

› STELLUNGNAHME

Zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die vierte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung nach § 7 Abs. 6 Strom- bzw. GasNEV (BK4-21-055; BK4-21-056)

Berlin, 25. August 2021

Der Verband kommunaler Unternehmen (VKU) vertritt rund 1.500 Stadtwerke und kommunalwirtschaftliche Unternehmen in den Bereichen Energie, Wasser/Abwasser, Abfallwirtschaft sowie Telekommunikation. Mit mehr als 275.000 Beschäftigten wurden 2018 Umsatzerlöse von rund 119 Milliarden Euro erwirtschaftet und mehr als 12 Milliarden Euro investiert. Im Endkundensegment haben die VKU-Mitgliedsunternehmen große Marktanteile in zentralen Ver- und Entsorgungsbereichen: Strom 62 Prozent, Erdgas 67 Prozent, Trinkwasser 90 Prozent, Wärme 74 Prozent, Abwasser 44 Prozent. Sie entsorgen jeden Tag 31.500 Tonnen Abfall und tragen durch getrennte Sammlung entscheidend dazu bei, dass Deutschland mit 67 Prozent die höchste Recyclingquote in der Europäischen Union hat. Immer mehr kommunale Unternehmen engagieren sich im Breitbandausbau. 190 Unternehmen investieren pro Jahr über 450 Mio. EUR. Sie steigern jährlich ihre Investitionen um rund 30 Prozent. Beim Breitbandausbau setzen 93 Prozent der Unternehmen auf Glasfaser bis mindestens ins Gebäude.

Einleitung

Die Stellungnahme bezieht sich auf den auf der Internetseite der Bundesnetzagentur (BNetzA) veröffentlichten Beschlussentwurf (BK4-21-055 für Strom; BK4-21-056 für Gas) zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die 4. Regulierungsperiode sowie auf das entsprechende Gutachten von Frontier Economics. Darin schlägt die BNetzA einen Eigenkapitalzinssatz in Höhe von „mindestens“ 4,59 % vor Steuern¹ für Neuanlagen vor.

Die Verteilnetzbetreiber in Deutschland stehen in den nächsten Jahren weiterhin vor der besonderen Herausforderung im Gas- und Stromnetz, in der **gleichzeitig** stark zunehmende Ersatzinvestitionen, umfangreiche Erweiterungsinvestitionen zur Integration Erneuerbarer Energien und Wasserstoff sowie Umstrukturierungsinvestitionen für den Umbau der Netze zu sog. Smart Grids erforderlich sind.

In diesem Umfeld würde die BNetzA mit der bislang vorgeschlagenen erheblichen Absenkung der kalkulatorischen Renditen ein falsches und nachhaltig problematisches Signal für Netzbetreiber und Investoren setzen. Damit werden die Leistungs- und Investitionsfähigkeit der Netzbetreiber und eine erfolgreiche Umsetzung der Energiewende gefährdet.

Die notwendigen Investitionen in die nationale Netzinfrastruktur benötigen angemessene Rahmenbedingungen für die Bereitstellung von Kapital. Dem Ziel, mit auf den Finanzmärkten wettbewerbsfähigen Konditionen die erforderlichen Finanzmittel nach Deutschland zu lenken, wird die Regulierungsbehörde mit dem vorgelegten Festlegungsentwurf zur Bestimmung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen in der vierten Regulierungsperiode nicht gerecht.

Ohne Änderungen am Entwurf würde die Regulierungsbehörde ihr behördliches Ermessen nicht sachgerecht und in der Konsequenz zu Lasten der Netzbetreiber ausüben. Es ist zu befürchten, dass die für die Umsetzung der Energiewende notwendigen Investitionen von den Verteilnetzbetreibern nicht im erforderlichen Umfang geleistet werden können. Besonders erschwerend ist, dass die von der BNetzA vorgeschlagene Marktrisikoprämie anhaltend mit Abstand die Geringste im europäischen Vergleich ist. Auch die von der BNetzA zur Konsultation gestellte Höhe der Eigenkapitalverzinsung zählt ebenfalls zu den niedrigsten im internationalen Vergleich².

Mit Blick auf die aus politischen Entscheidungen resultierende Transformation des Energiesystems und dem damit verbundenen Um- und Ausbau der Netzinfrastruktur ist es nicht nachvollziehbar, dass die Bedingungen für Investitionen durch ein Absenken des Eigenkapitalzinssatzes erneut um mehr als 2 Prozentpunkte derart verschlechtert werden sollen.

Aufgrund der Finanz- und Eurokrise sind die Renditen für quasi risikofreie Wertpapiere seit 2008 auf ein (bisher) historisch einmalig niedriges Niveau gesunken. Für risikobehaftete Investitionen ist dieser Trend nicht zu sehen. Bei rückläufigen Renditen risikofreier Wertpapiere steigen allerdings regelmäßig die Aufschläge für risikobehaftete Investitionen (Marktrisikoprämie). Somit verbleiben die **Renditeanforderungen der Investoren auf einem vergleichsweise ähnlichen Niveau**. Deshalb sieht der VKU die Notwendigkeit, eine Kontinuität der Investitionsbedingungen herzustellen und eine relativ stabile Verzinsung des eingesetzten Kapitals zu ermöglichen.

¹ Zinssatz vor Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag. Die Bundesnetzagentur verweist auf ein von ihr beauftragtes Gutachten, in dem eine Erhöhung des Zinssatzes um bis zu 0,25 Prozentpunkte aufgrund einer „Anpassung Convenience Yield“ (Kapitel 3.3.2) zur Diskussion gestellt wird.

² NERA-Gutachten für den BDEW.

https://www.bdew.de/media/documents/NERA_EK_I_internationaler_Vergleich_11_06_2021_final.pdf

Ermittlung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes mit dem CAPM

Die Netzentgeltverordnungen schreiben vor, dass die zu ermittelnde Eigenkapitalrendite aus zwei Komponenten zusammengesetzt werden soll:

- dem risikofreien Basiszinssatz (Durchschnitt der letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten) und
- dem Wagniszuschlag für netzbetreiberspezifische Risiken.

Für diese Berechnungen hat sich das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) sowohl in Deutschland als auch in der internationalen Regulierungspraxis etabliert. Das CAPM ist ein theoretisches Kapitalmarktgleichgewichtsmodell, das unter bestimmten Annahmen risikobehaftete Anlagemöglichkeiten im Kapitalmarkt bewerten kann.

Im CAPM ergibt sich die zu erwartende Rendite aus dem risikolosen Zins zzgl. eines Wagniszuschlages. Der Wagniszuschlag wird im CAPM aus dem Produkt der Marktrisikoprämie (MRP) und dem individuellen Beta-Faktor bestimmt. Der Beta-Faktor spiegelt in diesem Fall das systematische Risiko eines Netzbetreibers in Abweichung zum Markt wider. Der Beta-Faktor liegt um den Wert „1“ und erhöht bzw. verringert folglich den Wagniszuschlag.

1. Risikolose Rendite

Die Bestimmung der risikolosen Rendite basiert gem. § 7 Abs. 4 Strom- und GasNEV auf dem Durchschnitt der letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten. Hierbei wählt die BNetzA Anleihen mit Restlaufzeiten ab 3 Jahren und zieht neben den Staatsanleihen auch weitere festverzinsliche Wertpapiere heran. Hieraus wird durch die BNetzA ein Ergebnis von **0,74 %** ermittelt.

Die Ermittlung der risikolosen Rendite ist zwar rechnerisch nachvollziehbar, weist allerdings in Bezug auf die Anwendung auf die Netzbetreiber Schwächen auf, die die **spezifischen Investitionsbedingungen der Netzwirtschaft** nicht ausreichend berücksichtigen.

Besonders gewichtig ist dabei die Art der ausgewählten Wertpapiere und deren Laufzeit. Eine Auswahl von langfristigen Wertpapieren mit einer **Laufzeit von über 7 Jahren** ist nach Auffassung des VKU sachgerechter und sinnvoller. Die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank bietet hierfür eine spezielle Tabelle, in der die Anleihen mit einer Restlaufzeit von über 7 Jahren gesondert dargestellt werden. Die Verwendung von risikolosen Wertpapieren mit längerer Restlaufzeit (größer 7 Jahre) ist mit dem Wortlaut des § 7 Abs. 4 Strom- und GasNEV sowie mit dem Sinn und Zweck dieser Norm vollumfänglich vereinbar.

Bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes wäre es ökonomisch gerechtfertigt und geboten, die Restlaufzeit der Wertpapiere inländischer Emittenten auf längerfristige Anleihen zu beschränken, da in der Netzwirtschaft fast ausschließlich in langlebige Wirtschaftsgüter investiert wird. Hierdurch wird die langfristige Kapitalbindung (mit betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauern von 30 bis 60 Jahren) besser abgebildet. Eine adäquate Abbildung risikoloser Verzinsung für die Netzwirtschaft ist durch Wertpapiere mit längerer Restlaufzeit daher weitaus besser gegeben. Die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank bietet hierfür eine spezielle Tabelle, in der die Anleihen mit einer Restlaufzeit von über 7 Jahren gesondert dargestellt werden. Diese Auswahl wäre sachgerecht, angemessen und in völliger Übereinstimmung mit den Vorgaben der Netzentgeltverordnungen.

Zudem würde mit der Anwendung von Wertpapieren mit längerer Restlaufzeit dem dramatischen Absinken risikoloser Renditen entgegengewirkt und die deutsche Sondersituation besser berücksichtigt, in der ein besonders hoher Netzaus- und umbaubedarf herrscht.

Der VKU hält deshalb eine Überprüfung der Berechnungsgrundlagen im Rahmen der Vorgaben der Netzentgeltverordnungen für erforderlich. So sollte insbesondere die Verwendung von Wertpapieren mit längeren Restlaufzeiten vorgesehen werden. **Der VKU fordert daher – im Sinne eines nachhaltigen Ansatzes – eine sachgerechte Restlaufzeit für die Wertpapiere inländischer Emittenten.**

2. Marktrisikoprämie

Die Verteilnetzbetreiber unterliegen in Deutschland einem relativ hohen regulatorischen Risiko. Politische Entscheidungen zur Umgestaltung des Energiesystems, verbunden mit einer grundlegenden Umgestaltung der energiewirtschaftlichen Rahmenbedingungen, (neue) Unsicherheiten im Benchmark oder das grundsätzliche Risiko, dass Regulierungsbehörden ihre Prüfungsmaximen vielfach erst ex-post (z. B. nach dem Basisjahr) festlegen, müssen mit einem angemessenen Risikozuschlag berücksichtigt werden.

Für die Gasnetze besteht zudem das spezifische und existenzbedrohende Risiko, dass sie zwar im Interesse der Versorgungssicherheit zunächst voll funktionsfähig zu erhalten sind und insoweit auch Erweiterungs- oder Reinvestitionen erforderlich machen, aber schon in ca. 20 Jahren aufgrund politisch verschärfter Klimaziele in der heutigen Form voraussichtlich nicht mehr betrieben werden dürfen. Jede Investition, die heute in das Gasnetz getätigt wird, trägt daher das Risiko in sich, nicht vollständig über die Erlösobergrenzen refinanziert werden zu können. Dieser Umstand muss über eine sachgerechte Marktrisikoprämie berücksichtigt werden.

Zuletzt entstand mit dem Systemwechsel der Anreizregulierung nach der ARegV-Novelle 2016 und der damit verbundenen Abschaffung des Sockeleffekts bei vielen Netzbetreibern eine deutliche Unterdeckung der Kapitalkosten für die Investitionen der Jahre 2007 bis 2016. Die Härtefallregelung, die für die vierte Regulierungsperiode eingeführt wurde, wird voraussichtlich nur von einer sehr kleinen Zahl von Netzbetreibern in Anspruch genommen werden können und deren Unterdeckung auch nur teilweise ausgleichen. Alle anderen Netzbetreiber erhalten keinerlei Kompensation für die ihnen entstandenen Kapitalkostenunterdeckungen.

Somit stellt eine mögliche **Anpassung der regulatorischen Rahmenbedingungen** ein weiteres Risiko für die Netzbetreiber dar. Angesichts des vielfältigen Regelungsbedarfs und der schwer prognostizierbaren Entscheidungsprozesse sind auch in den nächsten Jahren Änderungen des Regulierungsrahmens und der politischen Vorgaben perspektivisch sehr wahrscheinlich. Die politischen Vorgaben und die daraus resultierenden Erfordernisse für die Energiewende sprechen gegenüber dem Zustand vor Beginn der letzten Regulierungsperiode für erheblich **gestiegene regulative und investive Risiken**. In dem Konsultations-Vorschlag wird aber derzeit sogar ein leicht geringerer Wagnis-Zuschlag kalkuliert als in der laufenden Regulierungsperiode.

Folgende Argumente verdeutlichen, weshalb die Marktrisikoprämie von der BNetzA nicht sachgerecht ermittelt wurde.

Vergleich zur internationalen regulatorischen Praxis

Die europäischen Regulierungsbehörden haben durchweg eine höhere Marktrisikoprämie für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze angesetzt (vgl. z. B. NERA-Gutachten im Auftrag des BDEW). Das

von der BNetzA selbst in Auftrag gegebene Gutachten von Frontier Economics weist auf die internationale Bandbreite der Marktrisikoprämie zwischen 4,5 % und 8,1 % hin. Somit schlägt die BNetzA eine **Marktrisikoprämie** vor, die im internationalen Vergleich **nicht konkurrenzfähig** ist.

Eine objektive Bewertung erfordert die Berücksichtigung der besonderen deutschen Situation. Die Verteilnetzbetreiber in Deutschland haben im EU-Vergleich die geringsten Ausfallzeiten, einen der höchsten Anteile Erneuerbarer Energien und stehen vor einem einzigartigen Transformationsprozess, der durch die nationale Energiepolitik getrieben wird (z. B. Kernenergie- und Kohleausstieg, politische Förderung der Elektromobilität, zusätzlich verschärfte Klimaziele etc.).

Es ist daher nicht nachvollziehbar, dass eine derart geringe Marktrisikoprämie vorgesehen ist, die den dadurch entstehenden steigenden Risiken nicht Rechnung trägt und somit **keine ausreichenden Anreize für die Bereitstellung von Kapital** zur Bewältigung dieser Herausforderungen bietet.

Dabei ist zu beachten, dass der Wettbewerb der Investitionsbedingungen global ist und im europäischen Binnenmarkt einen entscheidenden Indikator darstellt. Dies erfordert eine im internationalen Vergleich zumindest durchschnittliche, noch eher eine überdurchschnittliche Marktrisikoprämie.

Verwendung ausschließlich weltweiter Renditen

Die BNetzA bezieht sich bei der Berechnung der Marktrisikoprämie **ausschließlich auf eine weltweite Betrachtung der Renditen**. Laut Beschlussentwurf soll der Vorteil darin liegen, dass *nationale Sondereinflüsse weniger stark betont bzw. geglättet werden. Zudem seien die Kapitalmärkte hinreichend integriert, so dass die ausschließliche Verwendung internationaler Kapitalmärkte als sachgerecht angesehen wird.*

Diese Begründung ist für den VKU nicht nachvollziehbar:

- Der risikolose **Basiszinssatz** wird anhand von Renditen deutscher Emittenten ermittelt, der **Risikozuschlag** hingegen aus einem weltweiten Portfolio. Dies ist inkonsistent und nicht sachgerecht. Hier werden „Äpfel mit Birnen“ verrechnet.
- Die Netzentgeltverordnungen fordern als Grundlage ausdrücklich die Verwendung **nationalen und internationaler** Kapitalmärkte bei der Bestimmung des Risikozuschlags.
- Die Netzentgeltverordnung fordert die Berücksichtigung **netzbetreiberspezifischer** unternehmerischer Wagnisse. Es ist für den VKU evident, dass **hiermit die deutschen Netzbetreiber** gemeint und somit auch unternehmerische Wagnisse in Deutschland heranzuziehen sind. Deutsche Verteilnetzbetreiber unterliegen einer Regulierung in Deutschland und sind auch physisch an regionale Gegebenheiten gebunden.
- Bei ausschließlicher Anwendung weltweiter Renditen werden **regionale Besonderheiten** der Investitionsstandorte **vernachlässigt**. Dies führt zu einer **Unterschätzung der Risikoprämien für Deutschland** und zu einer **fehlenden Attraktivität** für Investitionen.
- Andere europäische Regulierungsbehörden beziehen weitaus stärker europäische und nationale Marktrisikoprämien in die Festlegungen der regulatorischen Kapitalverzinsung ein.
- Die **Entwicklung der risikolosen Renditen auf den internationalen Kapitalmärkten** hat sich im Zuge der EU-Schuldenkrise von der Entwicklung der Renditen im Euro-Raum **abgekoppelt**. Von diesem Umstand ist Deutschland besonders negativ betroffen. Im internationalen Vergleich ist der Rückgang der risikofreien Renditen in Deutschland überproportional stark ausgefallen, sodass (aufgrund des im nächsten Abschnitt diskutierten inversen Zusammenhangs

zwischen Marktrisikoprämie und risikolosem Zins) höhere Risikozuschläge verlangt werden. Die Sondersituation des deutschen Zinsniveaus muss daher bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie angemessen berücksichtigt werden.

- Bei der Festlegung des EK-Zinssatzes für die zweite Regulierungsperiode hat die BNetzA die deutsche **Sondersituation** bei der Bewältigung der **Energiewende** hervorgehoben. Insofern besteht keine Veranlassung, dass nach der Argumentation der BNetzA für die vierte Regulierungsperiode diese Sondersituation nicht mehr existent sein soll und sogar geglättet werden muss. Im Gegenteil ist zu erwarten, dass sich der Bedarf zum Um- und Ausbau der Verteilnetze im Zusammenhang mit der Verschärfung der Klimavorgaben aufgrund des Vorziehens auf 2045 noch einmal deutlich erhöhen wird.

Die deutschen Verteilnetzbetreiber müssen (und wollen) die Herausforderungen der Energiewende in Angriff nehmen. Statt nationale Sondereinflüsse zu glätten, müssen diese daher bei der Herleitung des EK-Zinssatzes ausdrücklich berücksichtigt werden. Die Begründung für die zweite Regulierungsperiode gilt umso mehr auch für die vierte Regulierungsperiode, da die besonderen Investitionserfordernisse nach wie vor bzw. verstärkt von den Verteilnetzbetreibern bewältigt werden müssen.

Zusammenhang zwischen Marktrisikoprämie und risikolosem Zinssatz

Es ist zu begrüßen, dass sich die BNetzA in ihrem Beschlussentwurf der Frage öffnet, ob ein Zusammenhang zwischen Marktrisikoprämie und risikolosem Zinssatz besteht. Die Form, in der dies nach dem vorliegenden Festlegungsentwurf erfolgen soll, erfüllt aber nicht die Anforderungen an die Abwägung, die das von den Gerichten mehrfach bestätigte weite Regulierungsermessen erfordert. Es wird lediglich darauf hingewiesen, dass ein Gutachter Bedenken äußert. Was die Gründe dieser Bedenken sind und wie die BNetzA sie einordnet, geht aus dem Beschlussentwurf nicht hervor. Nach Einschätzung des VKU müssen unbedingt die folgenden Überlegungen einbezogen und berücksichtigt werden:

- Die Marktrisikoprämie ist keine beobachtbare Größe, sondern ein Schätzwert. Er resultiert aus der beobachtbaren Marktrendite und dem risikolosen Basiszins.
- Im Beschlussentwurf werden für den risikofreien Zinssatz zwei unterschiedlich hohe Zinssätze berücksichtigt. Der explizite risikofreie Zinssatz wird durch die Regelungen des § 7 StromNEV definiert und stellt auf Renditen in Deutschland ab. Der implizite risikofreie Zinssatz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie entspricht der Welt-Bond-Rendite gemäß Dimson, Marsh und Staunton (DMS). Damit wurde das CAPM im vorliegenden Beschlussentwurf methodisch inkonsistent angewandt, da gleichzeitig zwei unterschiedliche risikolose Zinssätze verwendet werden und somit zu verzerrten Ergebnissen führen.
- Zahlreiche **Studien³ belegen den stabilen inversen Zusammenhang** (negative Korrelation) zwischen der Marktrisikoprämie und dem risikolosen Zins. Somit werden bei sinkenden risikolosen Renditen höhere Aufschläge bei der Marktrisikoprämie und folglich **eine tendenziell stabile Gesamtrendite** erwartet.

³ vgl. u.a. KPMG Germany -Cost of Capital Study 2020, auf Seite 23 wird eine stabile Gesamtmarktrendite von ca. 8 % (+/-) und der inverse Zusammenhang aufgezeigt. (<https://home.kpmg/de/en/home/insights/2020/10/cost-of-capital-study-2020.html>);

Value Trust, DACH Capital Market Study December 31, 2020; Seite 14ff. (https://www.value-trust.com/wp-content/uploads/2021/07/DACH-Capital-Market-Study_December-2020.pdf)

Bildung von Durchschnittswerten

Die BNetzA ermittelt im Beschlussentwurf die Marktrisikoprämie als einen einfachen Mittelwert des geometrischen und arithmetischen Durchschnitts der errechneten Marktrisikoprämien. Nach Auffassung der BNetzA spiegelt dies die uneinheitliche wissenschaftliche Sichtweise wider.

Der VKU sieht die Notwendigkeit, das arithmetische Mittel bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie stärker zu gewichten. Obwohl keine eindeutige Empfehlung für eine der beiden Schätzmethoden abgegeben werden kann, greift der einfache Mittelwert zu kurz.

- Die Orientierung am **arithmetischen Mittel** führt für die **Abbildung von Zukunftswerten** zu korrekteren Ergebnissen, während das **geometrische Mittel** eher für die bessere Darstellung **historischer Ergebnisse** stärker heranzuziehen ist.
- Anerkannte, moderne **Finance-Literatur empfiehlt** eine stärkere Gewichtung bzw. die ausschließliche **Verwendung des arithmetischen Mittels**, wenn es um die **zukünftigen Erwartungswerte der Rendite oder Marktrisikoprämie** geht⁴.
- Bei der **Unternehmensbewertung und in der Investitionsrechnung** dominiert die Anwendung des arithmetischen Mittels. Ebenfalls wird durch **europäische Regulierungsbehörden** vermehrt das arithmetische Mittel angewendet oder bei der Berechnung der Marktrisikoprämie weitaus stärker gewichtet. Auch **Frontier Economics** hat in 2015 in zwei Gutachten für die Regulierungsbehörden von Luxemburg (ILR) und Frankreich (CRE) **die Verwendung des arithmetischen Mittels empfohlen**⁵.

Vergleichsmaßstäbe für die Marktrisikoprämie

Zur Plausibilisierung der eigenen Ergebnisse sollte die Beschlusskammer 4 ihre Betrachtung erweitern, ausreichend ist hierbei der Blick innerhalb der BNetzA. Beispielsweise wird im eigenen Haus im **Bereich der Telekommunikation eine weitaus höhere Marktrisikoprämie** seit 2016 festgelegt. Dies erfolgt für einen vergleichbaren Sachverhalt. Die für 2016 geltende Marktrisikoprämie von 4,73 % wurde für 2020 auf 4,75 % erhöht und für das Jahr 2021 ganz aktuell auf 4,68 % festgelegt. Es ist für uns nicht nachvollziehbar, dass die Marktrisikoprämie für den Bereich Energie, die aufgrund der stattfindenden Transformation weitaus höhere Risiken – vor allem zukünftig – zu tragen hat, so gering ausfallen soll.

Auch das Institut der Wirtschaftsprüfer geht gegenüber 2016 von einer steigenden Marktrisikoprämie aus und empfiehlt seit der Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vom 22.10.2019 eine Bandbreite zur Unternehmensbewertung in der Energiebranche von 6,0 - 8,0 % vor bzw. 5,0 - 6,5 % nach Steuern.

⁴ R. Brealey, S. Myers und F. Allen (2011): Principles of Corporate Finance, 10th Edition. S. 159 "If the cost of capital is estimated from historical returns or risk premiums, use arithmetic averages, not compound annual rates of return."

⁵ Frontier Economics (2015): Aktualisierung des WACC für Strom- und Gasnetzbetreiber – Luxemburg, Studie im Auftrag von ILR

Frontier Economics (2015): Évaluation du taux de rémunération des gestionnaires de réseaux d'électricité et de gaz naturel en France, Studie im Auftrag von CRE

Internationaler Vergleich

Der VKU begrüßt es, dass die Bundesnetzagentur in ihrem Gutachten einen internationalen Vergleich durchgeführt hat, um ihre Ergebnisse einzuordnen und sie einem **internationalen Benchmark** zu stellen. Allerdings ist auch diese Abwägung unvollständig. Genannt wird bislang nur eine Bandbreite der Eigenkapitalzinssätze aus den Entscheidungen zur Eigenkapitalverzinsung in 14 europäischen Ländern. Die Angabe einer Bandbreite von 3,22 % bis zu 8,08 % reicht aber nicht aus. Teil der Abwägung im Rahmen eines weiten Regulierungsermessens sollte sein, dass über Angaben zum Median oder Mittelwerten eine Einordnung erfolgt, welche Bereiche der Bandbreite mit welcher Häufigkeit herangezogen werden.

So zeigen Analysen anderer Gutachter, dass der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in den Festlegungen europäischer Regulierungsbehörden in den letzten Jahren im Durchschnitt bei 6,05 % lag. Der Beschlussentwurf der BNetzA liegt deutlich unter diesem Durchschnitt. Aus den Darlegungen der BNetzA wird nicht ersichtlich, warum die Festlegung eines so weit unter dem europäischen Durchschnitt liegenden Zinssatzes trotzdem angemessen sein soll.

3. Beta-Faktor

Der Ansatz für die Ermittlung des Beta-Faktors durch die BNetzA wird durch den VKU als nachvollziehbar und angemessen angesehen. Die BNetzA ermittelt für den Risikofaktor einen Wert von **0,81**.

Die im Beschlussentwurf dargelegten Argumente für die Anpassung der Roh-Beta-Werte, für die Auswahl der Vergleichsunternehmen, für die Verschuldungstransformation und für die Durchschnittsbildung erscheinen plausibel.

Es existieren allerdings durchaus Alternativen zur Herleitung des Beta-Faktors, die einen weiteren Spielraum für eine treffende Herleitung des EK-Zinssatzes bieten.

Der VKU verfolgt auch hier einen ausgewogenen Ansatz, so dass auf detaillierte Ausführungen alternativer Ansätze und auf eine möglicherweise erzielbare marginale Verbesserung des Beta-Faktors verzichtet wird.

Alternative Modelle und deren Würdigung in den BNetzA-Gutachten

In der wissenschaftlichen Literatur existieren zahlreiche Studien, die die zukünftigen Renditeerwartungen von Investoren besser abbilden. Auch hier kommt die BNetzA ihrer Verpflichtung zur neutralen Abwägung nicht nach, die mit dem weiten Regulierungsermessens einhergeht. Die diskutierten alternativen Modelle haben den Vorteil, dass sie Strukturbrüche (wie bspw. die Finanzkrise) geeigneter abbilden.

Die im Gutachten von Frontier⁶ gewählte Systematik zur Bewertung alternativer Modelle schließt die notwendige Plausibilisierung der mit dem CAPM abgeleiteten Marktrisikoprämie systematisch und in unangemessener Weise aus. Die Tatsache, dass eine solche Plausibilisierung im Rahmen des Festlegungsentwurfs nicht durchgeführt wird, liegt nach unserer Auffassung in der Systematik des Gutachtens begründet. Die Gutachter führen eine Bewertung verschiedener Kapitalmarktmodelle zur Ableitung der Marktrisikoprämie durch (S. 10-26). Die Modelle werden dabei anhand der Kriterien „Konsistenz“, „Robustheit“, „Methodenrisiko“ und „Praktikabilität“ rein qualitativ und teilweise im

⁶ mit Randl und Zechner, im Folgenden nur Frontier

Detail wenig nachvollziehbar bewertet. Im Ergebnis werden alle betrachteten Methoden mit Ausnahme des CAPM pauschal verworfen. Dies führt in der Logik des Gutachtens dazu, dass nur die im Gutachten selbst verwendete Methode als sachgerecht erscheint. Die auf diesem Wege ermittelten Ergebnisse können der angewandten Systematik entsprechend weder hinterfragt noch plausibilisiert werden, da die in Frage kommenden Plausibilisierungsansätze im Vorfeld bereits ausgeschlossen wurden. Weiterhin werden aus unserer Sicht wesentliche Schwachpunkte der Anwendung des CAPM auf Basis der DMS nicht betrachtet.

Bei der Prüfung der Anwendbarkeit alternativer Kapitalmarktmodelle wird insbesondere nicht geprüft, ob die Ausprägungen „Robustheit“ und „Methodenrisiko“ des CAPM durch die Hinzuziehung weiterer Modelle noch gesteigert werden könnten. Dies ist bereits dann der Fall, wenn eines oder mehrere der betrachteten Kapitalmarktmodelle dem CAPM zwar nicht überlegen sind, aber bei der Ableitung der Marktrisikoprämie weitere Informationen beisteuern, die deren Schätzung qualitativ verbessern. Die „Praktikabilität“ wäre hier zumindest für die Anwendung der Dividendenwachstums- oder Diskontmodelle, der Total-Market-Return-Ansätze und die Berücksichtigung von Expertenbefragungen gegeben. Für eine Plausibilisierung könnte dabei auf vorliegende Veröffentlichungen, beispielsweise der EZB, zurückgegriffen werden. Eine solche Prüfung der aus CAPM abgeleiteten Ergebnisse ist aus folgenden Gründen notwendig und angemessen:

- die seit geraumer Zeit anhaltende Niedrigzinsphase,
- die enorme Bedeutung einer sachgerechten Eigenkapitalvergütung für die Netzbetreiber im Speziellen sowie
- das Gelingen der bevorstehenden Transformationsaufgaben der deutschen Energieversorgung im Allgemeinen.

Das gewählte Vorgehen der pauschalen Kategorisierung von Kapitalmarktmodellen als geeignet oder ungeeignet steht dabei auch im Widerspruch zum etablierten Methodenpluralismus bei der Schätzung der Marktrisikoprämie⁷. Grundlage des Methodenpluralismus ist die Erkenntnis, dass jede der aktuell vorliegenden Methoden zur Schätzung der Marktrisikoprämie für sich genommen Schwächen aufweist. Deshalb sollte zu deren Ableitung ein Methodenmix Anwendung finden. Der Blick auf die Entscheidungen internationaler Regulierer zur Ermittlung einer angemessenen Kapitalkostenvergütung zeigt, dass auch die Regulierungsbehörden im Ausland in der Regel mehr als einen Ansatz zur Ableitung heranziehen⁸.

Um zu einer sachgerechten Schätzung zur Plausibilisierung der Marktrisikoprämie zu gelangen, sollte eine Verprobung der abgeleiteten Marktrisikoprämie erfolgen. Ein naheliegender Ansatz zur Plausibilisierung der abgeleiteten Marktrisikoprämie ist der oben bereits eingeführte Abgleich zwischen der beobachteten Rendite des als Vergleichsmaßstab herangezogenen Aktienportfolios (*DMS*) mit der auf Basis der CAPM ermittelten Rendite des Marktportfolios vor Anwendung des Risikofaktors.

⁷ Als Beispiele seien hier genannt: Duarte F. und Rosa C.: The Equity Risk Premium: Review of Models in Economic Policy Review, Issue 2/2015 S. 39 – 57, Download unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2886334

Damodaran A.: Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications - The 2020 Edition, Download unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3550293

⁸ Vgl. NERA: Vergleich internationaler Eigenkapitalzinssätze, Gutachten im Auftrag des Bundesverbandes der Energie- und Wasserwirtschaft v. 10.06.2021, Kapitel 2.3, S. 11ff.

Plausibilisierung der Marktrisikoprämie mit dem Total-Market-Return-Ansatz

Kapitalmarktmodelle, die als Ausgangspunkt die beobachtete Gesamrendite einzelner Aktien oder Aktienportfolios bis hin zur Betrachtung gesamter Märkte heranziehen, werden als Total-Market-Return(TMR)-Ansatz bezeichnet. Im Hinblick auf den TMR-Ansatz wird im Gutachten von Frontier der Eindruck erweckt, dass dieser nur unter der Voraussetzung sachgerechte Ergebnisse liefert, wenn eine inverse Korrelation zwischen Marktrisikoprämie und risikolosem Basiszins besteht. Unseres Erachtens liefern Schätzungen auf Basis des TMR-Ansatzes bereits dann robustere Schätzungen für eine angemessene Kapitalvergütung, wenn die CAPM-Komponenten risikoloser Zinssatz und Marktrisikoprämie für sich genommen stärker schwanken als die Eigenkapitalvergütung im Marktportfolio als Ganzes. Insbesondere mit Blick auf den Zeitraum der letzten zehn Jahre liegt die Vermutung nahe, dass dies der Fall gewesen sein könnte. Darüber hinaus sieht § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV explizit die Betrachtung der durchschnittlichen Verzinsung des Eigenkapitals von Netzbetreibern auf ausländischen Märkten vor. Soweit diese aus der Entwicklung von Aktienrenditen abgeleitet werden, entspricht dies dem TMR-Ansatz. Im vom BDEW beauftragten Gutachten hat Value Trust eine solche Betrachtung durchgeführt. In die Betrachtung eingeflossen sind hierbei diejenigen Netzbetreiber, die als Peer Group zur Ermittlung des Risikofaktors im CAPM herangezogen wurden.

Wie in beiden BNetzA-Gutachten dargestellt wird, verwendet die britische Regulierungsbehörde den TMR-Ansatz, um die Höhe der Eigenkapitalvergütung abzuleiten. Um bei Anwendung des TMR-Ansatzes eine Marktrisikoprämie zu bestimmen, zieht man von der ermittelten Eigenkapitalvergütung für das Marktportfolio den risikolosen Zinssatz ab. Bezogen auf die dargestellte Spanne von 7,7 % bis 9,4 % resultiert im vorliegenden Fall eine Marktrisikoprämie von 6,96 % bis 8,66 %.

Dividendenwachstumsmodelle

Die von der EZB angewendeten Dividendenwachstumsmodelle lassen eine Absenkung der Eigenkapitalvergütung im Vergleich zur letzten Festlegung als ungerechtfertigt erscheinen. Dividendenwachstumsmodelle werden sowohl von Frontier als auch von Stehle/Betzer betrachtet. Da diese Modelle auch von der EZB verwendet werden, würdigen Stehle/Betzer diese Ansätze ausführlich in ihrem Gutachten. Gegenstand dieser Modelle ist die Abschätzung der Höhe zukünftiger Dividenden. Diese werden auf den Betrachtungszeitpunkt diskontiert und dann zum aktuellen Aktienpreis oder Indexstand ins Verhältnis gesetzt. Auf diese Weise lässt sich die von den Aktieninvestoren geforderte Vergütung auf das eingesetzte Kapital zukunftsorientiert ableiten. Stehle/Betzer führen aus, dass die Zentralbanken bei der Anwendung dieser Modelle eher an den Veränderungen interessiert sind als an der absoluten Höhe der Marktrisikoprämie⁹. Es bleibt jedoch offen, warum die Gutachter in diesem Zusammenhang nicht wenigstens vorschlagen, die Erkenntnisse über eine Veränderung der Marktrisikoprämie aus den Schätzungen der EZB mit einfließen zu lassen. Betrachtet man die Entwicklung der auf dieser Basis abgeleiteten Marktrisikoprämie, fällt auf, dass diese seit dem Jahr 2012 auf dem gleichen Niveau verharrt. Die Untergrenze liegt hier bei ca. 8,0 %¹⁰. Selbst bei Anwendung des von Stehle/Betzer vorgeschlagenen Abschlags resultiert hier noch eine Höhe von 6,0 %. Kombiniert mit dem Basiszins 0,74 % erscheint für das gesamte Marktportfolio eine Eigenkapitalvergütung von 8,74 % bzw. 6,74 % als angemessen. Auf keinen Fall erscheint vor dem Hintergrund der von der

⁹ Vgl. Stehle/Betzer: Wissenschaftliches Gutachten zur Analyse der Zentralbanken-Ansätze zur Determinierung von Marktrisikoprämien S. 18

¹⁰ Vgl. z. B. EZB: Financial Stability Review, Mai 2020, S. 46

EZB festgestellten Entwicklung eine Absenkung der Eigenkapitalvergütung im Vergleich zur BNetzA-Festlegung gerechtfertigt.

Experteneinschätzungen

Expertenschätzungen können ergänzende Hinweise zur sachgerechten Festlegung des EK-Zinssatzes liefern. Im Gutachten von Frontier werden Experten- und Investorenbefragungen als wenig geeignet angesehen. Als Grund wird angegeben, dass es sich bei den Ergebnissen dieser Umfragen um subjektive Einschätzungen der befragten Personen handelt und dass die Ergebnisse dieser Umfragen häufig kurzfristige Trends fortschreiben würden. Bei Betrachtung der auch im Gutachten genannten jährlich aktualisierten Veröffentlichung von Fernandez et al. erscheint diese Einschätzung zweifelhaft.¹¹ Die Autoren befragen die Teilnehmer explizit zur erforderlichen Marktrisikoprämie, also genau zu jener Größe, die auch der Gegenstand der hier konsultierten Festlegung sein sollte. Die erforderliche Marktrisikoprämie ist per Definition nicht objektiv am Kapitalmarkt zu ermitteln und unterliegt einer gewissen subjektiven Einschätzung.

Darüber hinaus sei darauf hingewiesen, dass die anstehenden Investitionsentscheidungen der Netzbetreiber und ihrer Eigentümer im Rahmen einer modernen Unternehmensführung zwar weitgehend objektiviert erfolgen, dass aber die Festlegung der angemessenen Rendite einer Investition immer zu einem gewissen Teil auf einer subjektiven Einschätzung der Entscheider beruht.

Insgesamt fällt bei der Betrachtung der Expertenbefragung von Fernandez et al. in Bezug auf die geforderte Eigenkapitalverzinsung der Jahre 2015 und 2021 auf, dass sich die im Rahmen der Umfrage erhobenen Werte seit 2015 nur wenig verändert haben. Die geforderte Gesamtvergütung ist dabei zwar leicht gesunken. Dies ist aber vor allem auf einen Rückgang der unterstellten risikofreien Verzinsung zurückzuführen. Die Marktrisikoprämie blieb hingegen weitgehend konstant. Dies spricht eher gegen eine Ausrichtung der Ergebnisse an kurzfristigen Trends. Eine Verringerung der Eigenkapitalvergütung in dem Ausmaß, wie durch den vorliegenden Konsultationsentwurf vorgeschlagen, kann man anhand dieser Werte nicht ableiten. Abgeleitet aus der Veröffentlichung von Fernandez et al. liegt die Höhe der geforderten Eigenkapitalvergütung¹² aktuell zwischen 6,4 % (für Deutschland) und 7,3 % (für USA).

Zwischenfazit

In der folgenden Tabelle werden die Ergebnisse der vorgestellten Plausibilisierungsoptionen zur Ermittlung des Marktrisikos zusammengefasst. Vergleichsmaßstab sind die jeweils in den vorherigen Abschnitten abgeleiteten Renditen des Marktportfolios sowie die Marktrisikoprämie im Sinne des CAPM. Die von uns herangezogenen Plausibilisierungen zur Prüfung der Höhe der Marktrisikoprämie zeigen auf, dass der Vorschlag im Konsultationsentwurf durchgängig um mindestens zwei Prozentpunkte zu niedrig angesetzt ist. Selbst der untere Rand der Plausibilisierungen wird durch die BNetzA deutlich unterschritten. Wir sehen die BNetzA daher in der Pflicht, vergleichbare Plausibilisierungen durchzuführen bzw. die festgestellte Diskrepanz nachvollziehbar und anschaulich zu begründen.

¹¹ Vgl. Fernandez P., Banuls S. und Acin P. F.: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 88 countries in 2021 Download unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3861152

¹² Da für China und Japan die Anzahl der Teilnehmer im Verhältnis zur Größe der dortigen Kapitalmärkte sehr gering ist, wurden diese für die Plausibilisierung nicht mit einbezogen.

| Methode | Rendite des Marktportfolios | Markttrisikoprämie |
|------------------------------------------------|-----------------------------|--------------------|
| BNetzA-Konsultationsentwurf | 4,44 % | 3,70 % |
| TMR-Ansatz | 7,70 % bis 9,40 % | 6,96 % bis 8,66 % |
| Dividendenwachstumsmodell der EZB | 6,74 % bis 8,74 % | 6,00 % bis 8,00 % |
| Expertenbefragung (Fernandez P. et al.) | 6,40 % bis 7,30 % | 5,50 % bis 6,00 % |

Kritik an den Reihen von Dimson, Marsh und Staunton

Die Gutachter der BNetzA verwenden zur Herleitung der Markttrisikoprämie zum wiederholten Male den DMS-Datensatz. Umso mehr überrascht es, dass die damit einhergehenden Schwächen im Gutachten von Frontier nicht diskutiert und bereinigt werden. Die Daten von DMS gehören zu den längsten verfügbaren Zeitreihen zu Aktien- und Bondrenditen. Der Betrachtungszeitraum für die 23 relevantesten Kapitalmärkte startet hier im Jahr 1900. Die Konstruktion dieser Reihen ist zwangsläufig mit Kompromissen verbunden, die nach unserer Meinung gewürdigt werden müssen.

Die Gutachter schätzen die Markttrisikoprämie auf Basis der historischen Überrenditen des von DMS entwickelten internationalen Aktienportfolios im Vergleich zu einem internationalen Bondportfolio. Dabei wurden vor der letzten Zinssatzfestlegung im Jahr 2016 die beiden Länder Russland und China mit aufgenommen, was insgesamt zu einer Verringerung der ermittelten Überrendite und somit zu einer Absenkung der Markttrisikoprämie führte. Begründet wurde dies damit, dass ohne die Hinzunahme der beiden Länder ein „Survivorship Bias“ zu hohe Aktienrenditen im Vergleich zu den Bondrenditen zur Folge hätte. Im Falle der Periode der Hyperinflation der Jahre 1922 und 1923 in Deutschland erfolgt diesbezüglich eine Ungleichbehandlung von Bonds und Aktien. In diesem Zeitraum kam es bei den Bonds beinahe zu einem Totalverlust. Dieser wird jedoch in der Bond-Zeitreihe nicht berücksichtigt, während die Aktienrenditen fortgeschrieben werden¹³. Somit wird bei Gesamtbetrachtung der deutschen Zeitreihe die Bondrendite zu hoch und die Überrendite zu niedrig ausgewiesen.

Ebenfalls kritisch zu bewerten ist aus unserer Sicht die unterschiedliche Gewichtung der einzelnen Länder im Aktien- und im Bondportfolio von DMS. Während im Aktienportfolio die einzelnen Länder durchaus korrekt mit der free-float-adjustierten Marktkapitalisierung jeweils der Wert der auf den einzelnen Märkten frei handelbaren Aktien als Gewicht herangezogen wird, wird im Welt-Bond-Portfolio das Bruttoinlandsprodukt der einzelnen Länder verwendet¹⁴. Dies führt z. B. dazu, dass China im Aktienportfolio derzeit mit einem Gewicht von 11 % einfließt, während die derzeit mit knapp unter 3 % rentierenden chinesischen Staatsanleihen zu 22 % in das Bondportfolio einfließen. Die vom Beratungshaus OXERA kritisierte mangelnde Überleitbarkeit von den Überrenditen einzelner Märkte auf das Gesamtportfolio dürfte zu einem wesentlichen Anteil auf diesem Sachverhalt beruhen¹⁵. Insgesamt scheint diese unterschiedliche Gewichtung die unplausible Situation zu bewirken, dass die

¹³ Vgl. E. Dimson, P. Marsh und Mike Staunton: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021 S. 132

¹⁴ Vgl. E. Dimson, P. Marsh und Mike Staunton: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021 S. 10f.

¹⁵ Vgl. OXERA: Bestimmung der Markttrisikoprämie auf Basis internationaler Daten, Gutachten im Auftrag der Netze BW, Download unter <https://www.netze-bw.de/News/gutachten-bestimmung-der-marktrisikoprämie>

Überrendite des Weltportfolios geringer ausfällt als die Rendite aller einzelner größerer Kapitalmärkte der Welt. Es überrascht, dass Frontier diese ungleiche Gewichtung im Anhang A ihres Gutachtens, in dem sie sich mit dem OXERA-Gutachten auseinandersetzen, nicht thematisieren.

Betrachtet man die Zusammensetzung und die Höhe der Verzinsung im Welt-Bondportfolio von DMS, so muss bezweifelt werden, dass die Ableitung einer Marktrisikoprämie auf Basis historischer Überrenditen im Vergleich hierzu ohne signifikante Korrekturen gelingen kann. Während gemäß den Vorgaben aus § 7 Abs. 4 Strom-/GasNEV von der BNetzA ein risikoloser Zinssatz von 0,74 % auf Basis des Durchschnitts der letzten 10 Jahre ermittelt wurde, lag die nominale Rendite des Weltbondportfolios von DMS im Zeitraum von 2010 bis 2021 bei durchschnittlich 6,0 % pro Jahr¹⁶.

Dieser Renditeunterschied lässt sich unseres Erachtens durch zwei Aspekte erklären, die ebenfalls im Gutachten von Frontier nicht näher analysiert wurden. Zum einen fließen zumindest für die letzten Jahre in den Bondindex Länderrisiken ein, die höher sind als das mit Top-Bonität AAA (nach Logik von Standard & Poors) bewertete Deutschland. Das mit 33 % am stärksten gewichtete Land USA ist bereits eine Stufe schlechter mit AA+ bewertet, das am zweitstärksten gewichtete Land China hat derzeit ein um eine weitere Stufe schlechteres Rating von A+, die ebenfalls im Index enthaltenen Länder Mexiko, Russland, Indien und Thailand fallen einer Bewertung von BBB gerade noch in die Kategorie „Investment Grade“, während die ebenfalls enthaltenen Länder Brasilien und Südafrika sogar noch schlechter bewertet werden. (Die ebenfalls mit BBB bewerteten Italien und Portugal nehmen hier eine Sonderrolle ein, da deren Staatsanleihen aufgrund der Zugehörigkeit zum europäischen Währungsraum derzeit niedriger verzinst werden müssen als z. B. die Anleihen der USA). Alles in allem dürfte dieses Portfolio aufgrund der enthaltenen Länderrisiken nicht als risikofreies Portfolio gelten.

Der zweite Aspekt, der bei der Betrachtung der Rendite im Welt-Bondportfolio im Rahmen der Ableitung einer Marktrisikoprämie korrekturbedürftig ist, betrifft die Berücksichtigung von Kursgewinnen. Bei der Betrachtung der deutschen Umlaufrenditen sind per Definition keine Kursgewinne enthalten. Auch widerspricht zumindest bei regulären Kuponanleihen die Realisierung von Kursgewinnen in Verbindung mit einer auf einzelne Jahre bezogenen Betrachtung grundsätzlich dem Konzept einer risikofreien Verzinsung.

Im Vergleich der realen Welt-Bondrendite des DMS-Datensatzes mit den inflationsbereinigten zehnjährigen Durchschnitten der Umlaufrenditen der Inhaberschuldverschreibungen inländischer Emittenten gemäß § 7 Abs. 4 Strom-/GasNEV für die jeweiligen Zehnjahres-Zeitspannen ab dem Jahr 1980, fällt auf, dass die Welt-Bondrendite mutmaßlich aufgrund der seitdem durchgängig auftretenden Kursgewinne durchgängig höher ist als die zehnjährigen Durchschnitten der Umlaufrenditen. Entsprechend wäre dieser Sachverhalt mindestens für die letzten 40 Jahre zu korrigieren.

Die im Gutachten von Frontier erwähnte mögliche Korrektur der Marktrisikoprämie um 0,25 Prozentpunkte erscheint vor diesem Hintergrund mehr als notwendig, in der Höhe aber nicht ausreichend.

¹⁶ Vgl. E. Dimson, P. Marsh und Mike Staunton: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021 S. 202

Wirtschaftliche Bedenken gegenüber dem geplanten Vorgehen

Neben den methodischen Bedenken hinsichtlich der Herleitung des EK-Zinssatzes sieht der VKU auch grundsätzliche wirtschaftliche Hemmnisse, die mit dem ermittelten Zinssatz einhergehen. Das Wissen um die große Bedeutung der Netzbetreiber für die Energiewende und die Erreichung der Klimaziele ist in Gesellschaft und Politik breit etabliert, ihre Verlässlichkeit stellen die Netzbetreiber regelmäßig unter Beweis, nicht zuletzt in der aktuellen Corona-Krise. Für die Netzbetreiber selbst und auch für deren Investoren ist daher ein weiteres unangemessenes Absenken der EK-Zinssätze das falsche Zeichen und gefährdet diese gesellschaftlichen Ziele. Einerseits entwertet die Absenkung der EK-Zinssätze weiter massiv die bereits getätigten und nicht mehr reversiblen Investitionen der Vergangenheit in die Netze. Dies führt andererseits zu stärkerer Zurückhaltung der Gesellschafter und Kapitalgeber, den Netzbetreibern auch weiterhin das notwendige Kapital für die anstehenden Investitionen zur Verfügung zu stellen.

Unterdessen müssen die deutschen Verteilnetzbetreiber in den kommenden Jahren die deutlich wachsenden Herausforderungen der Energiewende in Angriff nehmen. Kommt es hierbei jedoch aufgrund von Kapitalmangel bei der Finanzierung systemnotwendiger Netzinvestitionen zu Verzögerungen, entstehen unkalkulierbare und mutmaßlich deutlich höhere Belastungen inner- wie außerhalb des Energiesystems. Zugleich können in den kommenden Jahren aufgeschobene, für die Energiewende jedoch notwendige Investitionen in die Netzinfrastruktur nach Abschluss der nächsten Regulierungsperiode nicht kurzfristig nachgeholt und keinesfalls mehr für die Zielmarken 2030 und 2045 durchgeführt werden. Insgesamt droht somit bei einer zu restriktiven Bewertung der unternehmerischen Möglichkeiten eine **volkswirtschaftlich und gesamtgesellschaftlich problematische Verzögerung der Erreichung der Klimaziele**, die selbst bei einer Anpassung des EK-Zinses innerhalb der Regulierungsperiode nicht mehr zeitgerecht kompensiert werden kann.

Bei sinkendem regulatorisch zugestandenem Gewinn der Netzbetreiber, aber nahezu konstanter Ausschüttungserwartung sinkt zudem zwangsläufig die Liquidität der Netzbetreiber und steigen die Kosten für die Fremdfinanzierung. Bereits heute thematisieren viele Netzbetreiber die steigende Verschuldung in den Aufsichtsratssitzungen oder Gesellschafterversammlungen. Dadurch wird eine Abwärtsspirale in Gang gesetzt, die in der Konsequenz die Leistungsfähigkeit der Netzbetreiber und das Gelingen der Energiewende gefährdet.

Ansprechpartner:

Bereich Netzwirtschaft:

Victor Fröse

Tel: 030-58580-195

froese@vku.de