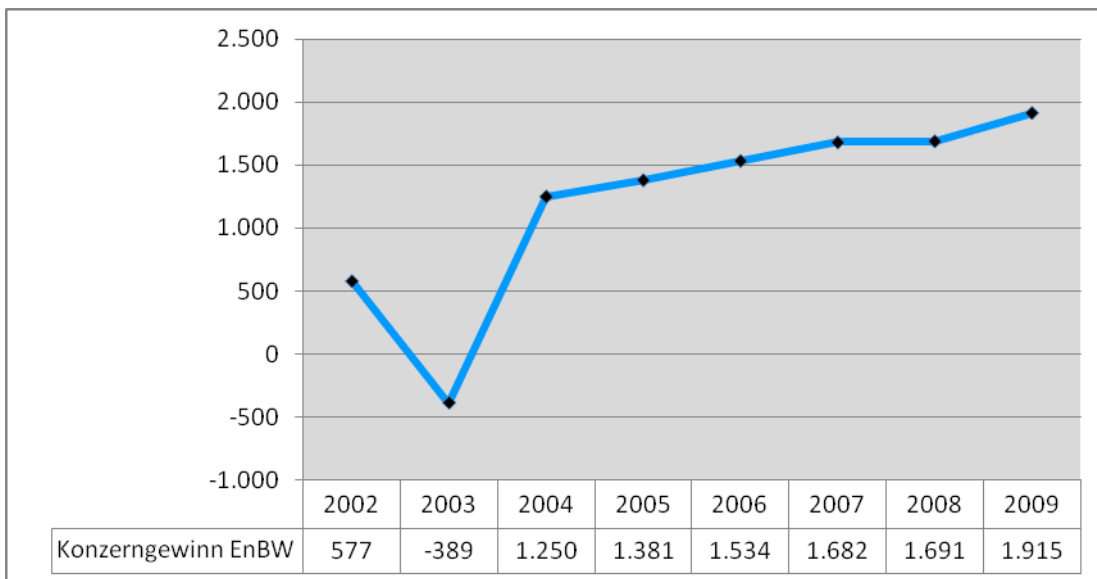


Abbildung 4: Entwicklung des Konzerngewinns bei EnBW zwischen 2002 und 2009

d) Gesamtbetrachtung

In der Summe haben sich die Gewinne der drei Energiekonzerne seit dem Jahr 2002 wie folgt entwickelt:

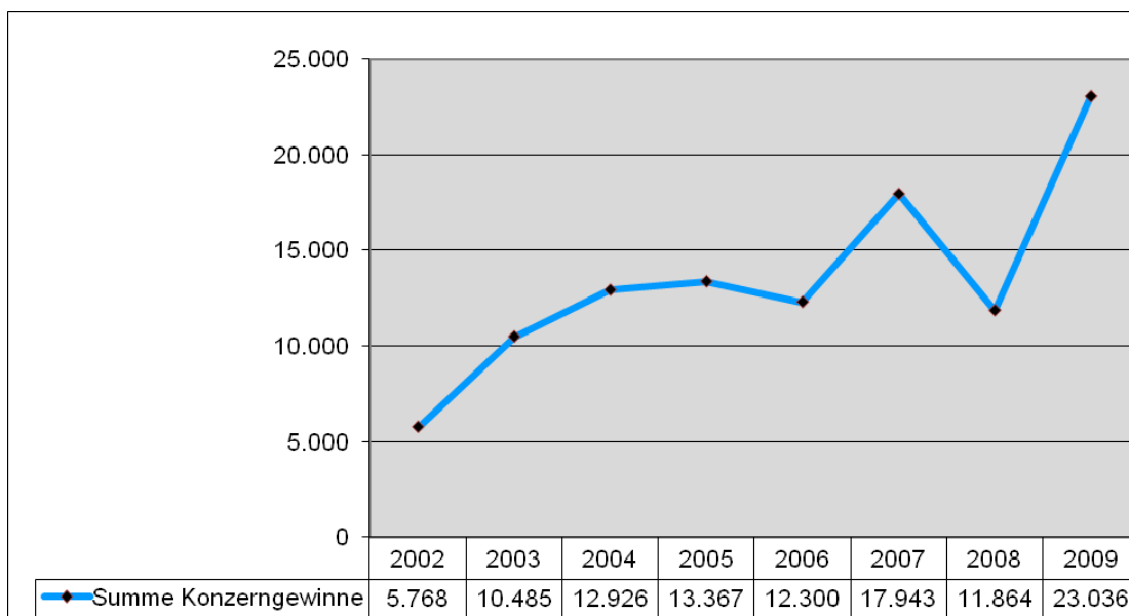


Abbildung 5: Entwicklung der Summe der Konzerngewinne von E.ON, RWE und EnBW zwischen 2002 und 2009

Insgesamt machten die drei Konzerne demnach in den „Krisenjahren“ 2008/09 einen Gesamtgewinn vor Steuern von knapp 35 Mrd. € seit 2002 von über 100 Mrd. € Innerhalb von sieben Jahren haben sich die Gewinne vervierfacht.

Für 2010 deutet sich ein weiteres Rekordjahr an, liegt doch der Gewinn nach 2 Quartalen bereits bei rund 15 Mrd. €

Den Großteil des Gewinns teilt sich naturgemäß das marktbeherrschende Duopol von E.ON und RWE; im Vergleich dazu ist die EnBW von untergeordneter Bedeutung.

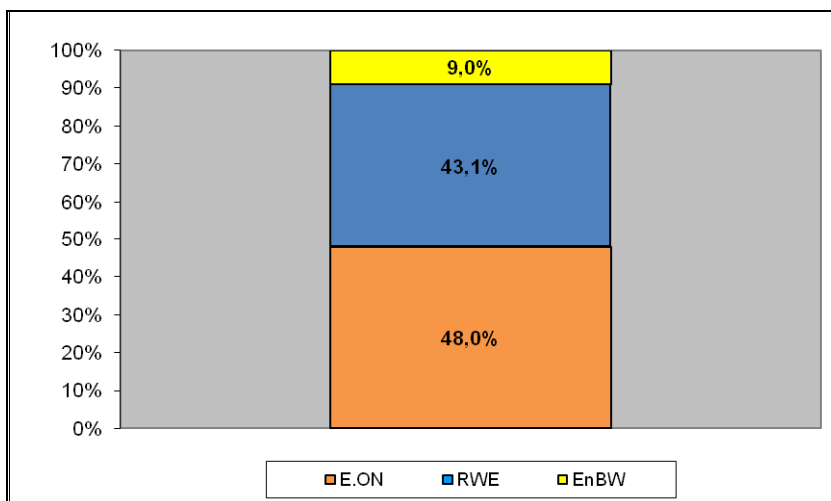


Abbildung 6: Anteile der drei Energiekonzerne zwischen 2002 und 2009 an den Gesamtgewinnen

Die nach wie vor dominierende Stellung von E.ON und RWE im bundesdeutschen Energiesektor spiegelt sich auch in der Börsenbewertung wider, wobei der aktuelle Börsenwert der drei Konzerne („Marktkapitalisierung“) aktuell rund 81 Mrd. € beträgt:

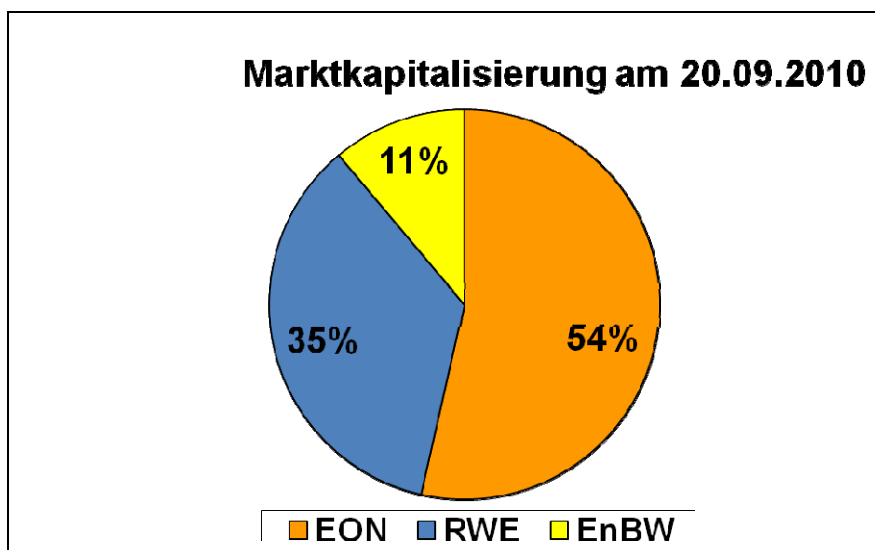


Abbildung 7: Marktkapitalisierung der drei Energiekonzerne 2010

III. Bilanzanalyse

1. Ertragsanalyse

Die Ertragslage der drei großen Energiekonzerne stellt sich für das Geschäftsjahr 1.1.-31.12.2009 wie folgt dar:

	EON 2009 MEUR		RWE 2009 MEUR		EnBW 2009 MEUR	
	IST	%	IST	%	IST	%
Umsatzerlöse brutto	83.718	102,3%	47.741	103,4%	16.538	106,3%
Strom- und Energiesteuern	-1.901	-2,3%	-1.550	-3,4%	-973	-6,3%
Umsatzerlöse netto	81.817	100,0%	46.191	100,0%	15.564	100,0%
Bestandsveränderungen	43	0,1%	44	0,1%	-2	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	532	0,7%	210	0,5%	70	0,4%
Sonstige betriebliche Erträge	24.961	30,5%	1.610	3,5%	1.014	6,5%
Materialaufwand	-62.087	-75,9%	-29.838	-64,6%	-11.121	-71,5%
Personalaufwand	-5.357	-6,5%	-4.610	-10,0%	-1.618	-10,4%
Abschreibungen	-3.981	-4,9%	-2.357	-5,1%	-859	-5,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-22.603	-27,6%	-3.924	-8,5%	-1.159	-7,4%
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	941	1,2%	131	0,3%	81	0,5%
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten vor Finanzergebnis und Steuern	14.266	17,4%	7.457	16,1%	1.970	12,7%
Finanzergebnis	-2.473	-3,0%	-1.859	-4,0%	-713	-4,6%
<i>Beteiligungsergebnis</i>	-224	-0,3%	131	0,3%	2	0,0%
<i>Erträge aus Wertpapieren, Zinsen</i>	601	0,7%	1.699	3,7%	374	2,4%
<i>Zinsen und ähnliche Aufwendungen</i>	-2.850	-3,5%	-3.689	-8,0%	-1.089	-7,0%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2.976	-3,6%	-1.858	-4,0%	-433	-2,8%
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	8.817	10,8%	3.740	8,1%	824	5,3%
Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten	-172	-0,2%	91	0,2%	0	0,0%
Konzernüberschuss	8.645	10,6%	3.831	8,3%	824	5,3%
Minderheitsanteil	-249	-0,3%	-260	-0,6%	-56	-0,4%
Anteil der Gesellschafter	8.396	10,3%	3.571	7,7%	768	4,9%
Fortgeführtes Ergebnis + Beteiligungsergebnis - Minderheitsanteil	13.793	16,9%	7.328	15,9%	1.916	12,3%

Abbildung 8: Gewinn- und Verlustrechnung 2009 E.ON, RWE und EnBW

a) Renditen

Die Energiekonzerne erwirtschaften für ihr betriebsnotwendiges Vermögen eine Rendite, die deutlich über den vom Kapitalmarkt geforderten Kapitalkosten liegt. Letztere ergeben sich in der klassischen Finanzierungstheorie aus dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), welches für die Eigenkapitalkosten einen risikolosen Basiszins sowie eine – dem Unternehmensrisiko durch einen Beta-Faktor angepasste – Marktrisikoprämie berücksichtigt. Die weighted average cost of capital (WACC) ergeben sich anschließend, indem eine Gewichtung der Finanzierungsanteile mit den relevanten Kapitalkosten vorgenommen wird, wobei bei den Fremdkapitalkosten die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen zu berücksichtigen ist (sog.

„tax shield“).² Dabei wird unterstellt, dass die Fremdkapitalkosten selbst kein Risiko tragen.³ Für die einzelnen Unternehmen ergibt sich:

	2009		2008		2007	
	WACC	ROCE	WACC	ROCE	WACC	ROCE
E.ON	9,1%	11,7%	9,1%	12,9%	9,1%	14,5%
RWE	9,0%	16,3%	8,5%	17,2%	9,0%	16,5%
EnBW	9,3%	15,1%	9,2%	17,1%	9,0%	16,2%

Abbildung 9: Gegenüberstellung WACC/ROCE 2009 E.ON, RWE und EnBW

Die hier angegebenen ROCE sind „Durchschnittswerte“ aus Konzernsicht. Innerhalb der Kapitalkosten wird für den Eigenkapitalanteil ein Beta-Faktor von 0,88 (E.ON), 0,9 (EnBW) und 0,78 (RWE) angesetzt. Damit wird zugestanden, dass das Risiko eines Energieversorgers geringer ist als das allgemeine Marktrisiko (dieses entspricht einem Beta-Faktor von 1,0⁴). Bei einem Beta-Faktor von „kleiner als 1“ steigt und fällt eine Aktie schwächer als der allgemeine Markt, der in Deutschland z.B. durch den DAX abgebildet wird.

Wenn nun aber ein geringeres Risiko als das Marktrisiko im Zinssatz abgebildet ist, stellt sich umso mehr die Frage, wodurch hier Renditen erwirtschaftet werden, die weit über dem allgemeinen Marktniveau liegen.

Wird das tatsächliche Ergebnis (vor Finanzierung) dem durchschnittlich gebundenen betriebsnotwendigen Vermögen gegenübergestellt, ergibt sich die Gesamtkapitalrendite, der Return on Capital Employed (ROCE). Im Prinzip entspricht der ROCE damit der Rendite des eingesetzten Kapitals. Erwirtschaftet ein Unternehmen einen höheren ROCE als seine Kapitalkosten (WACC), hat es seinen Unternehmenswert gesteigert, also einen sogenannten economic value added geschaffen (EVA-Konzept)⁵.

Die ermittelten ROCE der drei Energiekonzerne liegen deutlich über den Kapitalkosten. Darüber hinaus fällt aus, dass sich eine eklatante Abweichung zu den ROCE und den Kapitalkosten anderer Dax-Unternehmen ergibt. So liegt der Mittelwert des ROCE bei einer Auswahl von zehn DAX-Unternehmen gerade einmal bei 8,8%. Auch ist die Spanne zwischen WACC und ROCE bei den Energiekonzernen, besonders bei RWE und EnBW, auffallend

² Vgl. zu dieser Darstellung grds. z.B.: Drukarczyk, Jochen/Schüler, Andreas: Unternehmensbewertung, 6. Aufl., München 2009, S. 118ff.

³ Das sog. „Debt Beta“ wird demzufolge mit 0 angesetzt, vgl. dazu z.B. Drukarczyk, Jochen/Schüler, Andreas: Unternehmensbewertung, 6. Aufl., München 2009, S. 228 oder Copeland, Tom u.a.: Unternehmenswert, Frankfurt 2002, S. 372.

⁴ Vgl. dazu z.B. Drukarczyk, Jochen/Schüler, Andreas: Unternehmensbewertung, 6. Aufl., München 2009, S. 56f.

⁵ Vgl. dazu z.B. Drukarczyk, Jochen/Schüler, Andreas: Unternehmensbewertung, 6. Aufl., München 2009, S. 437 ff.

groß im Vergleich zu anderen DAX-Unternehmen. Linde AG weist im Vergleich zu den übrigen betrachteten DAX-Unternehmen mit einem ROCE von 10,4% und einem WACC von 8,3% noch eine vergleichsweise hohe Spanne auf – kann allerdings noch lange nicht solche Wertzuwächse wie RWE und EnBW generieren. Hier stellt sich die Frage, ob eine derartig hohe Spanne nur mit einem annähernd „risikolosen“ Geschäftsmodell erreicht werden kann.

Vergleicht man die ROCE aus Abbildung 9 untereinander, so weist E.ON die geringste Rentabilität auf. Dies kann daran liegen, dass ein „relativ“ geringes Ergebnis vorliegt oder eine „relativ“ zu hohe Kapitalbindung, was anhand des Vergleichs des gebundenen Vermögens überprüft werden kann:

	E.ON 2008		E.ON 2009		RWE 2008		RWE 2009		EnBW 2008		EnBW 2009	
	MioEUR	%	MioEUR	%	MioEUR	%	MioEUR	%	MioEUR	%	MioEUR	%
Eigenkapital	38.444	25%	43.955	29%	13.140	14%	13.717	15%	5.592	17%	6.408	18%
Summe Passiva	156.824	100%	152.636	100%	93.430	100%	93.438	100%	32.759	100%	34.698	100%
Capital Employed (Durchschnitt)	76.367		82.459		39.809		43.597		12.259		13.958	
Veränderung 2009 zu 2008			6.092				3.788				1.699	
Anteil des CE an der Bilanzsumme	49%		54%		43%		47%		37%		40%	
Anteil des CE am Eigenkapital	199%		188%		303%		318%		219%		218%	
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	1.749		8.817		3.443		3.740		908		824	
Adjusted EBIT	9.878		9.646		6.847		7.101		2.096		2.108	
ROCE	12,9%		11,7%		17,2%		16,3%		17,1%		15,1%	

Abbildung 10: Gegenüberstellung gebundenes Vermögen E.ON, RWE und EnBW

Tatsächlich hat E.ON das höchste gebundene Vermögen – auch im Verhältnis zur Bilanzsumme –, so dass man daraus ableiten kann, dass hier zwar ein absolut hoher Gewinn erzielt wird, aber mit einem hohen gebundenen Vermögen – die anderen Unternehmen erwirtschaften ihren Ergebnisbeitrag „schlanker“ – der Kapitaleinsatz ist so optimiert, dass er bei RWE und EnBW ein relativ höheres Ergebnis erzielt.

Dass die Ausgangsgröße des ROCE, der „adjusted EBIT“, nicht mit dem Konzernergebnis übereinstimmt, liegt an diversen Modifikationen, so werden z.B. bei RWE Zinserträge aus Leasingforderungen hinzugerechnet, bei E.ON wurden im Vorjahr Verluste in Höhe von MEUR 6.260 aus dem nicht-operativen Bereich korrigiert, im Wesentlichen aus der Marktbeurteilung von Derivaten (vgl. dazu auch Abbildung 2).

In der „Stromwatch 2“-Studie haben wir bereits darauf hingewiesen, dass Fragen wie „Welche Marge erzielt Konzern x im Vertrieb mit Strom/Gas?“ – „Was verdient Konzern y an der Stromerzeugung in Deutschland“ sich i.d.R. nicht aus den externen Jahresabschlussunterlagen beantworten lassen. Zwar sind alle Gesellschaften verpflichtet, eine sogenannte „Segmentberichterstattung“ zu veröffentlichen, aber die gewählten Segmente entsprechen teilweise nicht politischen Regionen oder sind untereinander nicht vergleichbar.

Lediglich RWE zeigt einen Stromabsatz und ein Segmentergebnis „Deutschland“, das wir in Abbildung 11 abgebildet haben:

RWE	2009		
	Deutschland	Ausland	Gesamt
Stromaufkommen [Mrd. kWh]	179,9	120,1	300,0
Stromabsatz [Mrd. kWh]	198,8	84,0	282,8
Gasabsatz [Mrd. kWh]	125,7	206,3	332,0
Umsatz [MEUR]	19.386,0	28.355,0	47.741,0
	41%	59%	100%
Strom	13.600,0	17.625,0	31.225,0
Direkte Stromsteuer	n/a	n/a	1.041,0
Gas	4.052,0	8.391,0	12.443,0
Öl	n/a	n/a	1.024,0
Erneuerbare Energien	n/a	n/a	245,0
Betriebliches Ergebnis [MEUR]	4.780,0	2.310,0	7.090,0
	67%	33%	100%
aus Stromerzeugung	3.428,0	n/a	n/a
aus Vertrieb/ Verteilnetze	1.352,0	n/a	n/a

Abbildung 11: Segmentergebnis RWE 2009

Dadurch weist RWE bei der Stromerzeugung einen Segment-ROCE von sage und schreibe **26,6 %** auf. Dies ist damit der mit Abstand rentabelste Bereich im gesamten Unternehmensportfolio, und es ist zu vermuten, dass auch bei den beiden anderen Konzernen die Stromerzeugung in Deutschland die eigentliche Cash Cow ist.

Wenn man davon ausgeht, dass ein ROCE von maximal 9% im Einklang mit den übrigen DAX-Unternehmen angemessen und in wettbewerblichen Märkten auch nicht mehr erreichbar wäre, ist der Gewinn allein in diesem Segment um 2,3 Mrd. EUR zu hoch, d.h. RWE verdient hier pro abgesetzter Kilowattstunde 1,1 cent zu viel (vgl. Abbildung 12).

	RWE 2009 MEUR
Gebundenes Kapital RWE im Bereich "Erzeugung"	12.923
Segment-ROCE	26,60%
Wertbeitrag	3.438
Durchschnitts-ROCE DAX	9%
Rendite "Erzeugung" bei Durchschnitts-ROCE	1.163
⇒ Mehrertrag	2.274
bezogen auf erzeugte Menge Strom in TWh	198,80
= Ersparnis in cent/kWh	1,14

Abbildung 12: Mehrertrag RWE durch hohen Segment-ROCE⁶

Zieht man zudem die Anteilseignerstruktur bei der Betrachtung des betrieblichen Ergebnisses des RWE mit in Betracht, lässt sich festhalten

- 67% des betrieblichen Konzernergebnisses werden in Deutschland erwirtschaftet;
- nur 36% der Aktien können der Region Deutschland zugerechnet werden.

Damit fließt ein Großteil der mit einer extrem hohen Rendite in Deutschland erwirtschafteten Gewinne bei der Stromerzeugung ins Ausland.

Fazit

Die Gesamtkapitalrenditen (ROCE) der drei Energiekonzerne liegen deutlich über denen der meisten anderen DAX-Unternehmen – bei deutlich geringeren Risiken. Insbesondere der Bereich der Stromerzeugung in Deutschland ist das mit Abstand renditeträchtigste Marktsegment. Das liegt zum einen an der Vielzahl bereits abgeschriebener Großkraftwerke, die seit der Einführung der Strombörse mit ihrer grenzkostenbasierten Preisbildung seit mindestens 10 Jahren in einem dadurch abgesicherten goldenen Ende fahren, zum anderen an der nach wie vor extrem niedrigen Wettbewerbsintensität im deutschen Stromerzeugungsektor.

Allein RWE als dominierender Stromerzeuger in Deutschland verdient hier pro abgesetzter Kilowattstunde mehr als 1 cent zu viel, wenn man eine für DAX-Unternehmen übliche Rendite zugrunde legt.

b) E.ON-Besonderheit

Der gesamte Jahresüberschuss der einzelnen Energiekonzerne setzt sich wie folgt zusammen:

⁶ Vgl. zum Segment ROCE und dem gebundenem Kapital Geschäftsbericht RWE 2009, S. 70.

	E.ON 2008 MEUR		RWE 2008 MEUR		EnBW 2008 MEUR	
	IST	%	IST	%	Plan	%
Ergebniszusammensetzung						
Konzernüberschuss	1.621	93%	2.876	84%	908	100%
Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten	128	7%	567	16%	0	0%
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	1.749	100%	3.443	100%	908	100%
Zusammensetzung:						
davon at-equity	912	52%	372	11%	143	16%
davon aus Derivaten	-3.009	-172%	134	4%	99	11%
davon aus Währungskursdifferenzen	692	40%	0	0%	21	2%
davon aus dem Abgang von Beteiligungen/Wertpapieren	1.045	60%	37	1%	0	0%
davon Übrige (als operativ unterstellt)	5.294	303%	5.716	166%	1.348	148%
Summe (= Operatives Ergebnis lt. Konzern-GuV)	4.934	282%	6.259	182%	1.611	177%
Finanzergebnis	-2.351	-134%	-1.393	-40%	-365	-40%
Steuern	-834	-48%	-1.423	-41%	-338	-37%
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	1.749	100%	3.443	100%	908	100%

Abbildung 13: Zusammensetzung des Ergebnisses 2008 E.ON, RWE und EnBW

	E.ON 2009 MEUR		RWE 2009 MEUR		EnBW 2009 MEUR	
	IST	%	IST	%	IST	%
Ergebniszusammensetzung						
Konzernüberschuss	8.645	98%	3.831	102%	824	100%
Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten	172	2%	-91	-2%	0	0%
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	8.817	100%	3.740	100%	824	100%
Zusammensetzung:						
davon at-equity	941	11%	131	4%	81	10%
davon aus Derivaten	1.772	20%	0	0%	100	12%
davon aus Währungskursdifferenzen	-246	-3%	0	0%	12	1%
davon aus dem Abgang von Beteiligungen/Wertpapieren	5.034	57%	22	1%	0	0%
davon Übrige (als operativ unterstellt)	6.765	77%	7.304	195%	1.777	216%
Summe (= Operatives Ergebnis lt. Konzern-GuV)	14.266	162%	7.457	199%	1.970	239%
Finanzergebnis	-2.473	-28%	-1.859	-50%	-713	-87%
Steuern	-2.976	-34%	-1.858	-50%	-433	-53%
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	8.817	100%	3.740	100%	824	100%

Abbildung 14: Zusammensetzung des Ergebnisses 2009 E.ON, RWE und EnBW

Während sowohl bei RWE also auch bei EnBW das „Übrige (als operativ unterstellte)“ Einkommen in etwa dem Konzernergebnis entspricht, fällt E.ON völlig aus der Reihe: In 2008 wird das operative Ergebnis durch einen Verlust aus Derivaten in Höhe von rd. 3 Mrd. EUR verhagelt, in 2009 wird das Konzernergebnis durch einen Veräußerungsgewinn von rd. 5 Mrd. EUR geprägt.

	Anteil an der Veränderung in %	
Ergebnisveränderung E.ON 2009 zu 2008		
Ergebnis E.ON aus fortgeführten Aktivitäten 2008	1.749	
Ergebnis E.ON aus fortgeführten Aktivitäten 2009	8.817	
	<u>7.068</u>	<u>404%</u>
Veränderungen:		
Summe (= Operatives Ergebnis lt. Konzern-GuV)	7.024	99%
davon Übrige (als operativ unterstellt)	44	1%
<u>Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten</u>	<u>7.068</u>	<u>100%</u>
Zusammensetzung:		
davon at-equity	29	0%
davon aus Derivaten	4.781	68%
davon aus Währungskursdifferenzen	-938	-13%
davon aus dem Abgang von Beteiligungen/Wertpapieren	3.989	56%
<u>davon Übrige (als operativ unterstellt)</u>	<u>1.471</u>	<u>21%</u>
<u>Summe (= Operatives Ergebnis lt. Konzern-GuV)</u>	<u>9.332</u>	<u>132%</u>
Finanzergebnis	-122	-2%
Steuern	-2.142	-30%
<u>Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten</u>	<u>7.068</u>	<u>100%</u>

Abbildung 15: Relative Veränderung des Ergebnisses E.ON 2009 zu 2008

Wie aus der obigen Abbildung ersichtlich, ist die Ergebnisverbesserung von E.ON in 2009 zu 68 % auf Geschäfte mit Derivaten zurückzuführen.

Erklären lässt sich das massive Geschäft im Derivatehandel durch außerordentlich hohe Stromhandelsgeschäfte. Die konzern-eigene Abteilung Energytrading bewegte 2009 ein Han-

delsvolumen im Bereich Strom von 1.230 Mrd. kWh⁷ und weist einen Außenumsatz auf, der rd. 18 % des Konzernumsatzes entspricht.⁸

Aus diesen Zahlen lässt sich folgern, dass E.ON mittlerweile wohl mehr durch „Zocken“ verdient als durch sein ursprüngliches Kerngeschäft. Dabei darf allerdings nicht übersehen werden, dass diese Rechnung in „beide Richtungen“ gehen kann: So haben die Anteilseigner von E.ON im Jahr 2008 in Höhe von MEUR 3.009 darunter gelitten, dass sich E.ON wohl „verzockt“ hatte (vgl. Abbildung 13).

Die Entwicklung von E.ON erscheint aus mehreren Gründen als bedenklich:

- Durch seine schiere Größe ist E.ON sowohl auf dem deutschen als auch dem europäischen Strommarkt in der Lage, alle Möglichkeiten der Preisbeeinflussung, die sich auf unvollkommenen Märkten ergeben können, zu nutzen. Dies hat der Konzern bereits in den Jahren 2004 und 2005 getan, um die Preise auf dem deutschen Großhandelsmarkt durch gezieltes Abschalten von Kraftwerken zu manipulieren. Im Jahr 2006 hat die Europäische Wettbewerbskommission bei einer Durchsuchung entsprechendes belastendes Material bei E.ON gefunden⁹, und das fällige Kartellverfahren konnte E.ON nur dadurch abwehren, dass man bereit war, sowohl das deutsche Stromübertragungsnetz als auch rund 5.000 MW Stromkapazitäten in Deutschland abzugeben.
- Das amerikanische Unternehmen ENRON hatte in den 90er Jahren die Liberalisierung des amerikanischen Stromsektors genutzt, um massive Verluste im operativen Geschäft durch Gewinne im Energiehandel mit gezielten Manipulationen auszugleichen. Diese hochkriminellen Machenschaften endeten 2001 mit dem größten und spektakulärsten Firmenzusammenbruch in der Geschichte der US-Wirtschaft.
- Mögliche Risiken, die sich durch ein massives „Verzocken“ von E.ON für die Strom- und Gasversorgung in Deutschland ergeben könnten, sind derzeit zwar nicht abschätzbar, aber sicherlich nicht zu vernachlässigen. Zumindest würde es die Vorsicht gebieten, hier aus dem Beispiel ENRON zu lernen und rechtzeitig die bestehenden Risiken aufzudecken und Konsequenzen daraus zu ziehen.

Insgesamt sollte die weitere Entwicklung bei E.ON sehr sorgfältig beobachtet werden.

⁷ Vgl. E.ON Finanzbericht 2009, S. 15. Dies entspricht weit mehr als dem Doppelten des bundesweiten Stromverbrauchs.

⁸ Vgl. E.ON Finanzbericht 2009, S. 141.

⁹ Vgl. Chauve et.al. 2009

2. Finanzierungsanalyse / Rückstellungen

Grundsätzlich hat ein Unternehmen verschiedene Möglichkeiten, sein betriebsnotwendiges Vermögen zu finanzieren. Klassischerweise wird z.B. langfristiges Vermögen durch langfristiges Kapital finanziert (goldene Bilanzregel¹⁰). In der vorliegenden Untersuchung wollen wir einen Sonderfall, nämlich die Fremdfinanzierung aus Rückstellungen,¹¹ herausgreifen, um evtl. Sondereffekte bei Energieversorgungsunternehmen herauszustellen.

Der Anteil der Rückstellungen an der Gesamtfinanzierung ist bei den Energiekonzernen aus der folgenden Darstellung ablesbar:

	EON			RWE			EnBW			
	2009 MioEUR		Anteil in 2008	2009 MioEUR		Anteil in 2008	2009 MioEUR		Anteil in 2008	
	IST	%	%	IST	%	%	IST	%	%	
Aktiva										
Langfristige Vermögenswerte	113.068	74%	69%	56.563	61%	45%	24.125	70%	64%	
Kurzfristige Vermögenswerte	39.568	26%	31%	36.875	39%	55%	10.574	30%	36%	
Summe Aktiva	152.636	100%	100%	93.438	100%	100%	34.698	100%	100%	
Passiva										
Eigenkapital	43.955	29%	25%	13.717	15%	14%	6.408	18%	17%	
Langfristige Schulden	70.828	46%	42%	45.633	49%	39%	19.807	57%	55%	
davon Finanzverbindlichkeiten	30.657	20%	16%	17.019	18%	12%	6.737	19%	15%	
davon aus Rückstellungen	21.692	14%	15%	22.315	24%	23%	9.400	27%	28%	
davon Übrige	18.479	12%	12%	6.299	7%	5%	3.670	11%	11%	
Kurzfristige Schulden	37.853	25%	33%	34.088	36%	47%	8.484	24%	28%	
davon Finanzverbindlichkeiten	7.120	5%	10%	3.127	3%	2%	447	1%	1%	
davon aus Rückstellungen	4.715	3%	3%	5.829	6%	6%	1.006	3%	3%	
davon Übrige	26.018	17%	20%	25.132	27%	38%	7.030	20%	24%	
Summe Passiva	152.636	100%	100%	93.438	100%	100%	34.698	100%	100%	

Abbildung 16: Kurzbilanz 2009 E.ON, RWE und EnBW

Bei RWE und EnBW besteht die Passivseite der Bilanz zu rund einem Drittel aus Rückstellungen, also Geld, mit dem das Unternehmen arbeiten kann, obwohl es rechtlich für einen Dritten vorgesehen ist. Andere große Unternehmen in Deutschland haben einen deutlich geringeren Anteil an Rückstellungen in ihrer Bilanz. So machen die Rückstellungen z.B. bei Daimler 2009 nur rd. 14 % der Bilanzsumme aus, bei Lufthansa sind es 17 % und bei BMW 8 %. Die relative Höhe der Rückstellungen bei Energieversorgungsunternehmen lässt vermuten, dass hier ein Finanzierungsvorteil besteht.

¹⁰ Vgl. dazu z.B. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz: Externes Rechnungswesen, 5. Aufl., München 2009, S. 329.

¹¹ Vgl. dazu allgemein z.B. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz: Finanzierung, 2. Aufl., München 2009, S. 375 ff.

Eine Besonderheit bei Energiekonzernen, die Atomkraftwerke betreiben, sind die Rückstellungen für Entsorgungsverpflichtungen. Diese machen hier einen erheblichen Anteil an den Gesamtrückstellungen aus, wie aus der folgenden Darstellung ersichtlich wird:

	EON 2009		RWE 2009		EnBW 2009	
	MEUR	Anteil	MEUR	Anteil	MEUR	Anteil
	IST		IST		IST	
Nicht vertragliche Entsorgungsverpflichtungen im Kernenergiebereich	9.107	34%	7.557	27%	3.879	37%
Vertragliche Entsorgungsverpflichtungen im Kernenergiebereich	4.377	17%	1.934	7%	1.302	13%
Übrige Rückstellungen	12.923	48%	18.653	66%	5.226	50%
Gesamt-Rückstellungen	26.407	100%	28.144	100%	10.406	100%

Abbildung 17: Zusammensetzung Rückstellungen 2009 E.ON, RWE und EnBW

Unter den übrigen Rückstellungen haben wir alle Rückstellungen zusammengefasst, die nicht direkt den Entsorgungsverpflichtungen im Kernenergiebereich zugeordnet werden können. Mit Entsorgungsverpflichtungen sind sämtliche vertraglichen nuklearen Verpflichtungen für die Entsorgung von abgebrannten Brennelementen und schwach radioaktiven Betriebsabfällen, die Stilllegung und den Rückbau der nuklearen Kraftwerksanlageanteile gemeint.

Die Rückstellungsbestandteile für **noch nicht vertraglich konkretisierte** nukleare Verpflichtungen umfassen im Rahmen der Brennelemententsorgung die langfristig zu erwartenden Kosten der direkten Endlagerung von Brennelementen, des in Deutschland derzeit einzig möglichen Entsorgungspfads, ferner die Kosten der Entsorgung von radioaktiven Abfällen aus der Wiederaufarbeitung, im Wesentlichen für die durchzuführenden Transporte von zentralen und standortnahen Zwischenlagern zur Konditionierungsanlage bzw. zum Endlager, sowie die Kosten der endlagergerechten Konditionierung und der Behälter. Die Schätzungen basieren überwiegend auf Konzepten interner und externer Experten.

Die Rückstellung für **vertraglich konkretisierte** nukleare Verpflichtungen betrifft sämtliche nukleare Verpflichtungen für die Entsorgung von Brennelementen und radioaktiven Abfällen sowie für die Stilllegung von Atomkraftwerken, deren Bewertung durch zivilrechtliche Verträge konkretisiert ist. Sie beinhaltet die zu erwartenden restlichen Kosten der Wiederaufarbeitung, der Rücknahme (Transport, Behälter) und Zwischenlagerung der daraus resultierenden radioaktiven Abfälle sowie die Mehrkosten der Verwertung von Uran und Plutonium aus der Wiederaufarbeitung. Die Kosten beruhen u.a. auf bestehenden Verträgen mit ausländischen Wiederaufarbeitungsunternehmen. Daneben sind hier die Kosten der Transporte und der Zwischenlagerung von abgebrannten Brennelementen im Rahmen der direkten Endlagerung berücksichtigt.¹²

¹² Vgl. Geschäftsbericht RWE 2009, S. 183.

Rückstellungen werden gebildet, in dem ein nicht-auszahlungswirksamer Aufwand das Jahresergebnis verringert, die liquiden Mittel folglich nicht verändert werden. Somit steht der entsprechende Betrag dem Unternehmen für die Anlage in rentierliches betriebsnotwendiges Vermögen zur Verfügung. Darüber hinaus ist die Rückstellungsbildung eine steuermindernde Betriebsausgabe, so dass sich noch ein Steuerstundungseffekt ergibt.

Exkurs: Rückstellungen und Verschuldung

In diesem Zusammenhang ist auch eine Pressemitteilung der Financial Times Deutschland zu relativieren, wonach die Verschuldung der europäischen Energiekonzerne höher sei als die aller Industrieunternehmen.¹³ Zwar ergibt sich eine rechnerische Verschuldung (Fremdkapital geteilt durch Eigenkapital), die auf dem Niveau anderer großer deutscher Industrieunternehmen liegt (Daimler Benz 305 %, Lufthansa 325 %, BMW 412 %), berücksichtigt man aber die Tatsache, dass Rückstellungen nicht zu den Finanzverbindlichkeiten zählen und berechnet man dann eine „Finanzverschuldung“, so sieht die Lage bei den Energieversorgern deutlich besser aus (vgl. Abbildung 18). Während die Finanzverschuldung ca. 25-35 % des allgemeinen Verschuldungsgrades ausmacht, ist dieses Verhältnis bei den anderen genannten Unternehmen mit 60-75 % deutlich schlechter – dort besteht die Verschuldung überwiegend aus Finanzschulden, während der Verschuldungsgrad der Energieversorger durch nicht exakt bestimmbare Rückstellungen u.U. verfälscht ist. Zwar haben Atomkraftwerksbetreiber eine vergleichsweise hohe Zukunftslast zu tragen, aber die deswegen steuermindernd gebildeten Rückstellungen presserwirksam als „Verschuldung“ zu bezeichnen, ist irreführend.

	EON 2009 MioEUR	RWE 2009 MioEUR	EnBW 2009 MioEUR
	IST	IST	IST
allgemeine Verschuldung:	247,3%	581,2%	441,5%
Finanzverschuldung:	85,9%	146,9%	112,1%
Anteil Finanzschulden an Verschuldung	34,8%	25,3%	25,4%
Anschaffungskosten Technische Anlagen	94.494	58.519	12.488
Buchwert Technische Anlagen	40.859	18.257	2.489
"Restwert" Technische Anlagen	43,2%	31,2%	19,9%

Abbildung 18: Verschuldungsgrad und stille Reserven bei E.ON, RWE und EnBW

Ende Exkurs

¹³ Vgl. Stromkonzerne beklagen Geldmangel, in: FTD vom 14.9.2010.

Bei der Bildung der Rückstellungen ist grundsätzlich zu beachten, dass eine Rückstellung nach IAS 37.45 abzuzinsen und mit dem Barwert anzusetzen ist, wenn der aus der Diskontierung resultierende Zinseffekt wesentlich ist.¹⁴ Als Abzinsungssatz ist ein Zinssatz vor Steuern heranzuziehen, der die aktuellen Markteinschätzungen im Hinblick auf die Fristigkeit und die für die Schuld spezifischen Risiken widerspiegelt. Alternativ kann der marktübliche Zinssatz für Kredite vergleichbarer Laufzeit (unabhängig von dem Bonitätsrisiko des Unternehmens) oder der Zinssatz für risikolose Staatsanleihen mit fristgerechter Laufzeit in Betracht gezogen werden.¹⁵

Zum Stichtag 31.12.2009 ergibt sich für die unterschiedlichen Laufzeiten folgende Zinskurve gemäß Bundesbank (hierbei handelt es sich um den lt. deutschen Bilanzrechtsvorschriften zu verwendenden Durchschnittszinssatz der letzten sieben Jahre, vgl. § 253 Abs. 2 HGB):

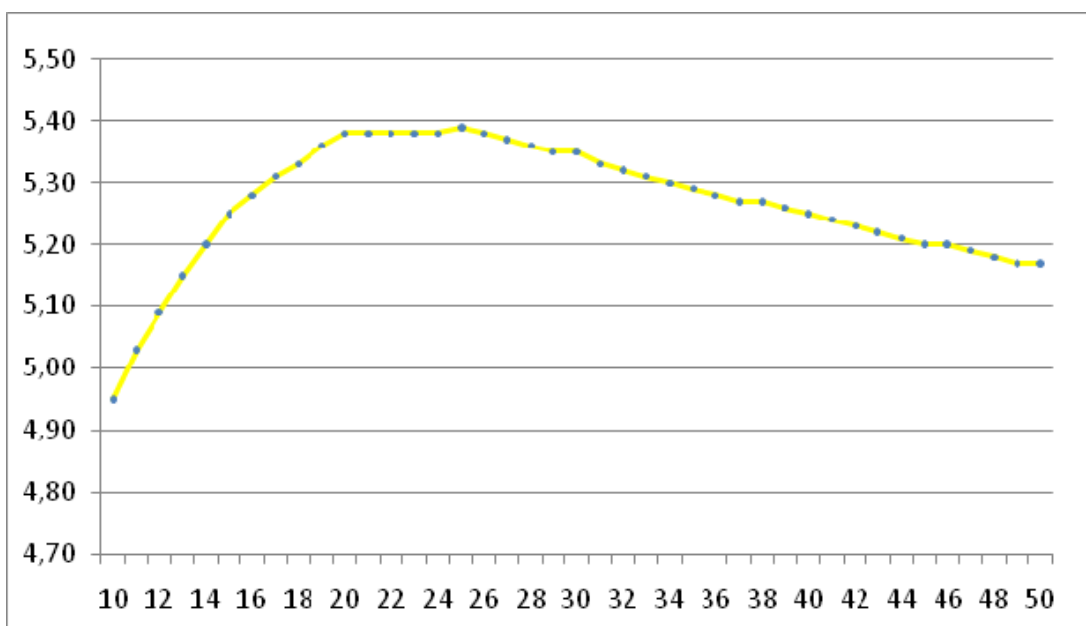


Abbildung 19: Abzinsungssätze der Deutschen Bundesbank in Abhängigkeit von der Restlaufzeit der Rückstellung¹⁶

Will man nun einen Finanzierungsvorteil der Energiekonzerne durch Rückstellungen für Versorgungsverpflichtungen ermitteln, muss man sich anschauen, inwieweit auf der einen Seite durch Rückstellungsbildung Geldmittel im Unternehmen gebunden werden (und auch zu welchem bilanziellen Abzinsungssatz) und welche Rendite auf der anderen Seite mit den einbehaltenen Mitteln erzielt werden kann.

Die Abzinsung der Rückstellungen erfolgt mit einem Zinssatz, der – wie oben dargestellt – aus einer risikolosen Staatsanleihe abzuleiten ist. Konkret verwenden die drei Energiekonzerne zur Abzinsung ihrer Entsorgungsverpflichtungen gemäß Angabe im Anhang der Ge-

¹⁴ Vgl. Beck'sches IFRS-Handbuch, 3. Aufl., München 2009, § 13, Rz. 74.

¹⁵ Vgl. Beck'sches IFRS-Handbuch, 3. Aufl., München 2009, § 13, Rz. 75ff.

¹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank „Zeitreihen“.

schäftsberichte Zinssätze zwischen 5 % und 5,5 %, was gemäß der o.g. Darstellung im Rahmen liegt.

Rückstellungen werden grds. mit dem Betrag der „bestmöglichen Schätzung“ angesetzt (IAS 37.36). Da aber niemand wirklich weiß, wieviel Geld in x Jahren nötig sein wird, um die Entsorgungsverpflichtungen im Kernenergiebereich tatsächlich zu erfüllen (auch der testierende Wirtschaftsprüfer wird sich auf ein Gutachten verlassen), ist die Höhe der Rückstellung nicht eindeutig determiniert.¹⁷ So ist es Praxis, dass die Rückstellungen teilweise aufgrund von „Schätzungsänderungen“¹⁸ angepasst werden, die 6-7 % der Gesamthöhe ausmachen, also im dreistelligen Millionenbereich liegen. Hier besteht also durchaus die Möglichkeit, im Rahmen der Bilanzpolitik einen Teil des Gewinnes zu „verstecken“.

Nimmt man einmal an, die Rückstellungen für Entsorgungsverpflichtungen bei RWE sei in einer Bandbreite von 10 % „unsicher“, so ergibt sich ein Finanzierungsspielraum von bis zu 1 Mrd. EUR, welcher durch rentable Anlage im Unternehmen – bei einem aktuellen ROCE von 16,3 % – zu einem zusätzlichen Ertragspotential von rund 150 Mio. EUR p.a. vor Steuern führt.¹⁹

Fazit

Die drei Energiekonzerne weisen in ihren Geschäftsberichten aktuell Rückstellungen für Entsorgungsverpflichtungen im Zusammenhang mit der Atomenergie von rund 28 Mrd. EUR auf. Auf Grund von Bewertungsspielräumen bei den nicht vertraglichen Entsorgungsverpflichtungen ergeben sich sowohl Möglichkeiten, Gewinne in einer signifikanten Größenordnung zu verstecken, als auch erheblichen Finanzierungsspielräume und damit Ertragspotenziale, die anderen Energieunternehmen nicht zur Verfügung stehen und daher zu ungerechtfertigten Wettbewerbsnachteilen bei diesen führen. Über die Größenordnung dieser Finanzierungsvorteile für die Energiekonzerne kann nur spekuliert werden, da niemand weiß, welche Beträge für die Entsorgung tatsächlich einmal benötigt werden bzw. von den Energiekonzernen bereit gestellt werden müssen.

3. Laufzeitverlängerung und Rückstellungen

Ein Unternehmen muss in Deutschland verschiedene Bilanzen aufstellen: Für die Bemessung des ausschüttbaren Ergebnisses ist die **Handelsbilanz** zu erstellen, für die das deut-

¹⁷ Dass die Entwicklung und die Höhe der Rückstellungen für Stilllegung und Rückbau kaum abschätzbar sind, wird auch in der Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Sylvia Kotting-Uhl, Bärbel Höhn u.a. festgestellt, vgl. BT-Drs. 17/1866 v. 27.5.2010.

¹⁸ Vgl. hierzu z.B. Geschäftsbericht E.ON 2009, S. 115, Geschäftsbericht E.ON 2007, S. 177.

¹⁹ Auch Matthes geht – mit einem anderen Focus – in seiner Studie davon aus, dass die Energiekonzerne durch die Laufzeitverlängerung eine Zusatzrendite aus der Mittelanlage der Rückstellungen über eine längere Laufzeit erzielen können, vgl. Öko-Institut: Auswertungsaktualisierung des am 5. September 2010 ausgehandelten Modells für die Laufzeitverlängerung der deutschen Kernkraftwerke vom 9. September 2010, S. 10.

sche Handelsgesetzbuch (HGB) gilt. Danach sind z.B. Rückstellungen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr gemäß § 253 Abs. 2 HGB abzuzinsen. Für die **steuerliche** Bemessungsgrundlage ist nach § 5 Abs. 1 EStG grundsätzlich der handelsrechtliche Abschluss „maßgeblich“, allerdings sind Bilanzierungs- und Bewertungsvorbehalte einzuhalten. So sind z.B. nach § 6 Abs. 1 Nr. 3a Buchstabe d) Satz 3 EStG Rückstellungen für die Verpflichtung, ein Atomkraftwerk stillzulegen, über 25 Jahre anzusammeln. Der **Konzernjahresabschluss**, den die Energiekonzerne veröffentlichen, ist nach internationaler Rechnungslegung (IFRS) aufgestellt und erfüllt eine reine Informationsfunktion. Darüber hinaus ist er als „Konzern“-abschluss um innerkonzernliche Geschäftsbeziehungen zu bereinigen. Dies vorausgeschickt, lässt sich folgende Überlegung für den veröffentlichten IFRS-Abschluss anstellen:

Durch die von der Regierung beschlossene Laufzeitverlängerung muss der Betrag für die bereits dargestellten Entsorgungsverpflichtungen erst „später“ zur Verfügung stehen. Hieraus ergibt sich unseres Erachtens ein Effekt auf die aktuelle Höhe der Rückstellungen, da diese durch Aufzinsung bis zur „Fälligkeit“ noch anwachsen. Nimmt man einmal an, die aktuelle Rückstellungshöhe sei so geschätzt, dass bei einer weiteren geplanten Aufzinsung mit dem geplanten Zinssatz von rd. 5 % im Falle des Eintretens der Entsorgungsverpflichtung (in unserem Beispiel im Jahr 2025) der notwendige Betrag erreicht ist. Wenn dieser Betrag „richtig geschätzt“ ist, wäre er bei einer Laufzeitverlängerung um z.B. 12 Jahre erst im Jahre 2037 fällig – würde sich aber der Höhe nach nicht ändern. Es stellt sich nun die Frage, wie hoch eine Rückstellung heute sein müsste, damit sie – bei einem Aufzinsungssatz von rd. 5 % – bis zum Jahr 2037 auf den benötigten Betrag anwächst. Dazu haben wir die Zielgröße wieder abgezinst und den korrigierten Barwert den aktuellen Rückstellungsbeträgen gegenübergestellt. Hierbei ergibt sich ein Betrag von insgesamt rund **13 Mrd. EUR** (davon **6,1 Mrd. EUR allein für E.ON**), um den die Rückstellung zum Stichtag 31.12.2009 theoretisch aufgelöst werden könnte (vgl. Abbildung 20). Ein entsprechendes Ergebnis wäre nach IFRS vom Buchwert der Technischen Anlagen abzuziehen (vgl. dazu auch das Beispiel in den International Financial Reporting Interpretations Committee/IFRIC 1, IE 1 zur Entsorgungsproblematik). Nimmt man realistischerweise an, dass der Buchwert der Atomkraftwerke innerhalb der Technischen Anlagen bereits Null ist und dass die Energiekonzerne das Cost Model benutzen (nach IFRIC 1, Tz 5), so wäre die Minderung der Rückstellung erfolgswirksam zu berücksichtigen. Inwieweit dies dann zu einem **ausschüttbaren oder steuerpflichtigen** Ergebnis führt, soll hier gemäß der einleitenden Erläuterungen nicht unterstellt werden. In jedem Fall erhöht es die Rendite des eingesetzten Kapitals nach IFRS.

	EON 2009 MEUR IST	RWE 2009 MEUR IST	EnBW 2009 MEUR IST
Zinssatz gemäß Anhangangabe	5,20%	5,00%	5,50%
Rückstellung für Entsorgungsverpflichtungen im Kernenergiebereich zum 31.12.2009	13.484	9.491	5.181
rechnerische Verpflichtung im Jahre 2025	28.844	19.731	11.565
rechnerische Verpflichtung im Jahre 2037	28.844	19.731	11.565
Barwert der Rückstellung zum 31.12.2009 bei Laufzeitverlängerung um 12 Jahre	7.339	5.285	2.725
Möglicher Gewinn aus Rückstellungsauflösung	-6.145	-4.206	-2.456

Abbildung 20: Rechnerische Veränderung der Rückstellung für Entsorgungsverpflichtungen bei Laufzeitverlängerung

Rechnerisch könnten durch die Auflösung dieser Rückstellungen über die Dauer der Laufzeitverlängerung die Strompreise in Deutschland bei einem Gesamtverbrauch von rund 520 TWh um rund **0,2 ct/kWh** gesenkt werden, sofern der IFRS-Abschluss Maßgabe der Kostenrechnung wäre.

Gleichzeitig bleibt darauf hinzuweisen, dass die Energiekonzerne – wie oben dargelegt – mit dem eingesetzten Kapital durchschnittliche Renditen zwischen 11,7 % und 17,2 % erwirtschaften (vgl. Abbildung 9), so dass sich durch die Differenz zwischen Auf- bzw. Abzinsungssatz der Rückstellung und rentabler Anlage der freien Mittel im Unternehmen ein Finanzierungsvorteil zwischen 6,7 %-Punkten und 11,3 %-Punkten ergibt.

Dadurch kann durch Verwendung der Rückstellungen – über die Laufzeitverlängerung von zwölf Jahren – unter Zinseszinsgesichtspunkten eine Wertsteigerung von ca. **50 Mrd. EUR** erzielt werden, die sich allerdings auch bei einer Aufnahme von entsprechendem Fremdkapital zu einem Zins von 5% erreichen ließe.

	E.ON 2009 MEUR IST	RWE 2009 MEUR IST	EnBW 2009 MEUR IST
Rückstellung für Entsorgungsverpflichtungen im Kernenergiebereich zum 31.12.2009	13.484	9.491	5.181
Roce abzüglich 5% risikoloser Zins = Überrendite	6,7%	11,3%	10,1%
jährliches Ertragspotential	903	1.072	523
Wertsteigerung bei 12 jähriger Laufzeitverlängerung inkl. Zinseszins	15.878	24.806	11.256

Abbildung 21: Mehrertrag durch rentable Anlage der Beträge aus Rückstellungen durch Laufzeitverlängerung

Insgesamt sind bei den Rückstellungen daher vor allem zwei Effekte zu beachten: Durch Laufzeitverlängerung können die Energiekonzerne den Finanzierungsvorteil aus Rückstellungen länger nutzen und gleichzeitig im IFRS-Abschluss einen Ertrag aus der teilweisen Auflösung der Rückstellung vereinnahmen.

4. Steuerliche Wirkung einer Brennelementesteuer

Im Gegenzug zur Laufzeitverlängerung wird ein Teil der Mehrgewinne der Konzerne durch eine „Brennelementesteuer“ für die öffentliche Hand vereinnahmt. Dabei soll eine Bruttobelastung für die Unternehmen von 2,3 Mrd. EUR entstehen. Netto verbleibt für den Staat entsprechend weniger, da die Brennelementesteuer eine steuermindernde Betriebsausgabe darstellt und die Gemeinden bereits angekündigt haben, dass sie einen Ausgleich für die entgangene Gewerbesteuer erwarten. Im schlechtesten Fall bleibt beim Staat ein Nettozufluss von 1,3 Mrd. EUR, wie er sich aus Abbildung 22 ergibt:

		Kompensation netto	Kompensation brutto
		Brennelementesteuer in Mrd. EUR	Brennelementesteuer in Mrd. EUR
		2,30	4,10
abzgl. Körperschaftsteuer	15,0%	-0,35	-0,62
abzgl. Solidaritätszuschlag (5,5% von der Körperschaftsteuer)	0,8%	-0,02	-0,03
abzgl. Gewerbesteuer (bei 400% Hebesatz)	14,0%	-0,32	-0,57
		<u>1,61</u>	<u>2,88</u>
Kompensation Gemeinden		-0,32	-0,57
Nettozufluss Bundeshaushalt		<u>1,29</u>	<u>2,30</u>

Abbildung 22: Brutto-/Nettoeffekte einer Brennelementesteuer

Sollte jedoch eine „Mehreinnahme des Bundes“ von **2,3 Mrd. EUR** gewollt sein (siehe Formulierung der Gesetzesbegründung) und gleichzeitig die Gemeinden eine Kompensation für die entgangene Gewerbesteuer verlangen, müsste die Bruttobelastung auf Ebene der Energiekonzerne eigentlich **4,1 Mrd. EUR** betragen. Durch einen Switch von Netto zu Brutto erfolgt demnach eine Entlastung der AKW-Betreiber um 1,8 Mrd. EUR. Es bleibt jedoch darauf hinzuweisen, dass aufgrund der Laufzeitverlängerung Mehreinnahmen auf der Ebene der Ertragsteuern entstehen werden ab dem Zeitpunkt, zu dem die Kraftwerke ursprünglich hätten stillgelegt werden müssen.

5. Gesamtwirkung der Laufzeitverlängerung

Wie in Abschnitt 1 bereits dargestellt, erzielen die Energiekonzerne in Deutschland insbesondere im Bereich der Stromerzeugung außerordentlich hohe Kapitalrenditen. Die Hauptgründe dafür liegen

- in der Nutzung einer großen Zahl bereits abgeschriebener Großkraftwerke insbesondere im Grundlastbereich (Atomkraftwerke, Braunkohlekraftwerke);
- in der Einpreisung der CO₂-Zertifikate und damit verbunden der Erzielung von exorbitanten Windfall-Profiten durch die größtenteils kostenlose Zuteilung der Zertifikate seit 2005
- in der geringen Wettbewerbsintensität bei der Stromerzeugung, verursacht durch eine große Marktmacht insbesondere der beiden Konzerne RWE und E.ON.

Durch eine Laufzeitverlängerung für die Atomkraftwerke bleiben alle drei Renditetreiber für die Energiekonzerne in Kraft und perpetuieren deren Kapitalrenditen in die Zukunft.

Insgesamt ergeben sich grob folgende signifikanten Vorteile für die drei betrachteten Energiekonzerne:

- Zusatzprofite aus Stromerlösen je nach Strompreisentwicklung nach Berechnungen des Öko-Instituts zwischen rund **52 und 84 Mrd. €** (in realen Preisen 2010) (vgl. Matthes 2010)
- Auflösungspotenzial bei den Rückstellungen für Entsorgungsverpflichtungen im Kernenergiebereich von rund **13 Mrd. Euro** (in realen Preisen 2010)
- zusätzliche Finanzierungsspielräume durch die zur Verfügung stehenden Rückstellungen.

Demgegenüber stehen folgende Abschöpfungen des Staates (vgl. Matthes 2010)

- durch die Brennelementesteuer in Höhe von **11,2 Mrd. €** (in realen Preisen 2010)
- freiwillige Zahlungen zwischen 2011 und 2016 in Höhe von rund **1,2 Mrd. €** (in realen Preisen 2010) in einen nationalen Effizienz- und Klimaschutzfonds
- Gewinnausgleich ab 2017 in Höhe von rund **11 Mrd. €** (in realen Preisen 2010)

gegenüber.

In der Summe können die drei Energiekonzerne bei unterstellten moderat steigenden Strombörsenpreisen damit rechnen, durch eine 12jährige Laufzeitverlängerung einen gesamten (Netto-)Vorteil von über 70 Mrd. € (Barwert 2010) einstreichen zu können, bei dem schon die Brennelementesteuer und die Fondseinzahlungen abgezogen sind

IV. Strukturanalyse

Die Situation bei der Stromerzeugung, wo die Marktmacht in Deutschland am intensivsten diskutiert wird, stellt sich aktuell nach der Abgabe von rund 5.000 MW Leistung von E.ON („Ringtausch“) wie folgt dar:

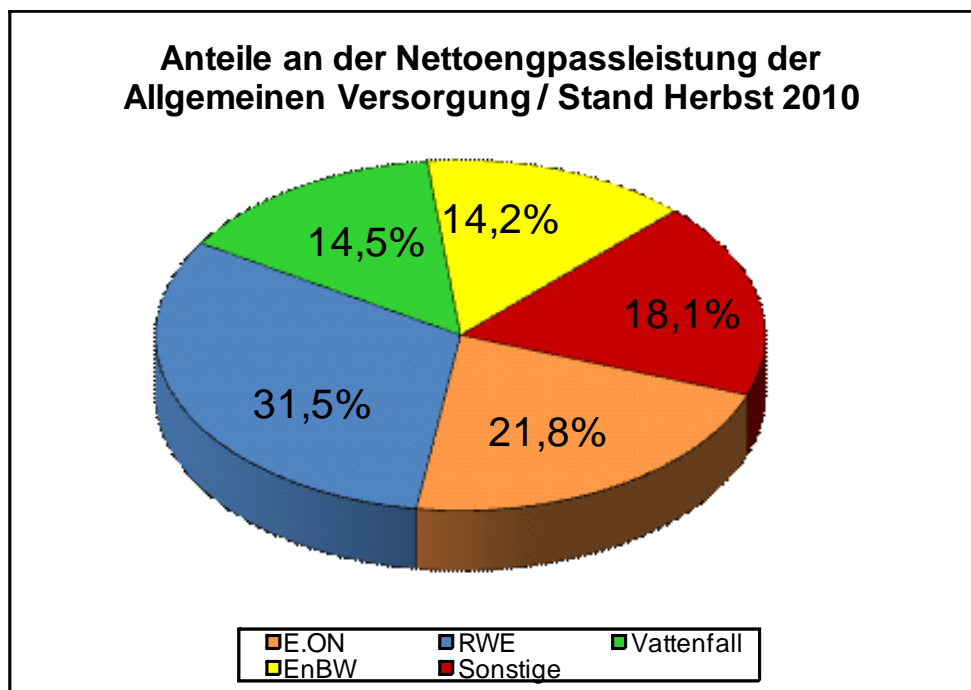


Abbildung 23: Anteil der Nettoengpassleistung der Allgemeinen Versorgung / Herbst 2010

Insgesamt verfügen demnach RWE und E.ON zusammen immer noch über mehr als 50% der gesamten Nettoengpassleistung (=Installierte Bruttoleistung minus Eigenverbrauch) der Allgemeinen Versorgung und damit über eine deutlich marktbeherrschende Stellung.

Den erheblichen Einfluss der drei großen Energiekonzerne auf die Stadtwerke zeigt die nachfolgende Beteiligungsmatrix. Trotz Verkaufs der Thüga hat E.ON immer noch 75 Beteiligungen und damit die gleiche Größenordnung wie RWE.

	Beteiligungen < 50%	Beteiligungen > 50%	Summe
RWE	73	3	76
E.ON	72	3	75
EnBW	30	2	32
Summe	175	8	183

Abbildung 24: Direkte und indirekte Konzernbeteiligungen an den Stadtwerken

Quelle: IZES Stadtwerkedatenbank, Stand: Juli 2010

Trotz einiger Fortschritte insbesondere bei E.ON durch die Abgabe von 5.000 MW Erzeugungsleistung, den Verkauf des Übertragungsnetzes und den Verkauf der Thüga und damit über 90 Stadtwerkebeteiligungen bleibt der Stromsektor in Deutschland hochkonzentriert. Insbesondere RWE mit einem Anteil von alleine einem Drittel am Kraftwerkspark der Allgemeinen Versorgung, 76 Stadtwerkebeteiligungen sowie den Besitz von Anteilen am Übertragungsnetz entfaltet eine überragende Marktmacht, die ordnungspolitisch große Kopfschmerzen bereitet und auf Dauer in einem liberalisierten Stromsektor inakzeptabel ist.

V. Zusammenfassung

In der „Stromwatch 2“-Studie hatten wir darauf hingewiesen, dass die Informationspolitik der Energiekonzerne sehr zurückhaltend ist. Zwar wird auf den ersten Blick eine Fülle von Informationen bereit gestellt, und die gesetzlichen Anforderungen verlangen auch eine entsprechende Transparenz. Aber entweder werden Vorschriften geschickt ausgenutzt („befreiender Konzernabschluss“) oder Ergebnisgrößen werden in einer nicht-vergleichbaren Zusammensetzung definiert. Einem Außenstehenden ist es daher kaum möglich, die eigentlich interessanten Fragen: „Welche Marge erzielt Konzern x im Vertrieb mit Strom/Gas?“ – „Was verdient Konzern y an der Stromerzeugung in Deutschland“ zu beantworten.

In der vorliegenden Kurzstudie haben wir daher versucht, einige gleichwohl wichtige Detailfragen mit Hilfe der extern zur Verfügung stehenden Unterlagen zu klären. Die wichtigsten Ergebnisse im Einzelnen:

- Insgesamt machten die drei Konzerne E.ON, RWE und EnBW im Jahr 2009 einen Gewinn von mehr als 23 Milliarden €, seit 2002 von über 100 Mrd. €. Seit dem Jahr 2002 haben sich die Gewinne vervierfacht. Und für 2010 deutet sich ein weiteres Rekordjahr an, liegt doch der Gewinn nach 2 Quartalen bereits bei rund 15 Mrd. €
- Die Gesamtkapitalrenditen (ROCE) der drei Energiekonzerne liegen deutlich über denen der meisten anderen DAX-Unternehmen – bei deutlich geringeren Risiken. Auch die globale Finanz- und Wirtschaftskrise konnte ihren Gewinnen nur sehr wenig anhaben.
- RWE hat im letzten Jahr rund doppelt so viel Kapitalrendite bei der Stromerzeugung erwirtschaftet wie die meisten anderen DAX-Konzerne in ihren Geschäftsfeldern. Zu erklären ist dies nicht mit einem Technologievorsprung oder einer besonderen unternehmerischen Leistung, sondern mit den erheblichen Windfall-Profiten insbesondere bei den CO₂-Zertifikaten sowie der immer noch sehr geringen Wettbewerbsintensität in diesem Bereich.
- RWE hat demnach im Jahr 2009 seinen Kunden rund 2,3 Milliarden Euro zu viel in Rechnung gestellt, wenn man eine für DAX-Unternehmen übliche Rendite auf Märkten mit einem funktionierenden Wettbewerb zugrunde legt. Mehr Wettbewerb auf dem Erzeugermarkt würde den Strompreis in Deutschland deutlich senken.
- E.ON erwirtschaftet mittlerweile einen Großteil seiner Gewinne über Spekulationsgeschäften im Derivatehandel, der in dieser Größenordnung nicht mehr allein mit Absicherungsgeschäften erklärt werden kann. Die Bundesregierung sollte hier rechtzeitig mögliche Risiken analysieren und Konsequenzen daraus zu ziehen, damit die Energiemärkte nicht zum nächsten Casino von Finanzjongleuren werden.
- E.ON, RWE und EnBW weisen in ihren Geschäftsberichten aktuell Rückstellungen für Entsorgungsverpflichtungen im Zusammenhang mit der Kernenergie von rund 28 Mrd. EUR auf. Auf Grund von Bewertungsspielräumen bei den nicht vertraglichen Entsorgungsverpflichtungen ergeben sich sowohl Möglichkeiten, Gewinne in einer signifikanten Größenordnung zu verstecken, als auch erheblichen Finanzierungsspielräume und damit Ertragspotenziale, die anderen Energieunternehmen nicht zur Verfügung stehen und daher zu erheblichen Wettbewerbsvorteilen führen.

- Wenn bei der Brennelementesteuer wie ursprünglich geplant die Mehreinnahmen des Bundes 2,3 Mrd. EUR betragen sollen und gleichzeitig die Gemeinden für die entgangene Gewerbesteuer kompensiert würden, müsste die Bruttobelastung eigentlich 4,1 Mrd. EUR betragen. Durch den Switch von Netto zu Brutto werden demnach die AKW-Betreiber um 1,8 Mrd. EUR entlastet.
- In der Summe können die drei Energiekonzerne bei unterstellten moderat steigenden Strombörsenpreisen damit rechnen, durch eine 12jährige Laufzeitverlängerung einen gesamten (Netto-)Vorteil von über 70 Mrd. € (Barwert 2010) einstreichen zu können, bei dem schon die Brennelementesteuer und die Fondseinzahlungen abgezogen sind.

Quellen

- Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Sylvia Kotting-Uhl, Bärbel Höhn u.a. festgestellt, vgl. BT-Drs. 17/1866 v. 27.5.2010.
- Beck'sches IFRS-Handbuch, 3. Aufl., München 2009.
- Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz: Externes Rechnungswesen, 5. Aufl., München 2009.
- Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz: Finanzierung, 2. Aufl., München 2009.
- Chauve, Philippe, Martin Godfried, Kristóf Kovács, Gregor Langus, Károly Nagy, Stefan Siebert: The E.ON electricity cases: an antitrust decision with structural remedies, in: Competition Policy Newsletter 1-2009
- Copeland, Tom u.a.: Unternehmenswert, Frankfurt 2002.
- Deutsche Bundesbank „Zeitreihen“.
- Drukarczyk, Jochen/Schüler, Andreas: Unternehmensbewertung, 6. Aufl., München 2009.
- E.ON Finanzbericht 2009.
- Geschäftsbericht RWE 2009.
- Leprich, Uwe: Stromwatch 2, online abrufbar unter http://www.htw-saarland.de/wiwi/fakultaet/personen/professoren/dozenten-h-o/leprich/leprich/publikationen/index2_html.
- Öko-Institut (F. Matthes u.a.): Auswertungsaktualisierung des am 5. September 2010 ausgehandelten Modells für die Laufzeitverlängerung der deutschen Kernkraftwerke vom 9. September 2010, S. 10.

Zeitungsartikel (chronologisch)

- „Das goldene Ende der Laufzeiten“, in taz.de vom 20.7.2007.
- „Stromkonzerne beklagen Geldmangel“, in: FTD vom 14.9.2010.
- „Konzerne ringen mit Atomdeal“, in FTD vom 16.9.2010.