

**Berücksichtigung von nicht aufgelösten Zuschüssen im WACC-Ansatz der BNetzA
und Zinsbonus zur Anreizsetzung zur Erhebung von Zuschüssen**

ZUSAMMENFASSUNG:

- Die GEODE begrüßt im Grundsatz die Berechnung einer Gesamtkapitalverzinsung mit dem WACC-Ansatz. Der durch diese Vereinfachung erreichte positive Effekt kommt jedoch wirtschaftlich nur dann zum Tragen, sofern auch durch ausreichende Eigenkapitalzinssätze Anreize geschaffen werden, weiterhin in die Energiewende in Deutschland zu investieren.
- Aus dem aktuell von der BNetzA beabsichtigten Berechnungsweg ergibt sich jedoch eine systematische und wirtschaftlich ungerechtfertigte Schlechterstellung der Netzbetreiber im Hinblick auf die Behandlung von Zuschüssen als „Quasi-Eigenkapital“. Die im Folgenden angestellten Überlegungen zeigen deutlich, dass es sich bei Zuschüssen aus Sicht der GEODE eindeutig um Fremdkapital handelt, welches in der Verzinsungsbasis demzufolge nicht als Eigenkapital berücksichtigt werden darf.
- Eine solche Systematik wäre weder sachgerecht noch würden entsprechende Anreize zur verstärkten Erhebung von Zuschüssen gesetzt; vielmehr ergäbe sich ggü. der bisherigen Regelung eine systematische Verschlechterung, die umso höher ausfällt, je mehr Zuschüsse bereits in der Vergangenheit vereinnahmt bzw. zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht aufgelöst wurden. Dies bedeutet im Klartext, diejenigen Netzbetreiber, die in den letzten Jahren bereits von sich aus den von der Behörde intendierten Ansatz, der Erhebung von höheren Zuschüssen, eingeschlagen haben und demzufolge noch hohe Restwerte an nicht aufgelösten Zuschüssen zum Umstellungszeitpunkt aufweisen, diejenigen mit der höchsten Benachteiligung aus der neuen Systematik sind.
- Neben der Umsetzung des WACC-Modells betrachtet die GEODE auch die Einführung eines Zinsbonus grundsätzlich als richtigen Schritt, um auf diese Weise die Erhebung von Zuschüssen anzureizen. In der aktuell vorliegenden Ausgestaltung schafft der Bonus jedoch Fehlanreize, sodass auch hier eine Nachjustierung des Mechanismus insbesondere im Hinblick auf den zu berücksichtigenden Anteil und den Berücksichtigungszeitraum erforderlich erscheint. GEODE schlägt hier einen Anteil von 40 % und einen Berücksichtigungszeitraum von 20 Jahren vor.

I. Berücksichtigung von nicht aufgelösten Zuschüssen im WACC-Ansatz der BNetzA

1. Hintergrund

Die Bundesnetzagentur (BNetzA) plant innerhalb der Neujustierung der Entgeltregulierung im Zuge ihrer neuen Festlegungskompetenz u. a. auch die bisherige Systematik zur Ermittlung der kalkulatorischen Verzinsung als Teil der Kapitalkosten (CAPEX) des Netzbetriebs hin zu einer pauschalierten Kapitalkostenbestimmung zu verändern. Dieser sogenannte *Weighted Average Cost of Capital-Ansatz* (WACC) soll mit wenig Aufwand die Ermittlung der Kapitalverzinsung ermöglichen. Grundsätzlich ist diese intendierte Umstellung zu begrüßen, wenngleich sich aus den bisher von der BNetzA veröffentlichten Eckpunkten und Diskussionsbeiträgen an verschiedenen Stellen Nachbesserungsbedarfe ergeben. Neben der konkreten Ermittlung des zur Anwendung kommenden Gesamtkapitalzinssatzes - die in diesem Papier aber nicht weiter thematisiert wird - ist dies insbesondere die Berücksichtigung der noch nicht aufgelösten Netzanschlusskostenbeiträge und Baukostenzuschüsse der Netzkundinnen und -kunden sowie der Investitionszuschüsse (im Folgenden: Zuschüsse). Die BNetzA plant den Gesamtkapitalzinssatz/WACC auf eine Netto-RAB anzuwenden, bestehend aus dem Anlagevermögen zzgl. pauschalem Nettoumlaufvermögen und abzgl. der noch nicht aufgelösten Zuschüsse. Damit wirken die Zuschüsse in den CAPEX bzw. der EOG zins- bzw. erlösmindernd – teilweise mit dem Eigenkapitalzins und teilweise mit dem Fremdkapitalzins. Nach Ansicht der GEODE ist die teilweise Berücksichtigung als Eigenkapital nicht sachgerecht.

Nachfolgend soll daher die aus Sicht der GEODE wirtschaftlich zutreffende zinsmindernde Wirkung von Zuschüssen vor dem Hintergrund des angedachten WACC-Ansatzes aufgearbeitet werden.

2. Fragestellungen und Aussagen der BNetzA im NEST-Prozess

Nachfolgend haben wir zunächst die konkret veröffentlichten, bisherigen Fragestellungen bzw. Aussagen der BNetzA im NEST-Prozess zusammengefasst und beantworten bzw. kommentieren diese vor dem Hintergrund der angestellten wirtschaftlichen Beurteilung:

- 1) Expertenaustausch Kapitalkosten vom 08.07.2024 Folie 7: „Durch Auflösung entstehen EK-erhöhende Erträge“

Hier liegt ein falsches Verständnis vor: Die wohl als eigenkapitalerhöhend eingeschätzte bilanzielle Auflösung der Zuschüsse führt zwar in dem jeweiligen Jahr zu einer Erlöserhöhung. Allerdings wird gleichzeitig in der Regulierung bei der Ableitung der EOG die Auflösung der Zuschüsse EOG-mindernd und damit auch erlösreduzierend angesetzt. Damit kompensiert der handelsrechtliche Erlös aus der Auflösung der Zuschüsse nur die entsprechende regulatorische Minderung der Erlöse aus Netzentgelten in dem jeweiligen Jahr, sowie auch in der Totalperiode. Es ergeben sich somit **in jeder Periode** genau die gleichen Umsatzerlöse, die sich auch ergeben würden, wenn

gar keine Zuschüsse vereinnahmt worden wären. Die Zuschüsse sind damit **erfolgsneutral**. Bezogen auf die zinsmindernde Wirkung liegt eine systematisch angemessene Ergebnisminderung vor, allerdings ist die Frage des zur Anwendung kommenden Zinssatzes streitig.

Die Zuschüsse sind aber nicht nur erfolgsneutral, sondern auch bezogen auf die Liquiditätswirkung sind die Zuschüsse zumindest in der Totalperiode neutral. Anfänglich vereinnahmt der Netzbetreiber Zuschüsse. Die handelsrechtliche Auflösung ist nicht liquiditätswirksam, sondern nur eine bilanzielle Abgrenzung von Erlösen. Allerdings mindert die regulatorische EOG-Minderung (Auflösung der Zuschüsse über 20 Jahre) den jährlichen Liquiditätszufluss aus Netzentgelten. Kumuliert bzw. in der **Totalperiode** sind daher die Zuschüsse vorbehaltlich der Verzinsung auch **liquiditätsneutral**. Über den Zeitraum, in dem die Zuschüsse Finanzierungswirkung haben müssen für diese auch Zinsen liquiditätsmindernd durch Kürzung der EOG getragen werden. Damit wird deutlich, dass insgesamt durch die Zuschüsse weder Eigenkapital noch freie Liquidität beim Netzbetreiber geschaffen wird, sondern tatsächlich ein Äquivalent zum verzinslichen Fremdkapital vorliegt.

- 2) Expertenaustausch Kapitalkosten vom 08.07.2024 Folie 7: „Welche Rolle spielen Zuschüsse als zinsfreies Kapital bei der Unternehmensfinanzierung“
 - a. „Haben die verschiedenen Arten von Zuschüssen wirtschaftlich die gleiche Funktion und sollten deshalb gleich behandelt werden?“

Zuschüsse dienen als Finanzierung von dritter Seite und sind grundsätzlich in verschiedene Kategorien zu unterscheiden. Für die Hausanschlusskostenbeiträge und Baukostenzuschüsse liegt eine wirtschaftliche Gegenleistungsverpflichtung, also ein Schuldcharakter für diese Zuschüsse von privater Seite, vor. Hiervon abzugrenzen sind grundsätzlich öffentliche Zuwendungen, da diese teilweise keine Gegenleistungsverpflichtung enthalten, sondern aus struktur- oder wirtschaftspolitischen Gründen gewährt werden. Trotz dieser Unterschiede ist deren Funktion ähnlich und daher auch bisher die regulatorische Wirkung identisch, so dass auch zukünftig ein Gleichlauf akzeptabel erscheint. „Reduzieren Zuschüsse (bei gleichem Risikoprofil) den Eigenkapitalbedarf? Führen Zuschüsse bei gleicher Eigenkapitalausstattung zu einem niedrigeren Risikoprofil?“

Es ist nicht per se von einem gleichen Risikoprofil der verschiedenen Kapitalgeber auszugehen. Dies ergibt sich bspw. auch direkt aus dem WACC-Ansatz, bei dem für die Tragung unterschiedlicher Risiken von Fremd- und - Eigenkapitalgebern durch unterschiedlichen Zinssätze entsprechend differenzierte Renditeforderungen als Kapitalkosten zugestanden werden. Insoweit spielt das Kapitalstrukturrisiko eine zentrale Rolle für die Höhe der entstehenden Kapital-

kosten. Die Mittel aus den Zuschüssen könnten theoretisch Eigen- oder Fremdkapital verdrängen. Eigenkapital könnte aber nur verdrängt werden, wenn auch die zentralen Funktionen von Eigenkapital erfüllt werden. Dies ist wie nachfolgend in den weiterführenden Überlegungen differenziert ausgeführt, nicht der Fall. Damit kann auch der Eigenkapitalbedarf bei gleicher Risikostruktur durch Zuschüsse nicht reduziert werden.

In einer vergleichenden Betrachtung, in welcher ein Unternehmen keine Zuschüsse erhält, ergibt sich für den Eigenkapitalgeber ein bestimmter Cashflow-Verlauf der sich in der Renditeanforderung nach CAPM für das eingesetzte Eigenkapital widerspiegelt. Erhält das Unternehmen dagegen Zuschüsse, sinkt der zukünftige Cashflow an den Eigenkapitalgeber. Eine Rückführung des Eigenkapitals im Umfang der Zuschüsse würde dazu führen, dass sich nach CAPM systematisch die Renditeanforderung für das verbleibende Eigenkapital aufgrund des gestiegenen Kapitalstrukturrisikos entsprechend erhöht. Diese wird bei der erwarteten Systematik der Zinsfestlegung unter Anwendung der standardisierten Eigenkapitalquote aber in der Regulierung nicht erfüllt.

In dem in der Frage angesprochenen Fall, wo Zuschüsse eingesammelt werden, dabei die Eigenkapitalausstattung aber konstant bleibt, können dagegen diese Mittel denklogisch nur der Rückführung von Fremdkapital dienen. Sonst würden die eingesammelten liquiden Mittel als nicht betriebsnotwendiges Umlaufvermögen eingeordnet, wodurch in Höhe der Zinsen ein wirtschaftlicher Nachteil entsteht. Das Eigenkapital hat damit weiterhin nach CAPM genau die gleichen Kapitalstrukturrisiken zu tragen, da lediglich Bankdarlehen durch eine andere Art von Fremdkapital, die Zuschüsse, ersetzt werden. Das Risikoprofil und damit auch die Renditeanforderung des Eigenkapitalgebers ist in diesem Fall unverändert und kann systematisch bei einem angemessenen festgelegten kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatz auch angemessen vergütet werden.

b. „Welchen schuldrechtlichen Charakter haben Zuschüsse?“

Die Zuschüsse werden von Netzkunden geleistet, sodass es sich nicht um Mittel des Netzbetreibers handelt. Durch die Zahlung der Zuschüsse erwächst eine Verpflichtung des Netzbetreibers gegenüber den Netzkunden, welche wirtschaftlich über den 20-jährigen Auflösungszeitraum an diese wirtschaftlich über die Kostenminderung „zurückzuzahlen“ ist (Behandlung der Erträge aus Auflösung der Zuschüsse als kostenmindernde Erträge in den CAPEX bzw. der EOG). Hierbei handelt es sich also um eine Zahlung von Netzkunden mit einer Gegenleistungsverpflichtung. Diese Verpflichtung ist daher wie eine Schuld und somit wirtschaftlich als verzinsliches Fremdkapital zu werten.

Von dieser Verpflichtung wird der Netzbetreiber in der gegebenen Risikostruktur auch dann nicht frei, wenn seine Mittel gänzlich aufgebraucht wären, sodass

die Zuschüsse gerade nicht als wirtschaftliches Eigenkapital angesehen werden können. Selbst im Falle einer Insolvenz würde ein zukünftiger Netzbetreiber aufgrund der regulatorischen Vorgaben weiterhin die Rückzahlung der in der Vergangenheit bezahlten Zuschüsse an die Kunden durch Verminderung der Netzentgelte leisten müssen. Es ist daher eine Schuld, die selbst im Insolvenzfall bestehen bleibt. Daher können diese Zuschüsse **wirtschaftlich nicht als Eigenkapital** gewertet werden.

c. „Was geschieht bspw. im Falle der Insolvenz des Zuschussgebers?“

Auch im Falle der Insolvenz eines Zuschussgebers z.B. eines Netzkunden ändert sich für den Netzbetreiber (Zuschussempfänger) wirtschaftlich nichts. Der Netzbetreiber muss weiterhin seiner Verpflichtung aus den Zuschüssen gegenüber allen Netzkunden nachkommen und die Erlösobergrenze entsprechend mindern.

d. „Wie beurteilen Fremdkapitalgeber zinsfreies Kapital wie bspw. Zuschüsse?“

Vorab ist festzuhalten, dass es sich weder für den Netzbetreiber, dessen Investoren, noch die Netzkunden bei den Zuschüssen um wirtschaftlich zinsfreies Kapital handelt. Durch die bisherigen und auch künftigen Regulierungsvorgaben mindern die Zuschüsse die Verzinsungsbasis und verdrängen die ansonsten zu erwirtschaftende Verzinsung. Damit fallen die Erlösobergrenzen bzw. Umsatzerlöse des Netzbetreibers nicht nur um die Auflösung der Zuschüsse, sondern auch um die Zinsen auf die noch nicht aufgelösten Zuschüsse geringer aus. Auch aus Sicht des Netzkunden handelt es sich damit um die Hingabe einer verzinslichen Forderung, da der Netzkunde bzw. die Netzkunden insgesamt das Kapital über 20 Jahre inklusive Zinsen in Form von geringeren Netzentgelten zurückerhalten. Wirtschaftlich handelt es sich bei Zuschüssen im Sinne von Opportunitätskosten damit um **zinstragendes Fremdkapital**.

Fremdkapitalgeber bewerten zinsfreies Kapital regelmäßig nicht, da dieses als Working Capital meist von untergeordneter Bedeutung ist (vgl. aber nachfolgend bzgl. dynamischem Verschuldungsgrad). Da es sich vorliegend aber um langfristiges und damit auch zinstragendes Kapital handelt, ist lediglich die Frage, ob die Banken die Gegenleistungsverpflichtung kennen und bewerten bzw. beurteilen. Die Fremdkapitalgeber wissen, dass die Zuschüsse – anders als Eigenkapital – an die Kunden „zurückzubezahlen“ sind, so dass diese den gegebenen Fremdkapitalcharakter erkennen.

Zur Frage wie Investoren die Zuschüsse bewerten verweisen wir auf unsere Ausführungen zum Vergleich der bisherigen und der geplanten Systematik.

- e. „Wie werden sie bspw. beim Debt-Equity-Ratio berücksichtigt?“

Derartige Kennzahlen sind in der Betriebswirtschaft nicht einheitlich definiert und hängen von der Interpretation der jeweiligen Kapitalgeber ab. Zum Verschuldungsgrad gibt es eine vereinfachende statische und eine wirtschaftlich aussagefähigere dynamische Betrachtung. Bei der statischen Betrachtung wird das verzinsliche Fremdkapital ohne die Zuschüsse zum Eigenkapital ins Verhältnis gesetzt. Bei den dynamischen Betrachtungen wird das verzinsliche Fremdkapital (abzüglich der liquiden Mittel; Nettofinanzschuld) zum Cashflow der operativen Geschäftstätigkeit des Unternehmens ins Verhältnis gesetzt. Bei der Nettofinanzschuld finden die Zuschüsse in der Praxis vielfach keine Berücksichtigung. Beim Cashflow wird die erlösmindernde Wirkung dagegen meist berücksichtigt. Bei konsistenter Betrachtung führen die Zuschüsse nicht zu einer Verbesserung der Kennzahlen.

- 3) Expertenaustausch Kapitalkosten vom 08.07.2024 Folie 6: „Veräußert der (alte) Netzbetreiber das Netz, wird der Kaufpreis um die Zuschüsse reduziert sein.“

Der Wert und damit auch der Kaufpreis für ein Netz wird durch die Zuschüsse gemindert. Gleiches gilt für verzinsliches Fremdkapital bzw. Darlehen soweit diese auch übergehen. Zuschüsse und Darlehen reduzieren damit gleichermaßen den Kaufpreis bzw. den Marktwert des Eigenkapitals eines Netzbetreibers. Begründen lässt sich dies ebenfalls durch die vorgenannten Darstellungen zu den Cashflows. Der Unterschied bei Netzübernahmen ist lediglich, dass die Verpflichtung aus den Zuschüssen typischerweise auf den Erwerber übergeht, die Bankschulden hingegen bei einer reinen Asset-Transaktion in der Praxis üblicherweise nicht. Bei einer Unternehmens-Transaktion eines Netzbetreibers gehen die Bankdarlehen dagegen regelmäßig mit über und mindern wie auch die Zuschüsse den Eigenkapitalwert bzw. den Kaufpreis.

Hieraus den Schluss zu ziehen, dass für Zuschüsse Eigenkapitalcharakter vorläge, ist daher gerade nicht sachgerecht. Zuschüsse und Darlehen haben gleichermaßen vielmehr wirtschaftlich Fremdkapitalcharakter, wie auch diese Prüfbetrachtung zeigt.

3. Weiterführende Überlegungen

a) Merkmale für Eigenkapitalcharakter von Zuschüssen liegen nicht vor

Neben den Fragestellungen, die die BNetzA konkret geäußert hat, kann auch abstrakt der Charakter von Zuschüssen analysiert werden. Ausgehend von der wirtschaftlichen Überlegung, wann in einem Jahresabschluss nach § 6b EnWG bzw. aus Banken- und Investorensicht Eigenkapital vorliegt, werden nachfolgend die typischen Merkmale von Eigenkapital für die Zuschüsse geprüft.

Eigenkapital im wirtschaftlichen Sinne liegt dann vor, wenn folgende Kriterien kumulativ erfüllt sind:

- Nachrangigkeit des Kapitals,
- Erfolgsabhängigkeit der Vergütung und Verlustbeteiligung bis zur vollen Höhe und
- Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung.

Die Zuschüsse sind gerade **nicht wie Eigenkapital nachrangig** gegenüber anderem Fremdkapital, da bereits in der EOG-Minderung die Rückzahlung an die Netzkunden inklusive der zinsmindernden Wirkung berücksichtigt wird. Damit hat der Zuschuss **sogar eine Vorrangigkeit** vor allen anderen Fremdkapitalgebern, da diesen dann maximal noch die Liquidität verbleibt, die nach reduzierter Zahlung der Kunden an den Netzbetreiber verfügbar ist. Im **Insolvenzfall** werden die Netzkunden weiterhin bevorzugt, da der Erlös aus einem Netzkaufpreis, der den restlichen Fremdkapitalgebern zur Befriedigung zur Verfügung steht durch die Zuschüsse ebenfalls wie schon ausgeführt bereits gemindert wird; die Haftungssubstanz für die anderen Fremdkapitalgeber wird durch die Zuschüsse damit sogar verkleinert, so dass diese ein erhöhtes Ausfallrisiko trifft. Die Netzkunden hingegen genießen bei Fortführung des Netzbetriebes weiterhin den Vorteil, dass in der Netzentgeltkalkulation die historisch vereinnahmten Zuschüsse EOG-mindernd zum Ansatz kommen und erhalten damit ihre „Forderung“ unverändert angemessen, wie (sicheres) Fremdkapital verzinst zurück. Nach dem vorgeschlagenen System der Nettoverzinsungsbasis würden sich die Kapitalkosten für Zuschüsse damit unangemessen erhöhen. Wenn der Netzbetreiber für vorrangig zu bedienende Ansprüche der Netznutzer aber einen Zins oberhalb der Fremdkapitalkosten zahlt (dies ist beim WACC offensichtlich der Fall) würde er sich mit dem Einwerben von Zuschüssen wirtschaftlich schlechter stellen und damit nicht ökonomisch sinnvoll verhalten (vgl. hierzu auch nachfolgende Überlegungen).

Die Zuschüsse haben auch keine erfolgsabhängige Vergütung bzw. sind augenscheinlich auch nicht am Verlust des Netzbetreibers beteiligt. Die heutige Regulierungssystematik hat keine entsprechenden Regelungen, dass eine erlösmindernde Auflösung oder Verzinsung der Zuschüsse nur erfolgt, wenn Netzbetreiber ein dafür ausreichendes Ergebnis erzielt. Wie bei klassischen Bankdarlehen kommen eine ergebnisabhängige Vergütung und eine Verlustbeteiligung aber für die Zuschüsse gerade nicht in Betracht.

Einzig das Kriterium der langfristigen Kapitalüberlassung muss bei der 20-jährigen wirtschaftlichen Rückzahlung über die periodischen Auflösungen weiter vertieft untersucht werden. Allgemein wird gefordert, dass Eigenkapital in unveränderter Höhe zumindest für fünf Jahre dem Unternehmen zur Verfügung steht. Mit der wirtschaftlichen Rückzahlung ab dem ersten Jahr und damit einem nicht unwesentlichen Anteil in den ersten fünf Jahren ist auch dieses Kriterium nicht erfüllt. Allein dieses Kriterium würde aber auch nicht ausreichen, die Einordnung als Eigenkapital zu befürworten. Sonst wären schließlich auch klassischen Bankdarlehen als Eigenkapital anzusehen.

Da nicht ein Merkmal von Eigenkapital erfüllt ist, **scheidet eine Einordnung** von Zuschüssen als **Eigenkapital aus**. Im Umkehrschluss liegt damit Fremdkapital vor. Dies bedeutet, dass die

Netzkunden bezogen auf die Zuschüsse auch nur die Renditeanforderung eines Fremdkapitalgebers haben können. Aus Sicht der BNetzA wurde dagegen bis heute nicht schlüssig vorgetragen, warum Zuschüsse Eigenkapital sein sollten.

b) Ähnlich gelagerte Themen

Bezogen auf den Charakter von Zuschüssen können auch Überlegungen zu **Pensionsverpflichtungen** aufschlussreich sein. Da Pensionsverpflichtungen häufiger vorkommen, wurden auch bereits im Schrifttum Überlegungen angestellt, wie diese bei einer Unternehmensbewertung im CAPM angemessen zu berücksichtigen sind. In Frage steht hier aber logischerweise nicht, ob die Pensionsverpflichtungen als Eigenkapital angesehen werden könnten, sondern ob diese analog zu Bankdarlehen, Anleihen u. ä. als verzinsliches Fremdkapital zu behandeln sind. Die hierzu diskutierte Alternative ist, dass es sich dabei insgesamt um Arbeitslohn handelt, der aufgrund seiner Langfristigkeit implizit einen Zinscharakter enthält. Damit könnte es sich auch nur um eine einfache **Leistung (Arbeit) und Gegenleistung (Zahlung)** handeln, die bilanziell (sowohl im Handelsrecht als auch nach internationalen Rechnungslegungsstandards bspw. im IFRS) aufgrund der Langfristigkeit transparent mit einem **standardisierten Fremdkapitalzinssatz** abgebildet werden. Auch hier sind **keine Zinsen vereinbart** und die Zahlung erfolgt **verrechnet**. In diesem Fall ist lediglich der Kapitalgeber statt wie bei den Zuschüssen nicht der Kunde sondern der Arbeitnehmer. In der Unternehmensbewertung sind die Unterschiede bei stringenter Verarbeitung jedoch nicht allzu groß. Bei Umsetzung der Würdigung als reiner Arbeitslohn muss die Zins- und Tilgungskomponente im Cashflow verarbeitet werden anstatt im Zinssatz bzw. in der Wertüberleitung; bei beiden methodischen Ansätzen führt die Pensionsverpflichtung zu einer entsprechenden Wertminderung.

Zutreffend wird bei den Pensionen immer ein Fremdkapitalzins angewendet zur Verzinsung und auch zur Diskontierung. Es sind auch keine Quellen dafür bekannt, dass es sich bei Pensionsverpflichtungen ganz oder anteilig um Eigenkapital handeln würde. Dies ist logisch nachvollziehbar, da auch hier – wie bei Zuschüssen – nur **temporär der Cashflow an die Eigenkapitalgeber** beeinflusst ist. Der **grundsätzliche Gedankenfehler der BNetzA** in Bezug auf die Zuschüsse ist wohl, dass offensichtlich unterstellt wird, dass alles, was den Cashflow des Eigenkapitalgebers verändert auch Eigenkapital sei. Zutreffend ist, dass Pensionsverpflichtungen den Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens beeinflussen. Das beantwortet aber gerade nicht die Frage, ob Zuschüsse eigenkapitalersetzenden Charakter haben. Zuschüsse haben wie vorab ausführlich dargelegt wie auch Pensionsverpflichtungen keinen **eigenkapitalersetzenden Charakter**.

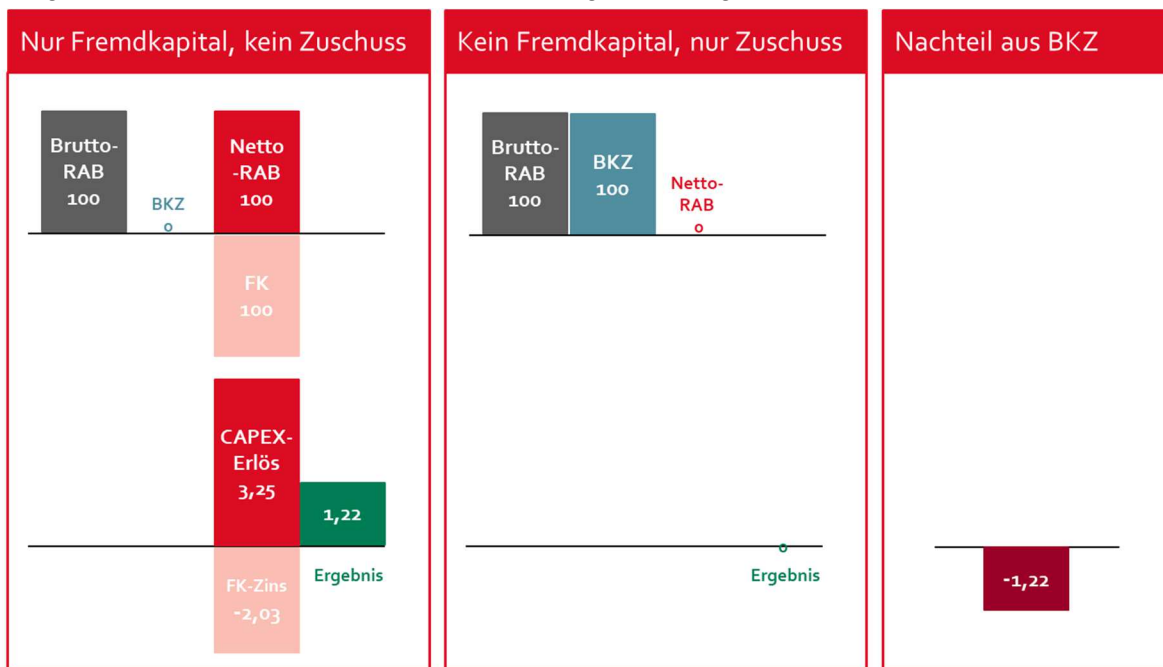
Bezogen auf **Zuschüsse** könnte auch die Frage gestellt werden, ob es sich hier nicht einfach um eine **Liefer- und Leistungsbeziehung** handelt, die aufgrund des Zeitraumes implizit einen Zinsanteil enthält. Der Netzkunde erhält Netzzugang sowie temporär günstigere Entgelte und bezahlt dies vorab, was tendenziell mehr für eine direkte Gegenleistung spricht als für eine wirtschaftliche Kapitalüberlassung. Da explizit kein Zins vereinbart ist, stellt sich hier die gleiche Frage wie bei Pensionsverpflichtungen, nämlich welcher Zinsanteil enthalten ist bzw. welcher Zinssatz hier zur Anwendung kommen muss. Da es sich nicht um Eigenkapital handelt

(auch nicht eigenkapitalersetzendes Kapital), kann auch hier – wie bei Pensionen – nur ein **Fremdkapitalzinssatz** zur Anwendung kommen.

c) Opportunitätsüberlegungen

Bei unveränderter konzeptioneller Umsetzung der Strom-/GasNEF der BNetzA könnte zur Verifizierung der Theorie auch ein Praxistest durchgeführt werden. Dies ist systematisch nur für die künftig zu vereinnahmenden Zuschüsse möglich, da der Netzbetreiber auf den bereits vereinnahmten Bestand an Zuschüssen naturgemäß keinen Einfluss mehr hat.

Der einfachste Test ist der Vergleich, ob die Aufnahme von Fremdkapital oder von Zuschüssen für den Netzbetreiber vorteilhafter ist. Damit wird der WACC mit dem individuellen FK-Zinssatz verglichen. Hintergrund ist, dass der WACC in Höhe des BKZ zu einer Minderung der Erlöse für CAPEX in der EOG führen würde und dagegen aber nur der FK-Zinssatz vom Netzbetreiber zu bezahlen wäre. Bei den Zinssätzen im Basisjahr 2020 ergibt sich ein WACC von 3,25 % ($5,07\% \cdot 0,40 + 2,03\% \cdot 0,60$) und ein FK-Zinssatz von 2,03 %. Damit würde sich der Netzbetreiber immer dazu entscheiden keinen Zuschuss vom Kunden zu verlangen, da dies die Erlöse und das Ergebnis um 3,25 [GE] mindern würde, die Aufnahme von Darlehen aber das Ergebnis nur um 2,03 [GE] senken würde; vgl. nachfolgendes Schaubild:

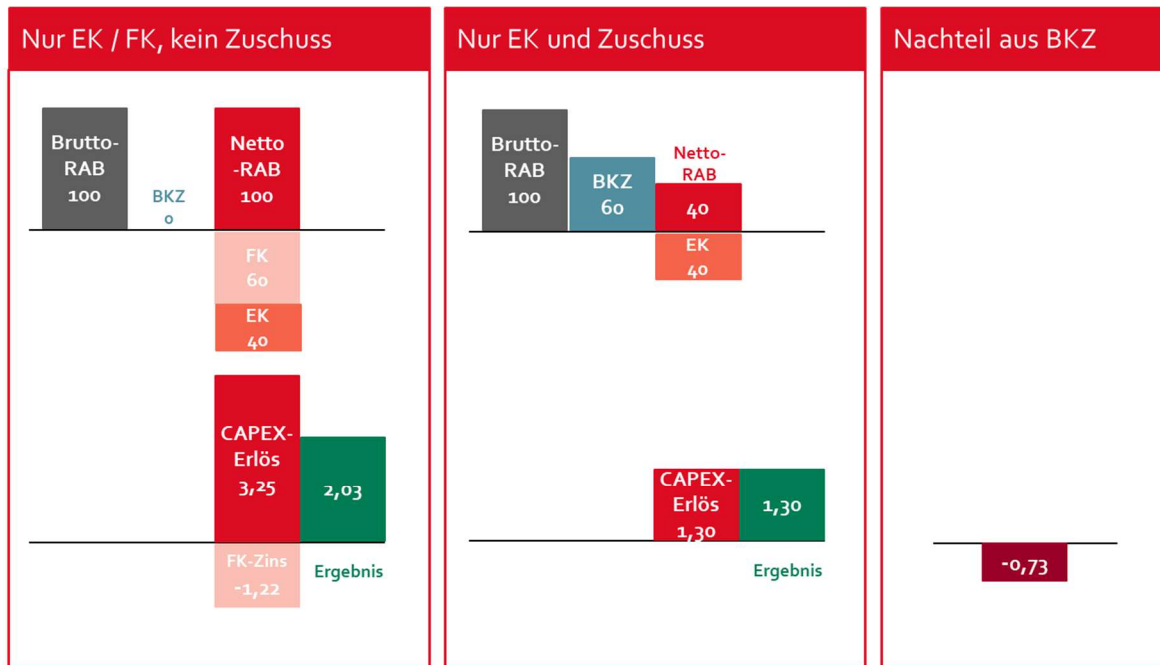


Um die gesamte Kapitalstruktur einschließlich Eigenkapital in einem Praxistest zu beleuchten nachfolgend noch ein entsprechend erweiterten Beispielfalles:

Bei einer notwendigen investiven Netzmaßnahme von 100 [GE] mit Kundenbezug erhält der Netzbetreiber Erlöse für CAPEX in der EOG von 3,25 [GE] entsprechend dem WACC mit 3,25 %. Er finanziert mit 40 [GE] Eigenkapital und 60 [GE] Fremdkapital wofür er 2,03 % bzw. 1,22 [GE] Zins bezahlen muss. Im Ergebnis verdient er damit 2,03 [GE] auf 40 [GE], was der beispielhaft unterstellten Eigenkapitalrendite von 5,07 % entspricht.

Alternativ zur Fremdfinanzierung hat er unterstellt die Möglichkeit vom Netzkunden einen BKZ zu erhalten. Dies führt dazu, dass er anstatt den 3,25 [GE] in der Regulierung nur noch Erlöse für CAPEX in der EOG von 1,30 [GE] erhält (3,25 % auf 40 [GE]), wofür er aber keine direkten Zinsen mehr bezahlen muss. Im Ergebnis erhält er damit 1,30 [GE]. Bei unverändertem Eigenkapitaleinsatz von 40 [GE] erzielt er damit nur noch eine Rendite von 3,25 %, deutlich unter der angemessenen Rendite von 5,07 %.

Gegenüberstellung in nachfolgendem Schaubild:



Aus diesen Tests wird klar, dass bei den von der BNetzA vorgeschlagenen Regelungen kein Netzbetreiber künftig aus ökonomischer Sicht freiwillig Zuschüsse vereinnahmen wird. Es besteht damit entgegen der Intention der BNetzA gerade ein Anreiz zur Fremdfinanzierung statt der Vereinnahmung von Zuschüssen.

Nicht zu vernachlässigen ist auch die Steuerungswirkung aus der bisherigen Regulierungssystematik. Ein wirtschaftlich handelnder Netzbetreiber hat bisher bezogen auf den Fremdkapitalanteil von 60 sowohl die Bankdarlehen als auch die Zuschüsse insgesamt so gesteuert, dass diese nicht über 60 liegen. Wenn die Zuschüsse jetzt anteilig auch Eigenkapital sind, dann führt dies zu einem systematischen Nachteil. Insoweit wäre dann zumindest ein langfristiger Übergangszeitraum für die Neuausrichtung, der vor dem Hintergrund der Auflösungszeiträume der Zuschüsse 20 Jahre betragen müsste, notwendig. Nur so wäre es möglich, dass die Netzbetreiber ihre bisherige Kapitalstruktur entsprechend anpassen, um Nachteile aus der Systemumstellung zu vermeiden. Allerdings würde dies nichts daran ändern, dass Netzbetreiber künftig soweit möglich keine Zuschüsse vereinnahmen werden.

4. Vergleich bisherige und geplante Systematik

Im bisherigen Regulierungsrahmen erfolgt im Basisjahr die Ermittlung der kalkulatorischen Verzinsungsbasis durch Abzug des verzinslichen Fremdkapitals, des weiteren Abzugskapitals (z. B. unverzinsliche Verbindlichkeiten und Kapitalausgleichsposten) und der noch nicht aufgelösten Zuschüsse vom aktivseitigen Vermögen (Anlage- und Umlaufvermögen; Regulated Asset Base – RAB). Auf das resultierende Eigenkapital erfolgt die Anwendung der festgelegten Eigenkapitalzinssätze. Zusammen mit den netzbetreiberindividuellen (tatsächlichen) Fremdkapitalzinsen ergibt sich so die zugestandene Gesamtverzinsung. Hinsichtlich der Eigenkapitalzinssätze wird zwischen den Eigenkapitalzinssätzen I und II unterschieden. Aus anreizregulatorischen Gründen findet der höhere EK I-Zinssatz nur auf bis zu 40 % der Brutto-RAB (Anlage- und Umlaufvermögen ohne Abzugskapital) Anwendung (regulatorische Eigenkapitalquote). Der restliche Teil des ermittelten Eigenkapitals wird mit dem (niedrigeren) EK II-Zinssatz im Sinne einer fiktiven Fremdkapitalfinanzierung verzinst. Im Ergebnis werden die Zuschüsse damit als reines (unverzinsliches) Fremdkapital betrachtet und verarbeitet (Verortung der Zuschüsse als Fremdkapital wirtschaftlich sachgerecht; vgl. Abschnitt 2.).

Die beschriebene bisherige Behandlung der Zuschüsse kann bei Anwendung des angedachten WACC-Ansatzes nicht mehr sachgerecht verarbeitet werden. Folgende Abbildung stellt die Grundzüge des bisherigen Regulierungsrahmens (links) und den von der BNetzA intendierten zukünftigen Regulierungsrahmen (rechts) gegenüber:



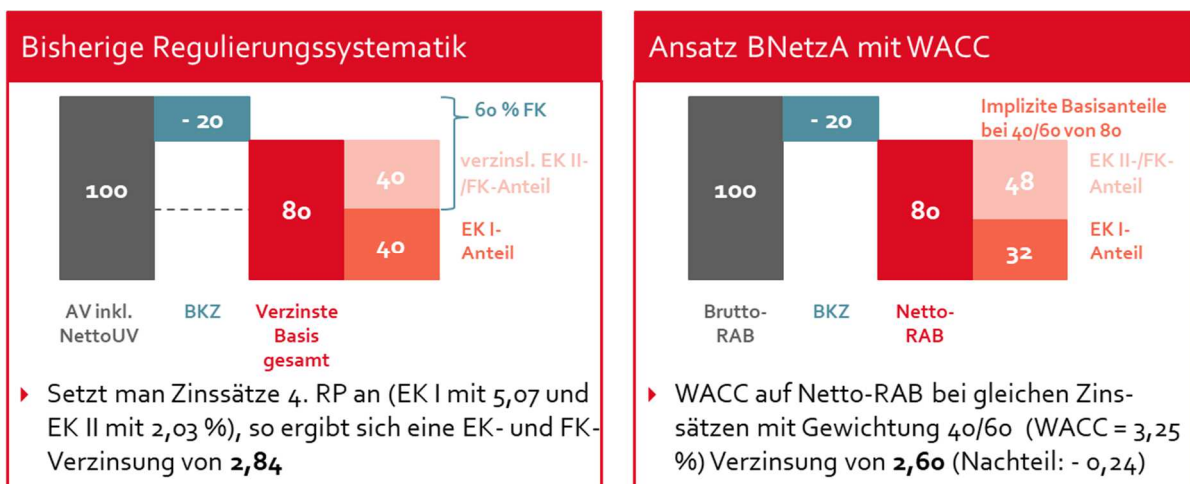
Die BNetzA plant den Gesamtkapitalzinssatz/WACC damit auf eine Netto-RAB anzuwenden, bestehend aus dem Anlagevermögen zzgl. pauschalem Nettoumlaufvermögen und abzgl. der noch nicht aufgelösten Zuschüsse. Damit werden die Zuschüsse nicht wie bisher (sachgerecht) als (reines) Fremdkapital behandelt, sondern als (anteiliges) Eigenkapital. Dieser Nachteil ist derzeit bereits in der Verzinsung des Kapitalkostenaufschlags (KKAuf) enthalten und würde durch die Ausweitung auf das gesamte betriebsnotwendige Vermögen erhebliche und sachlich nicht zu begründende wirtschaftliche Nachteile für die Netzbetreiber mit sich bringen.

Die geplante (neue) Verarbeitung der Zuschüsse im WACC-Ansatz ist wie ausgeführt wirtschaftlich nicht sachgerecht und führt bei der angedachten Systematik der BNetzA (bezogen auf Kapitalquote und Zinssätze) zu einer systematischen Verschlechterung durch eine geringere kalkulatorische Verzinsung im Netzbetrieb. Hintergrund ist, dass bisher die individuellen BKZ bei der Überleitung vom Vermögen zum Eigenkapital abgezogen wurden und das Eigenkapital mit (max.) 40 % Zins erhalten hat. Die BKZ waren zutreffenderweise vollständig als

Fremdkapital zinsmindernd eingegangen. Bei der angedachten Überleitung erfolgt aber der Abzug zum Netto-Vermögen, auf den sodann ein WACC mit gewichtetem EK- und FK-Zinssatz (voraussichtlich 40/60) zur Anwendung kommt, sodass anteilig die BKZ als Eigenkapital zinsmindernd zum Ansatz kommen.

Diese Problematik stellt sich bereits aktuell beim KKAuf, welcher auf der Systematik aufbaut, die die BNetzA nunmehr für die gesamte Verzinsung der EOG einführen möchte. Der KKAuf ist jedoch historisch bedingt. Bis zum Ende der zweiten Regulierungsperiode war keine unmittelbare Kapitalkostenwälzung innerhalb einer Regulierungsperiode möglich. Erst mit Einführung ab der dritten Regulierungsperiode mit den Elementen KKAuf und KKAuf wurde dies angepasst. Damals war sowohl der Gas- als auch Stromnetzbranche geholfen, dass die höheren Investitionen ohne Zeitverzug auch zu höheren Entgelten führten, sodass der systematische Nachteil - der demgegenüber nachrangig war - nicht weiter aufgegriffen wurde.

In der folgenden Abbildung wird der Unterschied anhand eines vereinfachten Beispiels dargestellt. Zur Anwendung kommen die regulatorischen Zinssätze EK I und EK II der aktuell laufenden vierten Regulierungsperiode Gas (5,07 % und 2,03 %). Der WACC ermittelt sich durch die vergleichbare normierte Kapitalstruktur mit 40 % Eigenkapital und 60 % Fremdkapital und beträgt damit 3,25 %. Durch die Ermittlung des Eigenkapitalanteils (EK I-Anteils; im Beispiel 40 Geldeinheiten) und des verzinsten Fremdkapitals (ebenfalls 40 Geldeinheiten) in der bisherigen Regulierungssystematik ergibt sich eine höhere Verzinsung als im BNetzA-WACC-Ansatz, da der Gesamtkapitalzinssatz WACC auf die Netto-RAB angewendet werden soll.



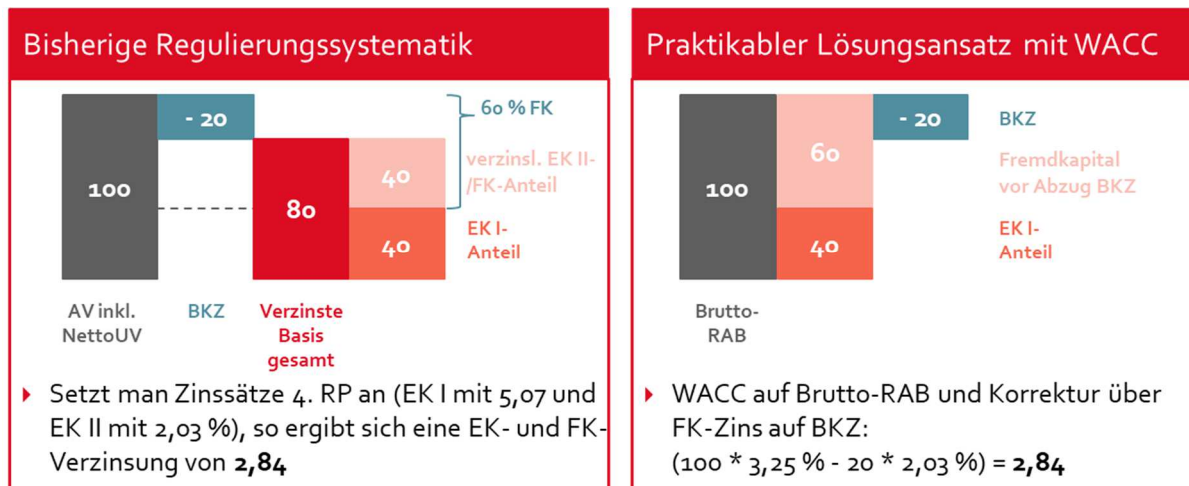
Je höher die – auch künftig – vereinnahmten Zuschüsse sind, desto höher fällt der Nachteil aus. Damit ist der Ansatz der BNetzA widersprüchlich zu der Zielsetzung, dass Netzbetreiber Zuschüsse künftig vermehrt zur Finanzierung und Steuerung der Leistungszuwächse einsetzen sollen. Jeder Netzbetreiber der noch nicht aufgelöste Zuschüsse hat, hätte daraus einen finanziellen Nachteil.

Grundsätzlich sind verschiedene Lösungsansätze zur Verhinderung der systematischen Verschlechterung der kalkulatorischen Verzinsung denkbar. Hierzu gehört z. B. die Anpassung,

der im WACC unterstellten normierten Kapitalstruktur - sprich ein höherer Eigenkapitalanteil - oder die Berücksichtigung eines Netzbetreiber-individuellen WACC, durch die Verwendung der unternehmensindividuellen Kapitalstruktur. Da die Höhe der Zuschüsse jedoch unternehmensindividuell ist, kann eine angepasste normierte Kapitalstruktur vermutlich nicht in allen Fällen zu einer Gleichbehandlung führen. Ein unternehmensindividueller WACC würde der von der BNetzA intendierten Vereinfachung der komplexen und verwaltungsaufwendigen Regulierung diametral entgegenlaufen, denn gerade die aufwendigen Kostenprüfungen der Basisjahre würden eben nicht entschlackt werden.

5. Lösungsansatz

Grundsätzlich ist eine einfache und praktikable Auflösung der systematischen Benachteiligung möglich, wie die nachfolgende Abbildung veranschaulicht. Kern dieses Ansatzes ist, dass sich die kalkulatorische Verzinsung im WACC-Ansatz im Gegensatz zur BNetzA-Variante nicht anhand der Netto-RAB, sondern an der Brutto-RAB ermittelt. Die RAB wurde damit noch nicht um die Zuschüsse bereinigt. Dadurch ergibt sich im Beispiel implizit ein gleich hoher Eigenkapitalanteil (EK-I-Anteil) wie in der bisherigen Regulierungssystematik. Da im ersten Schritt die implizit enthaltene Fremdkapitalverzinsung zu hoch ist, werden in einem zweiten Schritt die individuellen BKZ - multipliziert mit dem im WACC enthaltenen FK-Zinssatz als zinsmindernder FK-Anteil - bereinigt. Durch diese Bereinigung stellt sich wieder eine angemessene und individuelle kalkulatorische Verzinsung ein.



Die dargestellte Lösung erscheint aufgrund der weiterhin sachgerechten Behandlung von Zuschüssen als Fremdkapital ohne wirtschaftliche Verschlechterung bei der kalkulatorischen Verzinsung als angemessen. Der durch diese Vorgehensweise entstehende zusätzliche Verwaltungsaufwand ist gering, da sowohl der im WACC zum einsatzkommende Fremdkapitalzinssatz als auch die Höhe der nicht aufgelösten Zuschüsse bekannte Größen sind bzw. zukünftig ohnehin ermittelt werden müssen. Damit könnte auch den individuellen, bei den Netzbetreibern sehr unterschiedlich vereinnahmten Volumen an Zuschüssen in der Vergangenheit angemessen Rechnung getragen werden. Andernfalls würden gerade die Netzbetreiber, die

wie zukünftig von der BNetzA gewünscht bereits in der Vergangenheit auf die Lenkungswirkung der Zuschüsse zum Wohl der Kunden gesetzt haben, systematisch wirtschaftlich benachteiligt.

6. Gesamtwürdigung

Der bisher veröffentlichte BNetzA-Ansatz in Tenorziffer 10 der Strom- und GasNEF zur Berücksichtigung von Zuschüssen in einem WACC-Ansatz führt zu einer systematischen Schlechterstellung der Netzbetreiber und ist wirtschaftlich nicht sachgerecht. Die vorgeschlagene Lösung wäre einfach in der Umsetzung und führt auch vor dem Hintergrund der erwünschten Lenkungswirkung zu gerechten Ergebnissen.

II. Zinsbonus zur Anreizsetzung der Erhebung von qualifizierten Zuschüssen

Die grundsätzlichen Überlegungen zu einem Zinsbonus, mit dem Ziel Anreize für die Netzkunden bezogen auf die künftigen Leistungsanforderungen zu setzen, begrüßen wir. Dass hierunter auch Investitionszuschüsse erfasst werden sollen, folgt dabei sicherlich nicht der gleichen Intention. Um Anreize für die Netzbetreiber zu setzen, alle verfügbaren Finanzierungsquellen einzusetzen, ist es aber sinnvoll auch diese einzubeziehen. Im Ergebnis ist der Bonus für all diese Zuschüsse damit immer auch vom Kundeninteresse nach möglichst geringen Netzentgelten getragen.

Die hier benannten qualifizierten Zuschüsse hatten in der Vergangenheit vielfach in Relation eine geringe Bedeutung. Das nur künftige Zuschüsse zur Erreichung der gewünschten Anreize einbezogen werden sollen ist für einen Anreiz, der in die Zukunft gerichtet ist, nachvollziehbar. Es wird dabei aber nicht gewürdigt, dass einige Netzbetreiber, die diese Zuschüsse gerade auch mit der angeführten Motivation zum Wohle der Kunden auch bisher schon erhoben haben, bei dieser Betrachtung außen vor bleiben. Aus unserer Sicht ist daneben fraglich, ob der Zinsbonus systematisch nicht in der NEF, sondern im RAMEN beim Kapitalkostenaufschlag geregelt werden sollte.

Die konkret vorgeschlagene Umsetzung ist ebenfalls zu kritisieren. Dabei würde der Zinsbonus nur zu 25 % und auch nur über 5 Jahre wirken. Dies gilt insbesondere in Anbetracht des großen Nutzens für die Netzkunden. Der Anreiz für die Netzbetreiber sollte dabei mit dem Kundenvorteil in einem ausgewogenen Verhältnis stehen und einen deutlichen Anreiz bilden. Nach unserer Erwartung wird der Kundenvorteil darin liegen, dass deutlich weniger Netzausbaumaßnahmen bei reduzierter Leistungsbestellung notwendig sein werden, was zu entsprechend deutlich und auch dauerhaften geringeren Netzentgelten führen wird. Der Kundenvorteil wird damit um ein Vielfaches über dem angedachten Zinsbonus liegen. Wenn man diesen Vorteil in € auf die Zinswirkung der Zuschüsse bezieht, müsste diese bei nur annähernder marktwirtschaftlicher Aufteilung zwischen den beteiligten Parteien deutlich größer ausfallen. Um einen ausreichenden Anreiz zu schaffen, sollte der Bonus mit 40 % über den gesamten Auflösungszeitraum von 20 Jahren angesetzt werden.

Bei der jetzt vorliegenden Gestaltung besteht sogar trotz Bonus noch ein negativer Anreiz, da die oben dargestellten Nachteile aus dem Einwerben von Zuschüssen selbst isoliert bezogen auf neue Zuschüsse noch nicht einmal vollständig kompensiert werden. Die Finanzierung mit Fremdkapital ist für die Netzbetreiber auch inkl. Zinsbonus günstiger als die Finanzierung mit Zuschüssen.

Berlin, 14. März 2025

Stefan Ohmen
Vorstand GEODE Deutschland

GEODE
Magazinstraße 15/16
10179 Berlin
Tel.: 0 30 / 611 284 070
Fax: 0 30 / 611 284 099
E-Mail: info@geode.de
www.geode.de
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.