

## STELLUNGNAHME

zum

### **Eckpunktepapier für die Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag**

Die GEODE bedankt sich für die Möglichkeit, zu dem zur Konsultation gestellten Eckpunktepapier „für die Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag nach § 21 Abs. 3 Nr. 1 a) EnWG-E i.V.m.§ 29 Abs. 1 EnWG“ (Az. BK4-23-002) Stellung nehmen zu können. Nachfolgend finden Sie die Anmerkungen der GEODE zu der von Ihnen angekündigten Festlegung.

Die Bundesnetzagentur beabsichtigt mit der geplanten Festlegung eine „kurzfristige Neuskalierung der Netzinvestitionsbedingungen“, um so auf die Zinswende zu reagieren und dem mit dem Dekarbonisierungsprozess einhergehenden erhöhten und beschleunigten Infrastrukturaufbau Rechnung zu tragen. Hierzu sieht das von Ihrer Behörde zur Konsultation gestellte Eckpunktepapier die Festlegung eines zeitvariablen Eigenkapitalzinssatzes für ab dem 01.01.2024 getätigte Investitionen im Kapitalkostenaufschlag vor.

Die GEODE begrüßt die von der Bundesnetzagentur mit dem vorliegenden Festlegungsverfahren verfolgte Initiative zwar grundsätzlich; allerdings sind aus Sicht der GEODE – auch über das bisherige Regelungsprogramm des konsultierten Eckpunktepapiers hinaus – weitere, ganz wesentliche Anpassungen erforderlich, um der Zinswende gerecht zu werden.

#### **1. Geltungsbeginn der Neuregelung**

Nach dem Eckpunktepapier sollen die beabsichtigten Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes lediglich für neue Investitionen in die Strom- und Gasverteilernetze ab dem 01.01.2024 gelten.

Die GEODE erkennt keinen sachlichen Grund für die Außerachtlassung von Bestandsanlagen bzw. für Investitionen vor dem 01.01.2024.

Aus Sicht der Netzbetreiber sind die Entwicklungen des Kapitalmarktes und die sich daraus ergebenden Kapitalmarktzinssätze von entscheidender Bedeutung für die Ermöglichung der in den Netzbetrieb erforderlichen Investitionen. Die Kapitalmarktverhältnisse zur Finanzierung von Netzinfrastruktur haben sich seit der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die 4.

Regulierungsperiode im Herbst 2021 dramatisch zum Nachteil der Netzbetreiber verändert; dies stellt die Netzbetreiber bei der Kapitalbeschaffung von Eigen- und Fremdkapital vor kaum mehr lösbare Aufgaben.

Dabei hat Ihre Behörde in der Zinsfestlegung vom 12.10.2021 zu etwaigen Veränderungen auf dem Kapitalmarkt folgendes angemerkt (Auszug S. 46f. aus dem Beschluss):

*„Derzeit sind am Kapitalmarkt keinerlei Anzeichen erkennbar, dass der risikolose Basiszins innerhalb der 4. Regulierungsperiode auf ein innerhalb der vorliegenden Festlegung nicht bereits berücksichtigtes Niveau ansteigen könnte. Dennoch befürchten einige Marktteilnehmer, es könnte zu einer „Zinswende“ kommen, und die festgelegten Eigenkapitalzinssätze könnten deshalb unterperiodisch zukünftig auf einem unangemessenen niedrigen Niveau, einhergehend mit einer verhinderten Investitionstätigkeit, liegen. Die Beschlusskammer weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass sie sich der gemäß §29 Abs. 2 S. 1 EnWG eröffneten Möglichkeit bewusst ist, die in Tenorziffer 1 festgelegten Eigenkapitalzinssätze kurzfristig nachträglich zu ändern, soweit dies erforderlich werden sollte, um sicherzustellen, dass sie weiterhin den Voraussetzungen für eine Festlegung oder Genehmigung, hier also einer fortgesetzten angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals, genügen.“*

Der hier skizzierte Sachverhalt ist in kurzer Frist und mit historisch einmaliger Wucht eingetreten; die Zinswende ist seit Beginn des Jahres 2022 vollzogen. Die Kapitalmarktverhältnisse haben sich in einer historisch einmaligen Geschwindigkeit drastisch verändert. Daher ist die in Aussicht gestellte „kurzfristige nachträgliche Anpassung“ dringend nötig. Wie in diesem Beschluss vom Herbst 2021 zugesichert, bedarf es aber nunmehr einer vollständigen Anpassung der EK-Zinsen für die 4. Regulierungsperiode.

Das von Ihnen angeführte Argument, für Investitionen der Vergangenheit sei die Finanzierung über Eigenkapital bereits gesichert und eine Anpassung somit nur für zukünftige Investitionen geboten, ist sachlich nicht nachvollziehbar. Mutmaßlich bezieht sich diese Aussage eher auf die Beschaffung von Fremdkapital.

Für die Beschaffung von Eigenkapital ist hingegen zu berücksichtigen, dass Investoren und Kapitalgeber die Gesamtrentabilität bzw. Gesamtkapitalverzinsung eines Unternehmens in den Blick nehmen. Diese Betrachtung wird jedoch deutlich negativ, wenn Bestandsanlagen nicht in die Betrachtung einbezogen werden. Am Kapitalmarkt ist zu beobachten, dass bei einem Zinsanstieg die Börsenkurse von Unternehmen sinken und dadurch die Gesamtkapitalrentabilität dem aktuellen Zinsniveau angepasst wird. Bei nicht börsennotierten Unternehmen sinkt durch die höhere Diskontierung zukünftiger Überschüsse der Unternehmenswert; dies kann nur dadurch verhindert werden, sofern ausgleichend auch die EK-Zinsen für Investitionen aus der Vergangenheit mit angepasst werden.

In den FAQ Nr. 6 argumentiert die Bundesnetzagentur, dass Bestandsinvestitionen entsprechend langfristig finanziert sind. Diese Perspektive kann für die Beschaffung von Fremdkapital bestätigt werden. In den bisherigen Kostenprüfungen erfolgte in Bezug auf Bestandsanlagen im Grundsatz eine Anerkennung der tatsächlichen Zinsen über die gesamte Laufzeit der Kredite.

Eine solche zeitliche Bindung existiert beim Eigenkapital indes nicht. Eine langfristige Finanzierung und Bereitstellung von Eigenkapital setzt voraus, dass Kapitalgeber in Bezug auf die Finanzierung und den damit verbundenen Risiken eine an den aktuellen Kapitalmarktverhältnissen orientierte Verzinsung erhalten.

Im Übrigen hat Ihre Behörde auch in der Vergangenheit für die langfristigen Investitionen in die Strom- und Gasnetze keine zeitliche Bindung des eingesetzten Kapitals unterstellt. Anderenfalls hätte auch in der Vergangenheit aus dieser Erwägung heraus der Zinssatz aus den jeweiligen vorherigen Regulierungsperioden fortgeschrieben werden müssen für den Rest der Laufzeit der vorhandenen Sacheanlagegüter. Diese Kontrollüberlegung zeigt, dass auch Ihre Behörde in der Vergangenheit für eine solche zeitliche Bindung – insoweit zutreffend – keinen sachlichen Anknüpfungspunkt erkannt hat.

Im Ergebnis besteht dringender Handlungsbedarf, damit die tatsächlichen Kapitalkosten der Netzbetreiber auch weiterhin über das Regulierungssystem den marktüblichen Kapitalkosten entsprechen und diese sachgerecht vergütet werden; dies muss selbstverständlich für den gesamten Anlagenbestand der Netzbetreiber gelten; also sowohl für Investitionen vor als auch nach dem 01.01.2024.

## **2. Beabsichtigte Höhe des anzusetzenden Wagniszuschlags**

Die BNetzA beabsichtigt nach dem konsultierten *Eckpunktepapier* „aus Praktikabilitätsgründen“, den in den Beschlüssen vom 12.10.2021 (Az. BK4-21-056 und BK4-21-05) bestimmten Wagniszuschlag i.H.v. 3,0 % anzusetzen. Die zur Kompensation einer Unterschätzung der Marktrisikoprämie vorgenommene pauschale Anpassung des Wagniszuschlags i.H.v. 0,395 %-Punkten soll indessen nicht übernommen werden.

Diesen Ansatz können wir nicht nachvollziehen. Die Begründung für diese Korrektur des Wagniszuschlages erfolgte aus den unterschiedlichen Charakteristika der Anleihereihen, die einerseits der Ermittlung der risikolosen Zinsen aus den DMS-Daten und andererseits der nach § 7 Abs. 4 Strom-/GasNEV heranzuziehenden Umlaufrenditen festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten zugrunde liegen. Es ist nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen nunmehr keine Berücksichtigung dieser unterschiedlichen Charakteristika mehr angezeigt sein sollte. Die Notwendigkeit für diese Korrektur ergab sich nicht aus der 10-Jahresbetrachtung, sondern aus der Abweichung der Anleiherenditen der herangezogenen Datenreihen.

Es ist ferner darauf hinzuweisen, dass sich die Attraktivität einer Eigenkapitalrendite aus der Differenz zwischen dem risikolosen Basiszinssatz und der gesamten Eigenkapitalverzinsung, mithin aus dem Wagniszuschlag ergibt. Insbesondere vor dem Hintergrund der von der Bundesnetzagentur selbst hervorgehobenen Gründe für eine Anpassung der Eigenkapitalzinssätze wäre es folglich widersinnig, den eigentlichen Investitionsanreiz nunmehr sogar noch zu reduzieren. Mit dem angepassten, höheren Basiszins wird lediglich die allgemeine Marktentwicklung der risikolosen Zinsen nachgezeichnet.

### 3. Zunehmende Komplexität der Verfahren

Eine Anpassung der Zinssätze für das EK-I und EK-II im Kapitalkostenaufschlag ist im Grundsatz zu begrüßen. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die vorgesehene Ausgestaltung zu einer weiteren Erhöhung der Komplexität in Art und Anzahl der verwendeten Zinssätze, Zinsreihen und Anwendungsfälle führt.

Ferner wird das Ziel, Investitionssicherheit zu erlangen, gerade nicht erreicht, wenn nur eine vorübergehende Zinsanpassung im Kapitalkostenaufschlag erfolgt – wie es mit dem im Eckpunktepapier vorgeschlagenen System umgesetzt würde:

Soweit die Bundesnetzagentur die Zinsfestlegung nach den nächsten Basisjahren 2025 und 2026 in Fortführung ihrer bisherigen Praxis vornimmt, werden auf Basis der aktuellen Prognosen die EK-I und EK-II-Zinssätze für die 5. Regulierungsperiode deutlich unter der Verzinsung der EK-I und EK-II-Zinssätze für die Jahre bis zum Ende der 4. Regulierungsperiode im Kapitalkostenaufschlag liegen. Abbildung 1 zeigt diesen Sachverhalt anhand des EK-I Zinssatzes auf. Während der EK-I-Zinssatz in der 5. Regulierungsperiode nach der jetzigen Prognose nochmals absinken würde, wächst die Differenz zum im Kapitalkostenaufschlag angewandten EK-I-Zinssatz sogar an.

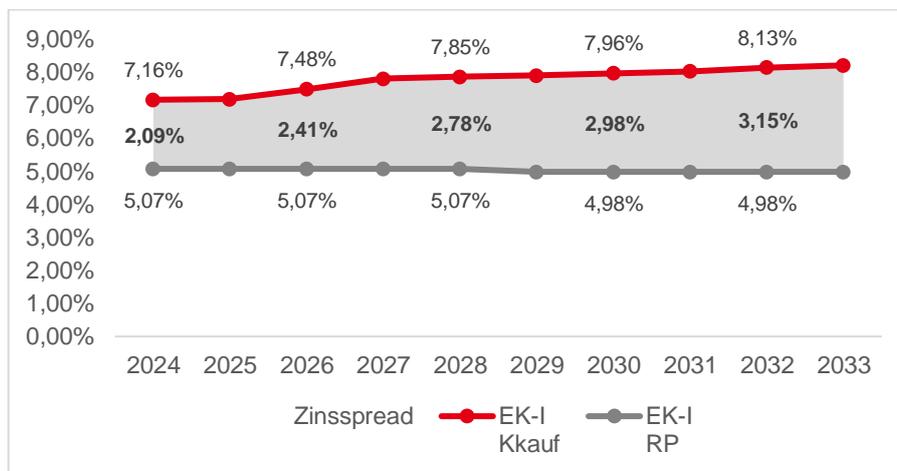


Abbildung 1: Gegenüberstellung EK-I Kkauf / EK-I RP  
Quelle: Eigene Darstellung

Faktisch ist die von der Bundesnetzagentur gewünschte langfristige Finanzierungssicherheit für EK-Geber nicht vorhanden. Investitionen, die in den kommenden Jahren bis zum Ende der 4. Regulierungsperiode getätigt werden, würden einen jährlich angepassten EK-Zinssatz erhalten, der über der erwarteten EK-Verzinsung in der 5. Regulierungsperiode liegen würde. Dies hängt damit zusammen, dass bei der EK-Verzinsung der Mechanismus des 10-jährigen Mittels der Umlaufrenditen angewendet wird und die noch im Mittel enthalten Zinssätze das aktuell höhere Niveau nicht aufholen. Diese Systematik setzt keine Anreize, langfristig gebundenes Kapital zu investieren.

Dies zeigt noch einmal deutlich auf, dass sich Netzbetreiber weiterer Unsicherheiten in Bezug auf die Verzinsung von Investitionen ausgesetzt sehen. Folgerichtig ist es notwendig, dass die EK-Zinssätze für die Investitionen im Basisjahr und auch im Kapitalkostenaufschlag nach den gleichen Grundsätzen bestimmt werden. Andernfalls entstehen zusätzliche Unsicherheiten in Bezug auf die Investitionszeitpunkte und deren Finanzierung.

Es sollte seitens der Regulierungsbehörden vielmehr überlegt werden, den angedachten Mechanismus der Festlegung der EK-Zinssätze für den Kapitalkostenaufschlag ohnehin generell für alle alten und neuen Investitionen anzuwenden; faktisch würde dies der Festsetzung eines jährlichen WACC für Investitionen bezogen auf das kalkulatorische Anlagevermögen gleichkommen. Eine solche Umstellung würde die Komplexität im System drastisch vereinfachen und die Zuverlässigkeit der Prognose zukünftiger Erlöse deutlich verbessern. Dies würde zu einer Harmonisierung der Zinssätze und einer erheblichen Vereinfachung für potenzielle Investoren führen.

Nachfolgend haben wir dargestellt, welche Zinssätze aus Sicht von Investoren, FK-Gebern etc. aktuell zu beachten sind. Das System der Eigenkapitalverzinsung ist mittlerweile derart komplex, dass es allenfalls noch ausgewiesene Experten verstehen; für „Dritte“ – und damit insbesondere mögliche Investoren in die hiesige Infrastruktur – ist die Vorgehensweise bei weitem nicht mehr transparent. Gerade langfristige Investitionsentscheidungen erfordern klare Bedingungen und verlässlich zu treffende Prognosen. Dies wird bereits vom bisherigen System nur unzureichend geleistet; mit der angedachten Veränderung würde das System noch komplexer und weniger gut prognostizierbar.

Folgende Zinssätze etc. bestimmen aktuell das Regulierungssystem:

EK-I – Neuanlagen	Strom/Gas (Realkapital) für 5 Jahre	Fixierung im Basisjahr für nachfolgende Regulierungsperiode
EK-I – Altanlagen	Strom/Gas (Substanzerhalt, Indexreihen) für 5 Jahre	Fixierung im Basisjahr für nachfolgende Regulierungsperiode

EK-II Basisjahr	Strom für 5 Jahre	Fixierung im Basisjahr für nachfolgende Regulierungsperiode
EK-II Basisjahr	Gas für 5 Jahre	Fixierung im Basisjahr für nachfolgende Regulierungsperiode
WU0022	Referenzzeitreihe FK-Zins	Jahresscharfe Betrachtung
WU0017	Verzinsung im Regulierungskonto	Jährliche Anpassung
EK-I Kapitalkostenaufschlag	Plan-Wert	Jährliche Anpassung
	Ist-Wert	Abgleich im Regulierungskonto
EK-II/FK Kapitalkostenaufschlag	Plan-Wert	Fixierung des jeweils gültigen Zinses für Investitionsscheiben der einzelnen Jahre
	Ist-Wert	Abgleich im Regulierungskonto

Zu den jeweiligen Zinssätzen kommt erschwerend hinzu, dass sich diese auf unterschiedliche Herleitungen, zum Teil auf Indexreihen und verschiedene Zeitpunkte bzw. Zeitreihen sowie teilweise auf den Ansatz von Mittelwerten beziehen. Das System der Eigenkapitalverzinsung ist somit bereits heute im höchsten Maße komplex und für branchenfremde Dritte kaum mehr nachvollziehbar.

#### **4. Anpassung der Eigenkapitalzinssätze für erfolgreiche Energiewende dringend erforderlich**

Am Kapitalmarkt zeichnet sich seit Herbst 2021 eine Entwicklung ab, die im Wesentlichen durch einen Anstieg der Inflation geprägt ist. Die Ursachen dieser Entwicklung (Corona Pandemie, Ukraine Krise, Energiekrise etc.) sind hinlänglich bekannt.

Zur Bekämpfung der Inflationsentwicklung hat die EZB (Europäische Zentralbank) in den letzten Monaten die Leitzinsen (Hauptrefinanzierungssatz) von ursprünglich 0,0% auf aktuell +4,25% angehoben; weitere Erhöhungen des Leitzinses sind für das laufende Jahr bereits angekündigt. Historisch betrachtet hat es in der Vergangenheit noch nie einen derartigen Anstieg in solch kurzer Zeit gegeben.

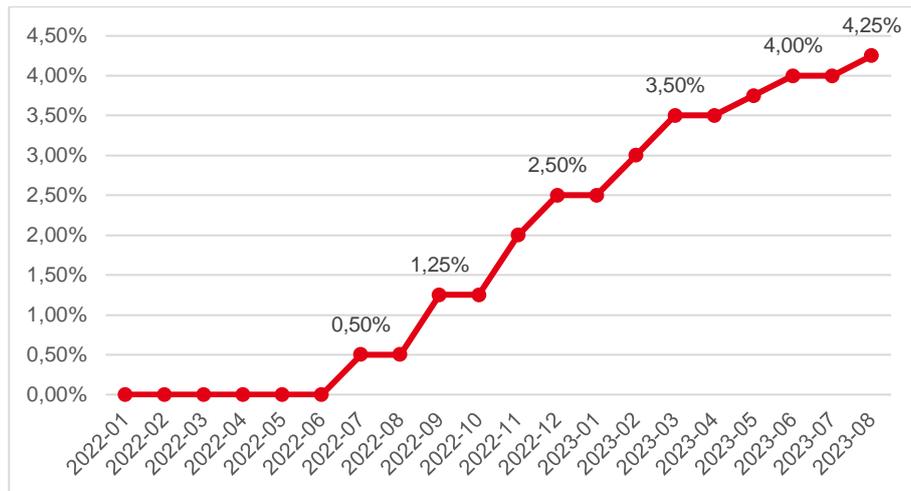


Abbildung 2: Leitzinsentwicklung EZB (Hauptrefinanzierungssatz)  
Quelle: Eigene Darstellung

Aufgrund des Anstiegs der Inflation und der Leitzinsen, haben die Kapitalmärkte eine Kehrtwende bzw. „Zinswende“ vollzogen. Die Fremdkapitalzinsen für Bankfinanzierungen und die Zinsen für Unternehmensanleihen sind in der Folge ebenfalls stark angestiegen.

Beispielhaft haben wir den Anstieg der Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen – Anleihen von Unternehmen nachfolgend dargestellt:

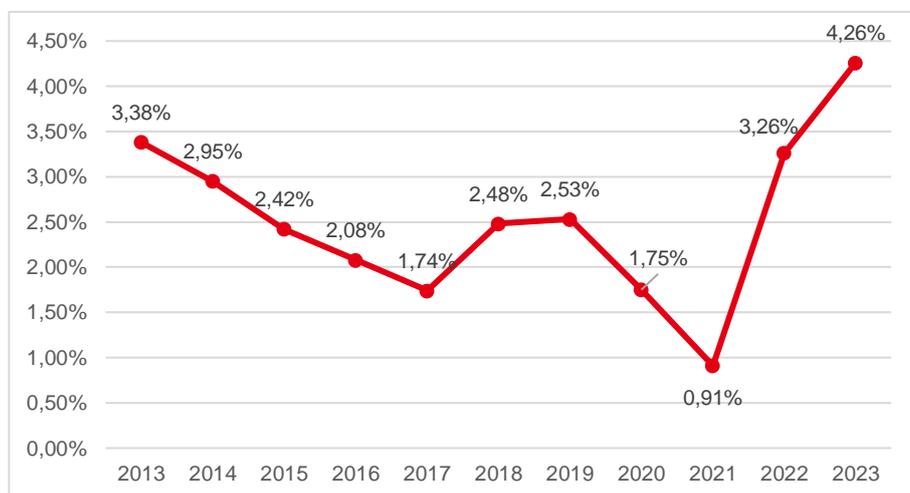


Abbildung 3: Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs) – WU0022  
Quelle: Eigene Darstellung

Anhand der Grafik (Abbildung 3) kann man den starken Anstieg der Zinsen für Unternehmensanleihen von 0,91% (2021) auf den prognostizierten Wert von 4,26% in 2023 nachvollziehen.

Der Vollständigkeit halber möchten wir noch ergänzen, dass die staatliche Kreditanstalt für den Wiederaufbau (KfW) die zur Finanzierung relevanten Förderkreditkonditionen für Netzinfrastruktur auf aktuell 4,6%-5,1% (je nach Bonität) angehoben hat. Diese Konditionen

für Fremdkapital liegen oberhalb der Rendite von Anleihen von Unternehmen. Netzbetreiber finanzieren sich in der Praxis deutlich häufiger über Bankkredite und nicht über Anleihen.

Relevant ist ferner die Betrachtung, welche Folgen der Anstieg der Zinsen auf die Entwicklung am deutschen Kapitalmarkt für die implizierte Eigenkapitalverzinsung gehabt hat.

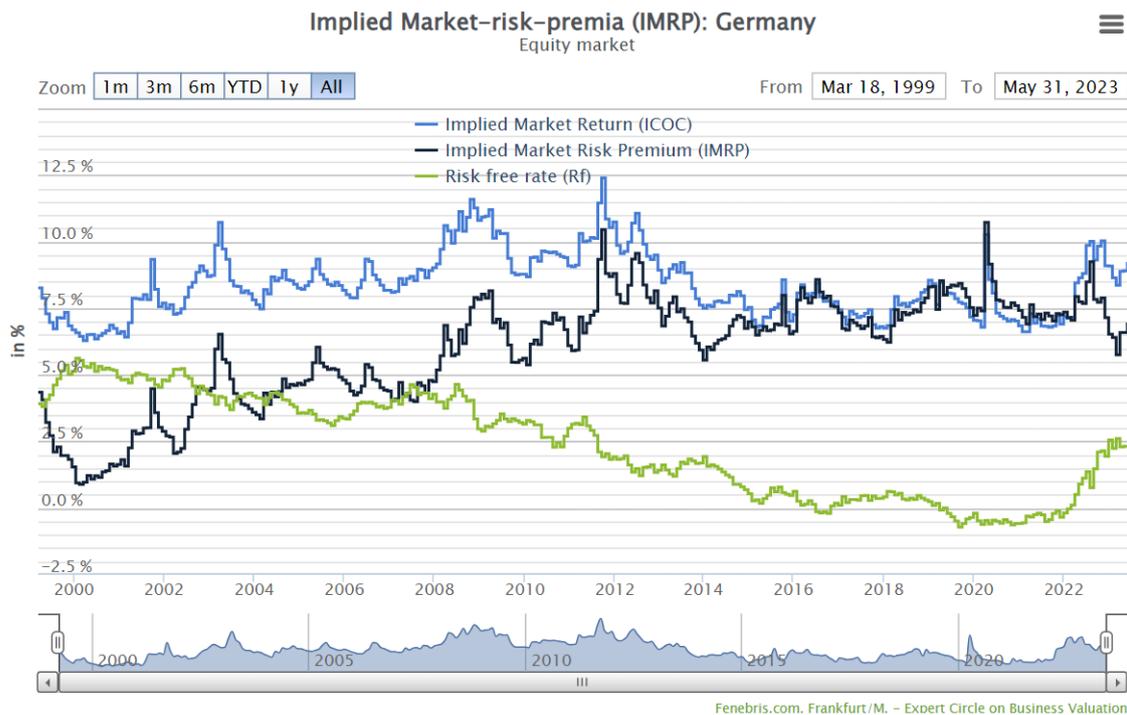


Abbildung 4: Marktrisikoprämie und risikofreier Zins  
Quelle: <http://www.market-risk-premia.com/de.html>

Anhand der Grafik (Abbildung 4) ist erkennbar, dass die „Risk Free Rate“ von ca. -0,5% im Jahr 2020/2021 auf aktuell ca. +2,5% im Jahr 2023 angestiegen ist. Dies ist aktuell besonders relevant, da sich die implizierte Eigenkapitalrendite (ICOC) von ca. 7,5% in 2015/2016 auf ca. 9,0% im Jahr 2023 erhöht hat.

Im Ergebnis ist daher festzuhalten und anhand des aktuellen Marktumfeldes auch nachweisbar, dass die relevanten regulatorischen EK-Zinssätze – auch unter Berücksichtigung der angekündigten Modifizierung im Eckpunktepapier – für eine Finanzierung der anstehenden erheblichen Investitionen in die Netzinfrastruktur nicht mehr marktgerecht sind.

Dieses Ergebnis ist umso dramatischer, da die regulatorischen EK-Zinssätze der 4. Regulierungsperiode mit 4,13% nach Steuern aktuell sogar unterhalb der derzeit am Markt geforderten Fremdkapitalkosten von 4,26% (Anleihen von Unternehmen) liegen; sie liegen auch unterhalb der Förderkreditkonditionen der KfW. Auch mit einem modifizierten EK-I-

Zinssatz nach den Überlegungen aus dem Eckpunktepapier würde sich lediglich ein Delta zwischen dem EK-I-Zinssatz nach Steuern (5,84%) und dem FK-Zinsen (4,26%) von nur 1,58% ergeben.

Vor dem Hintergrund der Transformation der Energieversorgung und den damit verbundenen mittel- bis langfristigen Investitionen ist es notwendig, dass die EK-Zinsen kurzfristig auf das aktuelle Kapitalmarktniveau angehoben werden und eine Methodik etabliert wird, die diese nachhaltig abbilden kann. Der angedachte Mechanismus deutet zwar in die richtige Richtung, im Ergebnis bleiben die Zinssätze aber gleichwohl hinter den vom Kapitalmarkt erwarteten Renditen zurück.

Eigenkapitalzinssätze sind eine sehr wichtige Kennzahl für Unternehmen und Investoren, da sie die Rendite widerspiegeln, die Investoren aus ihrem investierten Eigenkapital erwarten können. Der Eigenkapitalzinssatz muss ökonomisch höher ausfallen als ein Fremdkapitalzinssatz; Eigenkapitalgeber gehen mit ihren Investitionen ein höheres Risiko ein, da sie ihr Kapital direkt in das Unternehmen investieren, anstatt es in Form von Schuldscheinen oder Krediten zur Verfügung zu stellen. Für dieses höhere Risiko bedarf es eines Aufschlages gegenüber dem Zinssatz für Fremdkapital.

Aus Sicht der GEODE ist es daher dringend notwendig, die Eigenkapitalzinssätze für alle Investitionen – also auch den Anlagenbestand aus dem Basisjahr – auf das aktuelle Kapitalmarktniveau von ca. 9,0% zu erhöhen, damit das aus Investorensicht relevante Delta zwischen der EK-Verzinsung und den aktuellen Fremdkapitalzinsen wieder hergestellt wird. In der 3. Regulierungsperiode lag dieses Delta zwischen den EK-Zinssätzen vor Steuern in Höhe von 6,91% und den Finanzierungskosten von Unternehmensanleihen in einer Bandbreite von 4,0%-4,5%. Mit der angekündigten Anpassung der EK-Zinssätze im Kapitalkostenaufschlag läge diese Abweichung nur noch bei ca. 2,50%-3,0% vor Steuern. Allein um die Attraktivität der Eigenkapitalrendite auf dem vorherigen Niveau zu erhalten, ist somit dringend eine entsprechende Anhebung der Eigenkapitalzinssätze geboten.

## **5. Fazit**

Es ist zu begrüßen, dass die Bundesnetzagentur mit dem veröffentlichten Eckpunktepapier zur Anpassung des Eigenkapitalzinses versucht, der momentanen Kapitalmarktsituation zu begegnen und für eine Verbesserung der Finanzierung von Investitionen sorgen will.

Allerdings reichen die angekündigten Anpassungen aus Sicht der GEODE bei Weitem nicht aus, um den geänderten Marktverhältnissen Rechnung zu tragen und eine langfristige Planungssicherheit für Kapitalgeber zu etablieren. Vielmehr wird das System durch die Erweiterung relevanter Zinssätze noch komplexer; auch werden weder eine langfristige Prognostizierbarkeit erreicht noch Anreize zur Platzierung finanzieller Mittel in der Strom- und Gasinfrastruktur geschaffen.

Die GEODE fordert daher kurzfristig eine grundsätzliche Anpassung der Eigenkapitalzinssätze an die gegebenen Marktverhältnisse und eine langfristige Reform zur Vereinfachung und stärken Kapitalmarktorientierung der gesamten Methodik zur Verzinsung von Eigenkapital.

Berlin, 29.08.2023

Stefan Ohmen  
Vorstand GEODE Deutschland e. V.

GEODE  
Magazinstraße 15/16  
10179 Berlin

Tel.: 0 30 / 611 284 070  
Fax: 0 30 / 611 284 099

E-Mail: [info@geode.de](mailto:info@geode.de)  
[www.geode.de](http://www.geode.de)  
[www.geode-eu.org](http://www.geode-eu.org)

GEODE AISBL (R001212) und GEODE Deutschland e. V. (R001207) sind im Lobbyregister für die Interessenvertretung gegenüber dem Deutschen Bundestag und der Bundesregierung registriert und unterliegen dem gesetzlichen Verhaltenskodex des LobbyRG.

Die GEODE ist der europäische Verband der unabhängigen privaten und öffentlichen Strom- und Gasverteilerunternehmen. Mit dem Ziel, diese Unternehmen in einem sich zunehmend europäisch definierten Markt zu vertreten, wurde der Verband 1991 gegründet. Mittlerweile spricht die GEODE für mehr als 1.400 direkte und indirekte Mitgliedsunternehmen in vielen europäischen Ländern, davon 150 in Deutschland.