



GEODE Deutschland e. V. · Magazinstraße 15-16 · 10179 Berlin
Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas,
Telekommunikation, Post und Eisenbahnen
Große Beschlusskammer Energie
Postfach 8001
53113 Bonn

Per E-Mail: gbk@bnetza.de

Unser Az.: 04115-12/10552208
(Bitte stets angeben)

☎ (030) 611 284 0-70

Stefan Ohmen/Wa
Berlin/14.03.2025

Stellungnahme Gutachten Kapitalverzinsung

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit dem Eckpunktepapier „Netze.Effizient.Sicher.Transformiert.“ haben Sie die Weiterentwicklung des Regulierungsrahmens für Strom- und Gasnetzbetreiber für die 5. Regulierungsperiode gestartet und unter anderem den Vorschlag gemacht, die Systematik der Kapitalverzinsung mit der Einführung eines WACC-Modells (weighted average cost of capital) umzustellen.

In den bisherigen Überlegungen und Schlussfolgerungen von Ihnen und dem von Ihnen beauftragten Gutachten von Frontier Economics Ltd: „Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode“ vom 13.12.2025 (FE Gutachten) erkennt die GEODE zu einigen Aspekten Bedarf für eine weitere Vertiefung oder Revision Ihrer bisherigen Vorstellungen für die zukünftige Methodenfestlegung zur Kapitalkostenermittlung.

I. Vorbemerkung

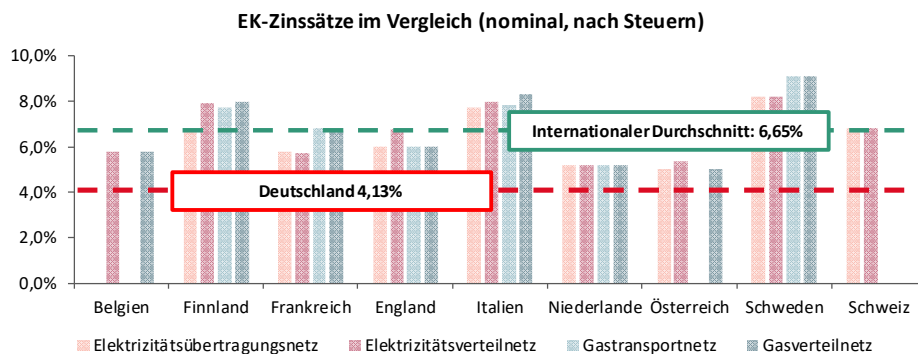
Die GEODE weist darauf hin, dass es für die Festlegung eines geeigneten Modells zur Berechnung der Kapitalverzinsung einer sorgfältigen Untersuchung der Auswirkungen bedarf und das Modell in der Gesamtbetrachtung sowohl im Sinne der Netzbetreiber als auch der Netznutzer sein sollte. Die Energiewende und der damit verbundene Umbau sowie die Erweiterung des Energiesystems zur langfristigen Versorgung bei gleichzeitig steigendem Energie-

GEODE Deutschland e. V.
AG Charlottenburg VR 37256 B
Lobbyregister: R001207

Magazinstraße 15-16 · 10179 Berlin · Deutschland
Tel.: +49 30 611 284 070 · Fax: +49 30 611 284 099
E-Mail: info@geode.de
www.geode.de

bedarf erfordert sehr hohe Investitionen in die (Netz-)Infrastruktur. Eine stabile, risikoangepasste und wettbewerbsfähige Kapitalrendite spielt eine zentrale Rolle, um das notwendige Kapital für die Umsetzung dieser für das Gelingen der Energiewende zentralen Vorhabens zu beschaffen.

Das durch Sie beauftragte FE Gutachten enthält wissenschaftliche Analysen, geht jedoch nicht ausreichend auf die Anforderungen von Investoren an eine risikoadäquate Verzinsung ein. Ein rein modellbasierter Ansatz, der mathematisch korrekt, aber nicht den Erwartungen an den Kapitalmärkten entspricht, ist nicht zielführend. Bisher sieht die GEODE auf Basis der Kapitalmarktdaten und der Entscheidungen anderer ausländischen Regulierungsbehörden eine erhebliche Benachteiligung für die deutsche Netzbranche.



Quelle: NERA Ermittlung Eigenkapitalzinssatz Präsentation im Auftrag des BDEW, 30.01.2025.

Generell begrüßt die GEODE die Systemumstellung zum WACC-Ansatz, da dieser international weit verbreitet ist und auch mehrheitlich im Rahmen von Festlegungen der Kapitalverzinsung der europäischen Regulierungsbehörden Anwendung findet. Die hohe internationale Akzeptanz erleichtert einen internationalen Vergleich der Gesamtkapitalverzinsung als Plausibilisierungsinstrument. Darüber hinaus wird der WACC-Ansatz auch von Investoren herangezogen, um die Attraktivität einer Investition in ein Unternehmen zu bewerten, da er eine gewichtete Durchschnittsbetrachtung der Eigen- und Fremdkapitalkosten ermöglicht und somit als Maßstab für die Mindestverzinsung des eingesetzten Kapitals dient. Wenn eine Investition eine Rendite unterhalb des WACC aufweist, würde dies den Unternehmenswert mindern. Bei der Erwartung von zu geringen Renditen werden rational handelnde Investoren Netzbetreibern kein zusätzliches Eigenkapital zur Verfügung stellen, bzw. wenn möglich bestehendes Eigenkapital reduzieren.

Die GEODE fordert, dass die Einführung des Systems sorgfältig in seiner Gesamtheit eruiert und in Abhängigkeit von den verschiedenen Faktoren, die Einfluss auf die Verzinsungsbedingungen nehmen, untersucht wird. Nur dadurch kann insgesamt eine risikoangepasste und wettbewerbsfähige Verzinsung erreicht werden. Hierzu wird insbesondere auch auf die Anlage zu dieser Stellungnahme zur Berücksichtigung von nicht aufgelösten Zuschüssen im WACC-Ansatz und zum Zinsbonus zur Anreizsetzung zur künftigen Erhebung von Zuschüssen verwiesen.

II. Erfordernis von Plausibilisierungen

1. Anforderungen im Rahmen der Ermittlung

Die GEODE fordert neben einer methodisch fundierten Ermittlung umfassende Plausibilisierungstätigkeiten, die sich sowohl zur Prüfung der einzelnen Eingangsparameter, als auch auf das Gesamtergebnis erstrecken. Die GEODE begrüßt daher, dass die Notwendigkeit einer Plausibilisierung der Ergebnisse im Gutachten von Frontier Economics erkannt wird. So wird im FE Gutachten ein Methodenpluralismus in der Punktschätzung der Marktrisikoprämie anhand impliziter Modelle sowie der Einbezug energiepolitischer Aspekte und Entscheidungen anderer europäischer Regulierer zur Bestimmung eines Punktschätzers innerhalb einer Bandbreite empfohlen. Ferner ergibt sich das Erfordernis von umfassenden Plausibilitätsprüfungen auch aus den Prüfkriterien und Anforderungen, die im FE Gutachten definiert wurden.

Durch die im FE Gutachten definierte Zielsetzung eines Kapitalmarktbenchmarks soll gewährleistet werden, dass die zu erwartende Verzinsung der Rendite einer Alternativanlage mit vergleichbarer Risikostruktur entspricht. Daneben wird zudem das Prüfkriterium Konsistenz aufgegriffen, dass neben der wissenschaftlichen Fundierung die Ergebnisse auch im Einklang mit dem tatsächlichen Investitionsverhalten am Kapitalmarkt stehen müssen.

2. Geeignete Quellen und Methoden zur Plausibilisierung

Hinweise auf eine Verzerrung der Ergebnisse lassen sich am zuverlässigsten durch einen umfassenden Vergleich sowohl mit den Ergebnissen anderer Methoden als auch mit den Entscheidungen anderer Regulierungsbehörden identifizieren.

Als besonders geeignet sind nach Ansicht der GEODE insbesondere Vergleiche zu Festlegungen internationaler Regulierungsbehörden, wie z. B. die Erhebung des Council of European Energy Regulators (CEER): Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks. Die jährliche Veröffentlichung von tatsächlich angesetzten Parametern gibt wertvolle Einblicke in die europäischen Festlegungen und kann zur Plausibilisierung sowohl der Einzelparameter wie der Marktrisikoprämie, dem Eigenkapitalzinssatz als auch des WACC dienen.

Daneben eignen sich auch Analystenberichte zu Vergleichsunternehmen, da diese zukunftsgerichtete Beurteilungen über die Entwicklung abbilden. Eine Verprobung der im Falle von Unternehmensbewertungen verwendeten WACCs kann ebenfalls zur Plausibilisierung dienen. Ebenso kann ein Vergleich eines impliziten Ratings mit der im Rahmen der Fremdkapitalkostenfestlegung unterstellten Bonität eines Finanzierbarkeitstests angewendet werden. Wenn der Netzbetrieb nicht zu den vorgesehenen Konditionen finanziert werden kann, liegt eine Erhöhung des Eigenkapitalzinssatzes nahe.

Für eine Plausibilisierung der Marktrisikoprämie bestehen mehrere Möglichkeiten neben dem zwingend notwendigen Methodenpluralismus bei der eigentlichen Ermittlung.

Bei der Anwendung der Methode der historischen Überrendite kann der sogenannte „Zinskeil“ Aufschluss über die Frage, ob die historischen Daten repräsentativ sind, geben und ggf. einen Anpassungsbedarf induzieren.

Es eignet sich auch ein Blick auf die Empfehlung des Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW). Entsprechend dem angewendeten pluralistischen Ansatz hat der FAUB dabei historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen sowie unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten aus den Marktkapitalisierungen der DAX-Unternehmen um aktuelle Beobachtungen ergänzt.

Zudem sollten weitere Evidenzen aus der Bewertungspraxis berücksichtigt werden, um die Vereinbarkeit der regulatorischen Entscheidungen mit den tatsächlichen Entwicklungen am Kapitalmarkt sicherzustellen. Hierbei kann die Analyse von veröffentlichten Gutachten (Squeeze Out u. ä.) sowie Studien (bspw. der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) als Plausibilisierungsmaßstab herangezogen werden.

Daneben sollten weitere Festlegungen in regulierten Bereichen zur Plausibilisierung der Marktrisikoprämie herangezogen werden, da diese eben nicht spezifisch für Netzbetreiber ermittelt wird, sondern den Markt abbildet. Im Telekommunikationsbereich sind die DMS-Daten der Ausgangspunkt für die Schätzung der Marktrisikoprämie – eine abweichende Festlegung bei Strom- und Gasnetzen innerhalb der gleichen Methodik wäre nicht nachvollziehbar.

Alle genannten Quellen sind frei verfügbar, einfach auszuwerten und von sehr hoher Praktikabilität.

Grundsätzlich weist die GEODE darauf hin, dass bei der Plausibilisierung der Zinssätze für Eigen- und Fremdkapital konsequent darauf zu achten ist, dass der Eigenkapitalzinssatz systematisch höher als der Fremdkapitalzinssatz ausfallen muss. Während Fremdkapitalgebern vertraglich festgelegte Zinszahlungen und im Regelfall eine vorrangige Rückzahlungsverpflichtung zusteht, haben Eigenkapitalgeber keine derartigen Rechte und werden immer nachrangig an letzter Stelle bedient. Durch das Risiko unplanbarer, unregelmäßiger und unsicherer Cashflows sowie eines möglichen Kapitalverlusts durch die nachrangige Stellung im Insolvenzfall, fordern Eigenkapitalgeber systematisch höhere Renditen für ihr eingesetztes Kapital.

III. Eigenkapitalzinssatz

1. Allgemeine Konsistenzbedingungen

Die GEODE gibt zu bedenken, dass zur Erfüllung der Konsistenzbedingungen bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten nach dem CAPM die Charakteristika Laufzeit, Verfügbarkeit, Kreditrisiko, Verzinsung/Renditekonzept und Währung einzubeziehen sind.

Frontier Economics gehen diesbezüglich auf die Restlaufzeit, Verzerrungen durch Convenience Yield (Verfügbarkeit), das Renditekonzept (Kursgewinne) sowie Risikoprämien für Ausfallrisiken ein. Allerdings wurde die einzuhaltende Währungskonsistenz innerhalb des CAPM in dem beauftragten FE Gutachten gar nicht erst untersucht.

Die GEODE fordert, mögliche Datenquellen für die Herleitung des risikolosen Zinssatzes in der Abschätzung der Marktrisiko vollumfänglich einzubeziehen und zu evaluieren. Verletzungen von Konsistenzbedingungen des CAPM sind durch Aufschläge oder transparente Anpassungen zu korrigieren.

a) Restlaufzeit

Die Restlaufzeit des risikolosen Zinssatzes und dem risikolosen Zinssatz in der Berechnung der Marktrisikoprämie sollte identisch sein. Durch die Anwendung von zwei unterschiedlichen Referenzreihen auf Basis unterschiedlicher Datensätze besteht ein hohes Verzerrungsrisiko.

Aus den aktuellen Publikationen von DMS werden keine Hinweise zu Restlaufzeiten des in der Marktrisikoprämie als Abzugsposition genutzten World Bond Total Return (DMS WBTR) Index gegeben. Sollte die Berechnung der Marktrisikoprämie weiterhin auf DMS WBTR basieren, fordert die GEODE die Prüfung eines Ansatzes einer Laufzeitprämie als Ausgleich für die durch die Vernachlässigung dieser Konsistenzbedingungen entstehenden Verzerrungen.

b) Verfügbarkeit

Die GEODE stimmt mit Frontier Economics überein, dass bei der Bestimmung des risikolosen Zinssatzes (erneut) zu untersuchen ist, ob eine Verzerrung des Renditeniveaus unter anderem auf eine Liquiditätsprämie bzw. Verfügbarkeitsprämie (engl. Convenience Yield) zurückzuführen ist. Deutsche Staatsanleihen haben in den letzten zwei Jahrzehnten aufgrund ihrer sehr hohen Bonität eine besondere Stellung eingenommen. Dies ist weiterhin zu erwarten, da sich die Bonitätsstufe deutscher Staatsanleihen nicht verändert hat. Es besteht weiterhin die Wahrscheinlichkeit, dass zukünftig eine Verfügbarkeitsprämie vorliegen könnte und damit die Gefahr einer Verzerrung des risikolosen Zinssatzes nach unten.

Die GEODE begrüßt daher die Auffassung von Frontier Economics, die Eignung von verfügbaren Anpassungsmethoden zu evaluieren. Die GEODE fordert bei der Quantifizierung der Verfügbarkeitsprämie nicht nur auf den Abgleich von Euro AAA Staatsanleihen zu deutschen Staatsanleihen abzustellen.

c) Kreditrisiko

Bei der Ermittlung eines risikolosen Zinssatzes ist grundsätzlich darauf zu achten, dass die Kapitalanlage keinen Insolvenzrisiken ausgesetzt ist. In der Realität lässt sich dies nur näherungsweise realisieren. Als der beste Indikator für ein risikoloses Investment gelten die Renditen von Staatsanleihen mit bester Bonität (AAA). Die Mehrzahl der in dem DMS WBTR-Datensatz einbezogenen Länder weisen allerdings ein schlechteres Rating als AAA aus. Somit

enthalten die Anleiherenditen Risikoprämien für Kreditrisiken, was zu einer Überschätzung des risikolosen Zinssatzes und damit zur Unterschätzung der Marktrisikoprämie führt.

Die GEODE stimmt dem Vorschlag von Frontier Economics – für den Fall, dass der Ansatz der historischen Überrendite auf Basis der DMS-Daten herangezogen werden sollte – zu, die Verzerrung des Kreditrisikos durch die Anwendung eines alternativen Länderportfolios auszugleichen. Dabei spricht sich die GEODE im Sinne eines globalen Portfolioansatzes für eine Durchschnittsbildung nationaler Marktrisikoprämien aus. Dieser Lösungsansatz ist auch in Hinblick auf die Plausibilität und Transparenz der einbezogenen Länder und deren Gewichtung zu befürworten.

d) Verzinsung/Renditekonzept

Die im CAPM geforderte Rendite einer risikolosen Anlage ist nur mit der Endfälligkeitsrendite (engl. Yield to Maturity) kreditrisikoloser Anleihen zu beobachten. Mit der beabsichtigten Verwendung von DMS-WBTR-Anleiherenditen werden sog. Gesamrenditen (engl. Total Returns) betrachtet, die auch Renditen aus Preisänderungen der Anleihen beinhalten. Somit sind in diesem Zusammenhang die konzeptionellen Anforderungen des CAPM verletzt. Da Preisänderungen von Anleihen auch auf Marktstimmungen, Zinsänderungserwartungen und Liquiditätsfaktoren zurückzuführen sind, reflektieren sie nicht die reine risikolose Verzinsung. Der Verwendung dieser Werte führt somit systematisch zu einer Verzerrung der Eigenkapitalkosten.

Sollte die BNetzA beabsichtigen, die Herleitung einer Marktrisikoprämie auf Basis der DMS-Daten durchzuführen, so fordert die GEODE, eine Anpassung der DMS-Daten auf Basis von alternativen Datenquellen vorzunehmen. Laut FE Gutachten könnte eine Bandbreite zur Anpassung der Marktrisikoprämie auf Basis der DMS-Daten herangezogen werden. Die GEODE befürwortet auch die Anregung einer Anpassung der Marktrisikoprämie aus dem DMS-Datensatz, sodass sich einer Konsistenz bzgl. der Kursgewinne zwischen dem risikolosen Zinssatz und dem risikolosen Zinssatz als Abzugsposition in der Schätzung der Marktrisikoprämie angenähert werden kann. Insbesondere bei kurzfristigen Laufzeiten (z. B. Bills) treten keine Kursgewinne auf, weswegen diese berücksichtigt werden sollten.

e) Währung

Die Währungskonsistenz innerhalb des CAPM spielt eine beachtenswerte Rolle. In der Wissenschaft wird die Äquivalenz in Bezug auf Zahlungsströme und Zinssätze gefordert.

In den bisherigen Festlegungen wurde die Herleitung der Kapitalverzinsung jedoch durch eine Mischung von risikolosen Zinssätzen und Risikozuschlägen aus unterschiedlichen Währungsräumen umgesetzt. Gleichzeitig erfolgt die Entlohnung der Netzbetreiber zweifelsfrei in Euro. Wenn an der bisherigen Vorgehensweise zur Berechnung des Eigenkapitalzinssatzes festgehalten wird, kommt das Währungsrisiko damit zum Tragen, da die Äquivalenz zwischen Zahlungsströmen und Zinssätzen verletzt wird.

Das globale CAPM, bzw. die bisher in den Festlegungen angewandte „Mischform“ unterstellt die Gültigkeit der Kaufkraftparität. Die Kaufkraftparitätstheorie beinhaltet die Annahme, dass die erzielte Rendite eines Investors in ausländischer Währung ohne Kaufkraftverlust in die eigene Währung übertragen werden kann. Diese Theorie ist empirisch nicht bestätigt und würde die Existenz von Währungssicherungsgeschäften sowie Fremdwährungsanleihen obsolet machen.

Unter Berücksichtigung der aktuellen Diskussion könnten mit der Anwendung eines lokalen CAPM die Annahmen eines integrierten Kapitalmarktes bzw. Wechselkursrisiken umgangen werden und mit Blick auf die praktische Umsetzbarkeit vorteilhafter sein.

2. Marktrisikoprämie

a) Methoden zur Schätzung der Marktrisikoprämie

Das FE Gutachten betrachtet drei Haupt-Methoden zur Herleitung einer Marktrisikoprämie:

- Historischer Ansatz – Renditen (Total Markt Return-Ansatz)
- Implizite Kapitalkosten
- Historischer Ansatz – Überrenditen

Die GEODE weist darauf hin, dass keine „richtige“ und „falsche“ oder gar „beste“ Methode für die Schätzung einer Marktrisikoprämie existiert. Für keine der drei Methoden gibt es eine klare wissenschaftliche Evidenz; alle Methoden haben ihre Vor- und Nachteile. Und selbst innerhalb einer Methode ergeben sich große Bandbreiten bei der Anwendung von unterschiedlichen Datengrundlagen, Zeiträumen, Bereinigungen, Mittelwertbildungen und vielen anderen Parametern.

Die mit der Schätzung der Marktrisikoprämie verbundene Unsicherheit und der dadurch gebotene Weitblick geht auch aus dem FE Gutachten klar hervor. Viel mehr entscheidend und wissenschaftlich auch unausweichlich ist es deshalb, auf Methodenpluralismus zu setzen und damit die Berechnung auf Basis der verschiedenen, in der ökonomischen Praxis auch angewandten Ansätze parallel zueinander durchzuführen und mindestens ergänzend zu betrachten. Auch Ansätze, die möglicherweise nicht als primäre Informationsquelle zur Ermittlung der Marktrisikoprämie herangezogen werden, können aufschlussreich zur Höhe und Entwicklung der Marktrisikoprämie sein und sollten daher nicht aufgrund einzelner Schwächen komplett verworfen werden.

Die GEODE begrüßt daher den im FE Gutachten enthaltenen Vorschlag, die impliziten Kapitalkosten-Methoden anzuwenden.

Ein ausschließlicher Rückgriff auf historische Überrenditen stünde auch nicht im Einklang mit den Prüfkriterien Konsistenz (wissenschaftliche Fundierung und tatsächliches Investitionsverhalten am Kapitalmarkt), Robustheit (angemessene Sensitivität gegenüber Modellierungsannahmen) und Methodenrisiko (negative ökonomische Konsequenzen). Eine alleinige Heranziehung der historischen Überrendite wäre außerdem im Widerspruch zu den entsprechenden Ausführungen im FE Gutachten.

Aufgrund der vorliegenden wissenschaftlichen Hinweise und damit dem empirisch gegebenem Zusammenhang zwischen dem Zinsniveau und der Marktrisikoprämie sowie der durch die Gutachter hervorgehobenen Praktikabilität („moderater Daten- und Schätzaufwand“) des Total Market Return Ansatzes ist diese Methode ebenfalls heranzuziehen. Insbesondere da auch empirisch belegt ist, dass weder die Marktrisikoprämie noch die Marktrendite im Zeitverlauf vollständig konstant sind. Beide Methoden beruhen auf theoretischen Annahmen und ermöglichen die Berechnung von Konfidenzintervallen. Daher widerspricht die GEODE der Schlussfolgerung im FE Gutachten, dass der Total Market Return Ansatz aufgrund großer Bandbreiten mit einem hohem Methodenrisiko behaftet sei.

Vielmehr sollte die Bewertung der Marktrisikoprämie auf einer Kombination unterschiedlicher Ansätze basieren, um Verzerrungen und Unsicherheiten einzelner Methoden zu minimieren. Dieser pragmatische Ansatz wird auch in regulatorischen Empfehlungen hervorgehoben, die betonen, dass eine breite methodische Grundlage zu einer robusteren und ausgewogeneren Ermittlung der Marktrisikoprämie führt. Im Gegensatz zu den bisherigen Festlegungen in Deutschland finden sich in den internationalen Festlegungen anderer Regulierungsbehörden die Nutzung aller drei Methoden – einzeln oder auch kombiniert. Europäische Regulierungsbehörden berücksichtigen jedenfalls mehr als eine Methode zur Schätzung der Marktrisikoprämie.

In der Gesamtwürdigung der internationalen Regulierungspraxis, der Prüfkriterien des FE Gutachtens und beim Fehlen eines „besten“ Ansatzes, fordert die GEODE mit Nachdruck ein zukünftiges Abstellen auf einem Methodenpluralismus.

b) Schätzung auf Basis von historischen Überrenditen

Für die Schätzung der Marktrisikoprämie auf Basis einer ausgewählten „Haupt-“Methode müssen alternative Methoden und Datenpunkte zur Ermittlung eines Punktschätzers innerhalb der Bandbreite dieser „Haupt-“Methode herangezogen werden.

Die GEODE begrüßt dahingehend die Offenheit bei der Ausgestaltung der Methode. Alternative Datenpunkte sowohl inner- und außerhalb der DMS-Daten können die Plausibilität und Transparenz erhöhen. Sollte die Ableitung einer Marktrisikoprämie auf Basis der DMS-Daten durchgeführt werden, so weist die GEODE auf den Vorschlag im FE Gutachten hin, einige Anpassungen innerhalb der Ableitung durchzuführen. Die GEODE fordert zudem, alternative Datenquellen zur Ermittlung der Marktrisikoprämie heranzuziehen. Dies ist angezeigt, da die DMS-Datenbank insbesondere mit Blick auf den bisher verwendeten Datenpunkt erhebliche

Plausibilitäts-, Konsistenz- und Transparenzdefizite aufweist. Die Verwendung des bisherigen Datenpunkts in der DMS-Datenbank steht zudem im Widerspruch zu den Anforderungen und Prüfkriterien des FE Gutachtens, sodass auch Frontier Economics empfehlen, zusätzlich auch die JST-Datenbank in Betracht zu ziehen. Die JST-Daten sind die Grundlage von einigen akademischen Arbeiten und stellen darüber hinaus eine größere Anzahl an Datenpunkten zur Verfügung.

Daneben lassen Sie in Ihrem Einordnungsschreiben Offenheit bezüglich des in Zukunft betrachteten Länderkreises, der Gewichtung dieser Länder und des Beobachtungszeitraums erkennen. Dies steht im Einklang mit einem wissenschaftlichen Vorgehen, da auch innerhalb der Methode keine eindeutig überlegene Variante existiert. Dies legt nahe, verschiedene plausible Varianten als Bandbreite zu erfassen.

Die Mittelwertbildung über die Zeitreihen wurde weder im FE Gutachten noch in Ihrem Einordnungsschreiben thematisiert. Da die Mittelwertbildung unumstritten einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Höhe der Marktrisikoprämie hat, muss sich die Mittelwertbildung am Stand der Wissenschaft und an der gängigen Regulierungspraxis im internationalen Vergleich orientieren. Die wissenschaftliche Literatur spricht sich hierbei mehrheitlich und in der Tendenz zunehmend für eine Verwendung des arithmetischen Mittels aus. Auch im Rahmen der Festlegung für den Telekommunikationsbereich gibt die Europäische Kommission die Verwendung des arithmetischen Mittels vor.

Daneben möchte die GEODE den im FE Gutachten enthaltenen Hinweis hervorheben, dass hierbei auch energiepolitische Aspekte (z.B. Netzausbau für Energiewende erforderlich) oder auch Entscheidungen anderer europäischer Regulierer einzubeziehen sind.

3. Durchschnittsfenster und Fixierung

Die GEODE weist darauf hin, dass die Länge des Durchschnittsfensters bzw. Beobachtungszeitraums einerseits starke Schwankungen vermeiden und andererseits das Zinsniveau zeitnah erfassen sollte.

Grundsätzlich hält die GEODE eine Orientierung an der Länge der Regulierungsperiode (5 Jahre, später ggf. 3 Jahre) für angemessen. Die Anwendung von sehr langen Durchschnitten (z. B. 10 Jahre) erscheint weniger zielführend. Alternativ könnte bei einer längeren Durchschnittsbildung eine höhere Gewichtung für aktuellere Zeiträume angesetzt werden.

Die GEODE spricht sich im Sinne einer besseren Planbarkeit für die Unternehmen und Anleger für eine Fixierung des Eigenkapitalzinssatzes für die gesamte Regulierungsperiode aus.

IV. Fremdkapitalzinssatz

1. Methodik zu Herleitung des Zinssatzes

Die GEODE stimmt der Verwendung einer „direkten“ marktorientierten Bestimmung eines Fremdkapitalzinssatzes anhand eines Anleiheindex über der Anwendung eines anleihebasierten Ansatzes von Vergleichsunternehmen zu.

2. Einflussfaktoren auf den Fremdkapitalzinssatz

Die GEODE weist darauf hin, dass die Höhe des Fremdkapitalzinssatzes von verschiedenen Faktoren abhängt, die sowohl makroökonomische als auch unternehmensspezifische Aspekte umfassen. Dies betrifft zum einen das Finanzierungsumfeld kleinerer Netzgesellschaften als auch mögliche Diskrepanzen zwischen den Finanzierungskosten für Strom- und Gasnetzbetreiber. Ein pauschaler Ansatz über einen Anleiheindex könnte die Finanzierungssituation kleinerer Netzbetreiber nicht vollständig abbilden. Kleinere Netzbetreiber sind häufig stärker auf Bankfinanzierungen angewiesen und haben dabei oft abweichende Konditionen, da sie nicht von Skaleneffekten, einer breiten Investorenbasis oder der Möglichkeit zur Diversifikation ihrer Finanzierungsquellen wie große Netzgesellschaften profitieren. Daneben weicht die Kapitalstruktur kleinerer Netzgesellschaften oftmals von größeren Netzgesellschaften ab, was zu einer schlechteren Bonität und entsprechend höherem Fremdkapitalzinssatz führt. Die tatsächlichen Parameter für kleinere Netzgesellschaften sollten daher geprüft werden, um insgesamt realistische Marktbedingungen zu reflektieren.

Die GEODE regt daneben an, eine Differenzierung zwischen Strom- und Gasnetzen zu erwägen. Hierbei weisen die Gutachter von Frontier Economics richtigerweise insbesondere auch auf die Herausforderungen für die Gasnetzbetreiber hin. Diese stehen vor strukturellen Herausforderungen aufgrund der Dekarbonisierung und ggf. einer Stilllegung von Gasnetzen. Es ist daher anzunehmen, dass Gasnetzbetreiber mit höheren Fremdkapitalkosten konfrontiert sein werden, da sich Unsicherheiten über ihre langfristige Nutzungsperspektive verstärken. Die im FE Gutachten genannte Möglichkeit der Anpassung der Abschreibungsmethodik von Gasnetzen durch KANU 2.0 verstärkt die Erwartung eines endlichen Modells, was Investoren perspektivisch abschreckt bzw. mit höheren Zinsforderungen einhergeht. Die Gutachter sehen im Moment keinen Anpassungsbedarf, da der Effekt empirisch noch nicht nachweisbar ist. Dieser kann auch folgerichtig noch nicht nachweisbar sein, da aufgrund der Aktualität noch gar keine empirische Datenbasis bestehen kann. Die GEODE fordert entsprechend, diesen Sachverhalt und die Auswirkungen auf die Kapitalverzinsung kritisch zu überprüfen.

a) Bonität und Branche

Die GEODE hält eine Festlegung eines BBB-Ratings als Basis für den Anleiheindex-basierten Ansatz für angemessen, da dieses den beobachtbaren Kreditratings der Branche entspricht und mit einer Kapitalstruktur 40 % Eigenkapital zu 60 % Fremdkapital in Einklang steht.

b) Fremdkapitalnebenkosten

Die GEODE begrüßt grundsätzlich die Inkludierung von Fremdkapitalnebenkosten im Fremdkapitalzinssatz, jedoch betreffen die im FE Gutachten genannten Emissionskosten und Transaktionskosten nur Fremdkapitalnebenkosten bei einer Emission von Anleihen.

In der regulatorischen Praxis finanzieren sich sehr viele Netzbetreiber aufgrund der typischen Finanzierungsvolumen nicht direkt über den Kapitalmarkt, sondern über klassische Bankdarlehen. Der Grund dafür ist, dass für diese Unternehmen zum Teil kein Kapitalmarktzugang besteht, bzw. es bei den geringeren Finanzierungsvolumina kosteneffizienter ist, Bankdarlehen in Anspruch zu nehmen. Die GEODE fordert daher, bei der Zins-Festlegung typische Finanzierungsbedingungen zugrunde zu legen.

Die Kreditzinsen enthalten sowohl Bankenmargen als auch Nebenkosten für die Beschaffung des Fremdkapitals. Somit sind unter dem Zinsaufwand sowohl Aufwendungen während der Laufzeit als auch nach Rückzahlung des Fremdkapitals abgebildet. Dies kann unter Zuhilfenahme von handelsrechtlichen Vorschriften plausibilisiert werden. Demgemäß sind in den Nebenkosten von Fremdkapital im Zinsaufwand der Gewinn- und Verlustrechnung folglich mehr als nur die Kreditzinsen (inkl. Bankenmarge) und Emissionskosten enthalten. Hier sind auch weitere Punkte wie Kreditprovisionen, Bereitstellungsprovisionen, Bürgschafts- und Avalprovisionen, Kreditbereitstellungsgebühren, Verwaltungskostenbeiträge, Besicherungskosten u.s.w. anzuführen. Um die Gesamtkosten des Fremdkapitals vollständig abzubilden, fordern wir, die anfallenden Nebenkosten durch einen pauschalen Aufschlag mit einzubeziehen und dabei auch die Konditionen kleinerer Netzbetreiber angemessen zu berücksichtigen. So hat beispielsweise die britische Regulierungsbehörde einen höheren Kostenaufschlag für kleine Unternehmen festgelegt.

c) Volumen der Fremdkapitalaufnahme

Der Effekt des Fremdfinanzierungsvolumens auf den Fremdkapitalzinssatz war bisher nicht Gegenstand der Untersuchungen von Frontier Economics zur Umstellung der Methode der Kapitalverzinsung.

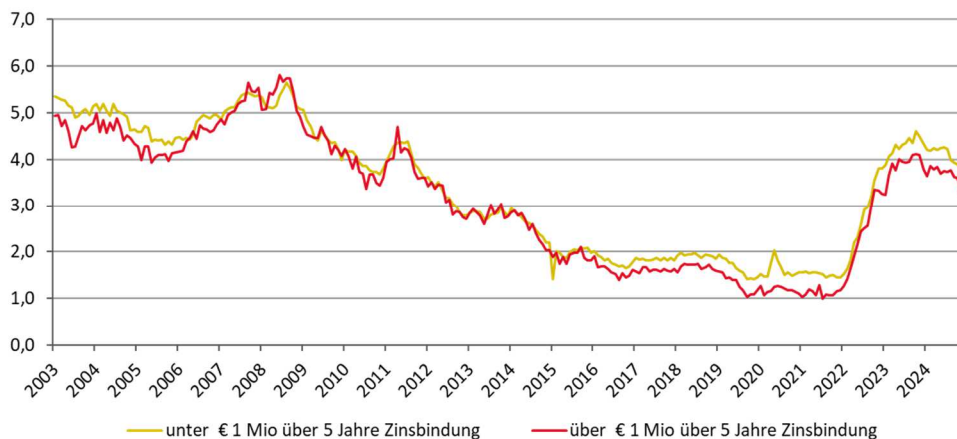
Der Verlauf der nachfolgenden Zinsreihen der Deutschen Bundesbank zeigt, dass bei geringerem Kreditvolumen höhere Zinssätze durch die Kreditgeber verlangt werden. Andererseits scheint dieser Effekt mit zunehmender Zinsbindung im Durchschnitt abzunehmen.

Entwicklung Kreditzinssätze von nichtfinanziellen KapG Januar 2003 bis Dezember 2024



Quelle: Deutsche Bundesbank. Für die Zinsreihe "unter € 1 Mio. über 1 bis 5 Jahre Zinsbindung (Zinsreihenschlüssel: BBIM1.M.DE.B.A2A.I.R.0.2240.EUR.N) und Zinsreihe "über € 1 Mio. über 1 bis 5 Jahre Zinsbindung (Zinsreihenschlüssel:

Entwicklung Kreditzinssätze von nichtfinanziellen KapG Januar 2003 bis Dezember 2024



BBIM1.M.DE.B.A2A.I.R.1.2240.EUR.N).

Quelle: Deutsche Bundesbank. Für die Zinsreihe "unter € 1 Mio. über 5 Jahre Zinsbindung (Zinsreihenschlüssel: BBIM1.M.DE.B.A2A.J.R.0.2240.EUR.N) und Zinsreihe "über € 1 Mio. über 5 Jahre Zinsbindung (Zinsreihenschlüssel: BBIM1.M.DE.B.A2A.J.R.1.2240.EUR.N).

Die GEODE weist darauf hin, dass von den Netzbetreibern in der Regel kleinere Kreditvolumina abgerufen werden, da überwiegend im Zeitablauf bedarfsgerecht in mehreren Tranchen Kapital aufgenommen wird. Zudem ist die durchschnittliche Zinsdifferenz bei Krediten mit einer Zinsbindung von über 5 Jahre angestiegen.

Da die Fremdkapitalkosten vom Darlehensvolumen belegbar beeinflusst werden, fordert die GEODE eine Untersuchung und den Einbezug dieses Effektes.

d) Referenzzinsreihe

Die GEODE hebt hervor, dass bei der Verwendung eines Anleiheindizes eine sachgerechte Abbildung des Fremdkapitalzinssatzes für die Strom- und Gasnetzbetreiber sichergestellt werden muss. Grundsätzlich erscheint ein sektorspezifischer Anleiheindex gegenüber einem Nicht-sektorspezifischen Anleiheindex aufgrund seiner Industrieklassifizierung grundsätzlich angemessener. Gleichwohl weist die GEODE darauf hin, dass die Zinsreihen zum einen Energieversorgungsunternehmen und nicht reine und insbesondere kleinere Netzbetreiber reflektieren und zum anderen die Datenbasis geringer ist, so dass die Ergebnisse stärker durch einzelne Datenpunkte beeinflusst werden können.

Um eine sachgerechte Ermittlung des Fremdkapitalzinssatzes sicherzustellen, fordert die GEODE, die Konstruktion einer speziell für deutsche Netzbetreiber repräsentativen Zinsreihe bei der Deutschen Bundesbank anzufragen. Nach derzeitigem Kenntnisstand ist die Konstruktion seitens der Deutschen Bundesbank möglich.

Für ein Gespräch und ein Gespräch stehen wir gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Stefan Ohmen
Vorstand