

# Rating Energiesektor

Überblick über die methodische Ratingvergabe  
an Unternehmen im Elektrizitätssektor

November 2018

## Einleitung

---

Der Energiebedarf der Schweizer Bevölkerung und Wirtschaft betrug im Jahr 2017 rund 850'000 Terajoule und wurde zu 34.1% durch Treibstoffe, 24.8% Elektrizität, 15.1% Erdölbrennstoffe und 14.0% Gas abgedeckt. Etwas über 22% entfallen auf erneuerbare Energien und 12.1% auf übrige Energieträger. Der Anteil des Energiesektors, gemessen an den Endverbraucherausgaben in Höhe von 26.5 Mia CHF, betrug 4.0% des Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Schweiz. Während Erdgas und Erdölprodukte vollständig importiert werden müssen, konnten im Jahr 2017 59.6% der inländischen Stromerzeugung von 57'327 GWh durch die heimische Wasserkraft generiert werden. Weitere 31.7% der Stromproduktion steuerten die fünf schweizerischen Kernkraftwerke bei. Andere Stromerzeugungsarten wie Wind, Photovoltaik, Biomasse, Kehrlichtverbrennung usw. machen dagegen bisher nur einen geringen Anteil an der inländischen Stromproduktion aus.

In der Schweiz gibt es gegenwärtig rund 700 Energieversorgungsunternehmen (EVU). Viele sind als Querverbundunternehmen auch für die Wasser- und Gasversorgung tätig. Ihre grundlegenden Aufgaben sind die Produktion von Elektrizität und deren Einspeisung ins Netz, der Transport von Strom über weite Entfernungen durch das Übertragungsnetz und die Stromverteilung über regionale und lokale Verteilnetze bis zum Endverbraucher. Das gesamte

Schweizer Stromnetz aller Netzebenen umfasst über 250'000km.

Die vorliegende Branchendokumentation gibt einen kurzen Überblick über die verschiedenen ratingrelevanten Aspekte bei der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen im Elektrizitätssektor. Zu Beginn werden die aus der Sicht einer Ratingagentur wichtigsten institutionellen Rahmenbedingungen charakterisiert.

## Rahmenbedingungen & Marktstrukturen

---

Abgestützt auf das Stromversorgungsgesetz (StromVG) von 2008, befindet sich der Schweizer Elektrizitätsmarkt gegenwärtig in einem stufenweisen Liberalisierungsprozess. Seit dem Jahr 2009 können Grossverbraucher mit einem Jahresverbrauch von über 100'000 Kilowattstunden ihren Stromlieferanten frei wählen. Die vollständige Marktöffnung, also die Wahlfreiheit für alle Stromkunden, sollte ursprünglich im Jahr 2014 erfolgen. Dieser Schritt wurde jedoch durch den Bundesrat auf unbestimmte Zeit verschoben.

Die Öffnung des Elektrizitätsmarktes setzt voraus, dass allen Marktteilnehmern ein diskriminierungsfreier Netzzugang garantiert wird. Das Stromnetz als natürliches Monopol muss daher entsprechend reguliert werden. So soll im Sinne einer Entflechtung auch keine Quersubventionierung

zwischen dem Netzbetrieb und den übrigen Tätigkeiten wie Produktion, Handel und Vertrieb mehr möglich sein (Art. 10 StromVG). Die Regulierungsaufgabe nimmt die Eidgenössische Elektrizitätskommission Elcom wahr, die insbesondere die Netznutzungstarife und -entgelte überwacht und im Streitfall über den Netzzugang entscheidet. Das Übertragungsnetz ist vollständig an die nationale Netzgesellschaft Swissgrid übergegangen, die neu den Betrieb, die Sicherheit und den Ausbau verantwortet.

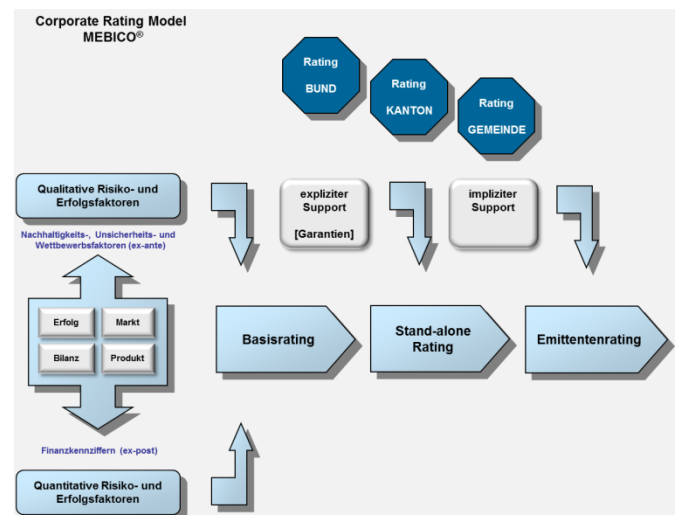
Neben den Preisen für die Netznutzung überwacht die Elcom auch die für die Verbraucher ohne freien Netzzugang geltenden Elektrizitätstarife. Diese müssen sich an den Gesteuerungskosten einer effizienten Produktion orientieren. Bei Kunden mit freiem Netzzugang können die Stromversorger die Elektrizitätstarife hingegen frei setzen.

Die schweizerischen Stromanbieter, -produzenten sowie EVU sind weitgehend in öffentlichem Besitz. So wurden im Jahr 2012 rund 88% des Grundkapitals von Versorgungsgesellschaften von der öffentlichen Hand gehalten. Da grosse Teile des Angebotsspektrums dieser Unternehmen faktisch in den Bereich der Grundversorgung fallen, kann bei einer drohenden Insolvenz häufig von einer Unterstützung durch die öffentlichen Eigentümer ausgegangen werden. Im Falle von Partnerwerken verpflichten sich die Aktionäre zudem zur kostendeckenden Übernahme des produzierten Stroms und gewähren somit eine Defizitgarantie.

Seit 2009 können die Produzenten von erneuerbarer Energie aus Wasserkraft bis 10 MW, Photovoltaik, Windenergie, Geothermie, Biomasse und Abfällen aus Biomasse zusätzlich von Subventionen durch den Bund profitieren. Diese kostendeckende Einspeisevergütung (KEV) soll die Differenz zwischen dem bei den entsprechenden Technologien noch hohen Produktionspreis und dem Marktpreis von Strom ausgleichen und so eine Kostendeckung für die Produzenten ermöglichen. Mit dieser Massnahme soll die Stromproduktion aus erneuerbaren Energien weiter gefördert werden.

In einigen EU-Ländern, vor allem in Deutschland, ist der Kapazitätsausbau bei den erneuerbaren Energien dank

grosszügiger Subventionen schon stark fortgeschritten. Der unter anderem dadurch ausgelöste Preiszerfall am Strommarkt stellt viele Kraftwerksbetreiber in der Schweiz unter wirtschaftlichen Druck, der auch in den kommenden Jahren anhalten wird.



**1 Bonitätsbeurteilung von staatsnahen Unternehmen**

**Ratingkonzept**

Das Ratingmodell ist als Expertensystem konzipiert und trägt durch einen modularen Aufbau dem Umstand Rechnung, dass die Bonität von staatsnahen Unternehmen sowohl von aussen (exogen) als auch von innen (endogen) determiniert wird. In einer ersten Stufe werden die exogenen Bonitätsfaktoren systematisch analysiert, identifiziert und bewertet. In einer zweiten Stufe werden die endogenen Bonitätsfaktoren anhand quantitativer und qualitativer Faktoren beurteilt.

**Ratingarchitektur**

Im Gegensatz zur Ratingvergabe an private Unternehmen ist die konzeptionelle Unterscheidung zwischen Stand-alone Rating und Emittentenrating im Segment der staatsnahen Unternehmen bedeutend. Während das Stand-alone Rating allfällige explizite Garantien durch Dritte berücksichtigt, kann das Emittentenrating komplementär von einem impliziten Support durch die öffentliche Hand als Eigentümerin eines Unternehmens profitieren, wie die

Abbildung 1 veranschaulicht. Beachtenswert ist der Umstand, dass staatsnahe Unternehmen im Wissen um bestehende Garantien oft signifikant schlechtere Finanzkennzahlen aufweisen als private Unternehmen. Insbesondere die regelmässig beobachtbare Nullgewinn-Bedingung schlägt sich in tieferen Bilanzratings nieder. Aufgrund des Grundversorgungscharakters der Stromversorgung ist dies auch bei der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen im Elektrizitätssektor der Fall.

### Ratingmethodik

Das methodische Fundament der Ratingvergabe bildet eine asymmetrisch erweiterte Logit-Funktion, welche die Dynamik von Bonitätsrisiken realitätsnah abbildet. Insbesondere erlaubt sie eine konsistente Berücksichtigung der finanziell-rechtlichen Verflechtung zwischen der öffentlichen Hand als Trägerin eines Instituts durch diverse Parameter und Indizes. Die methodische Systematik erlaubt eine risikoadäquate und objektiv direkt vergleichbare Bonitätsbeurteilung von Elektrizitätsversorgungsunternehmen.

### Ratingkriterien

Im Rahmen der Bonitätsbeurteilung werden für die Ratingvergabe an ein Unternehmen im Elektrizitätssektor sowohl quantitative als auch qualitative Elemente berücksichtigt.

Im quantitativen Teil wird das Bonitätsrisiko aufgrund von für Stromversorger spezifischen Kennziffern aus Bilanz, Erfolgsrechnung und Mittelflussrechnung der vergangenen Jahre identifiziert, analysiert und bewertet (ex-post Situation). Dadurch erhält man ein objektives Bild über das autonome Finanzgebaren im Vergleich mit anderen Stromversorgern.

Im qualitativen Teil wird die Bonitätsbeurteilung um diverse Risiko- und Erfolgsfaktoren ergänzt, die einen systematischen Einfluss auf die zukünftige Entwicklung des Bonitätsrisikos ausüben (ex-ante Trend).

### Qualitative Ratingkriterien

Qualitative Risiko- und Erfolgsfaktoren werden systematisch identifiziert und durch den Ratingausschuss bewertet. Im Rahmen des Ratingprozesses sind bonitätsrelevante Sachverhalte in vier Bereichen der qualitativen Ratingkriterien für Unternehmen im Elektrizitätssektor (ohne Vollständigkeit) grundsätzlich relevant:

#### Institutionelle Rahmenbedingungen

- Marktstrukturen und Wettbewerbsschranken
- Gesetzliches Abgeltungs- und Finanzierungsregime
- Strategisches Risikoprofil des Unternehmens
- Politische und regulatorische Risiken (z.B. Energiepreise, Marktöffnung, europäische Subventionspolitik)

#### Unternehmensstruktur und -strategie

- Komplexität der Unternehmens- und Geschäftsstruktur
- Nachhaltigkeit der Unternehmensstrategie
- Wirksamkeit der Corporate Governance

#### Rechnungslegung und Informationsgehalt

- Rechnungslegungs- und Offenlegungsstandards
- Bilanzstruktur und Bewertungspraxis
- Erwartete Entwicklung des Leverage

#### Wettbewerbsposition und Marktumfeld

- Grad der vertikalen Integration
- Infrastrukturausstattung und Investitionsplanung
- Diversifikation des Kraftwerkparcs nach Energiequellen
- Langfristigkeit der Bezugs- resp. Absatzverträge
- Zusatzangebote und Diversifikation

### Quantitative Ratingkriterien

Die systematische Identifizierung und Bewertung der finanziellen Ist-Situation erfolgt in Form eines Bilanzratings. Im Rahmen des Ratingprozesses sind drei bonitätsrelevante Sachverhalte im finanziellen Autonomie- und Einflussbereich eines Unternehmens im Elektrizitätssektor (ohne Vollständigkeit) grundsätzlich relevant:

### Beurteilung der Kapitalstruktur und Verschuldung

- Schuldenlast und -deckung
- Eigenkapitalquote
- Nettozinsbelastung
- Fremdfinanzierungsstruktur und -potential
- Anlagendeckungsgrade

### Beurteilung der Ertragskraft und Rentabilität

- EBITDA-Marge
- Cash-Flow Rentabilität
- Gesamtkapitalrentabilität
- Abschreibungsquoten
- FFO-Margen

### Beurteilung des Cash-Flow Potentials

- Operativer Cash-Flow
- Freier Cash-Flow
- Cash-Flow Margen
- Gestehungskosten

## Ausblick

---

Der schweizerische Elektrizitätsmarkt befindet sich gegenwärtig in einem Transformationsprozess, der sich in den kommenden Jahren noch intensivieren wird. In einem Grundsatzentscheid durch den Bundesrat und das Parlament wurde im Jahr 2011 der schrittweise Ausstieg aus der Kernenergie beschlossen. Die bestehenden Atomkraftwerke sollen am Ende ihrer sicherheitstechnischen Betriebsdauer stillgelegt und nicht durch neue Atomkraftwerke ersetzt werden. Die vom Bundesrat erarbeitete Energiestrategie 2050 sieht vor, die dadurch entstehenden Produktionsausfälle einerseits durch vermehrtes Energiesparen (Energieeffizienz) und andererseits durch eine Steigerung von Strom aus anderen Quellen zu kompensieren. Konkret sollen vor allem die Wasserkraft und die weiteren erneuerbaren Energien ausgebaut werden. Da mit verstärkter Wind- und Sonnenenergie der Anteil der unregelmässigen Stromerzeugung zunimmt, werden auch weitere Investitionen im Bereich der Speicher- und Reservekapazitäten erforderlich sein.

Das aktuelle Preisumfeld hält jedoch viele Stromversorger von Investitionen in neue Wasserkraftwerke ab. Die starke Subventionierung von erneuerbaren Energien in der EU und insbesondere in Deutschland hat zu einem enormen Ausbau der Produktionskapazitäten geführt. Der unter anderem damit einhergegangene Preiszerfall reduziert die Rentabilität von Wasserkraft- und Pumpspeicherwerken massiv. Zahlreiche entsprechende Projekte werden daher gegenwärtig aufgeschoben.

Bei den bereits bestehenden Wasserkraftwerken führt der Rückgang des Strompreises zudem zu einem Verteilungskampf zwischen den Energieversorgern und den Bergkantonen. Im Mittelpunkt steht dabei der Wasserzins, also der Preis, den die Versorger den Standortkantonen der Wasserkraft für die Nutzung des Wassers bezahlen müssen. Für die Bergkantone, insbesondere für das Wallis und Graubünden, stellen die Wasserzinsen eine wichtige Einnahmequelle dar. Nur schon ein teilweiser Verzicht würde die Kantonsfinanzen in den kommenden Jahren merklich belasten.

In der heutigen Regulierungssituation bringt der tiefe Strompreis für bestimmte Anbieter jedoch auch Vorteile. Solange die privaten Endverbraucher keine freie Lieferantenwahl treffen können, erwirtschaften Versorger, die selbst nur über geringe Produktionskapazitäten verfügen, immer noch hohe Margen. Mit der geplanten Ausweitung der Strommarktliberalisierung werden aber auch diese Gewinne unter Druck kommen. Geplant ist, dass zukünftig alle Endverbraucher die Möglichkeit zur freien Wahl ihres Stromlieferanten haben. Diese volle Marktöffnung ist jedoch politisch nicht unumstritten. Auf internationaler Ebene verhandelt der Bundesrat seit 2007 mit der EU über ein bilaterales Stromabkommen. Darin soll die Integration der Schweiz in den europäischen Strombinnenmarkt geregelt werden. Ein Abschluss dieses Abkommens ist gegenwärtig aber nicht absehbar, insbesondere solange die vollständige Öffnung des schweizerischen Strommarktes auf sich warten lässt.

Die bereits begonnenen, tiefgreifenden Umwälzungen im Elektrizitätssektor sowie die diversen politischen Unsicherheiten werden die institutionellen Rahmenbedingungen

und das Marktumfeld für Stromversorgungsgesellschaften auch in Zukunft beeinflussen. Diese Entwicklungen sind daher aufmerksam zu verfolgen und bei der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen im Elektrizitätssektor adäquat zu berücksichtigen.

## Kontakt

---

fedafin AG  
Galerieweg 8  
CH-9443 Widnau

Telefon: +41 71 552 32 00  
E-Mail: [info@fedafin.ch](mailto:info@fedafin.ch)  
Internet: [www.fedafin.ch](http://www.fedafin.ch)

## Disclaimer

---

© Copyright 2002-2018 fedafin AG. Alle Urheberrechte bleiben vorbehalten. Das Reproduzieren, Übermitteln, Modifizieren oder Benutzen von Elementen und Informationen in diesem Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke ist ohne vorherige schriftliche Genehmigung der fedafin AG ausdrücklich untersagt. Sämtliche Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig und akkurat eingestuft werden. Dennoch kann fedafin AG die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen aus Gründen von menschlichen, technischen oder anderen Fehlern nicht garantieren und lehnt daher jede Haftung für irgendwelche Schäden aus der Verwendung dieser Informationen ab. Überdies stellen die Informationen in diesem Dokument keinerlei Aufforderungen, Ratschläge oder Empfehlungen für irgendwelche wirtschaftlichen Tätigkeiten dar.