



Vorläufige Einordnung der Erkenntnisse aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Seit der Anpassung des Energiewirtschaftsrechts an unionsrechtliche Vorgaben und zur Änderung weiterer energierechtlicher Vorschriften vom 22.12.2023 (BGBl. I 2023, Nr. 405 vom 28.12.2023) ist die Bundesnetzagentur zuständig für die Festlegung von Methoden zur Bestimmung einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Kapitalverzinsung, anhand derer ab der fünften Regulierungsperiode die Eigen- und Fremdkapitalzinssätze sowie die Kapitalquoten im Rahmen des WACC ermittelt werden können.

Die festgelegten Methoden müssen nach § 21 Abs. 3 EnWG (und § 73 Abs. 1b EnWG) den Stand der Wissenschaft berücksichtigen. Dies gilt ausweislich der Gesetzesbegründung insbesondere in Bezug auf die Eigenkapitalverzinsung. Zudem sind betriebswirtschaftliche Grundsätze zu berücksichtigen. (BR-Drs. 230/23, S. 92).

Vor diesem Hintergrund hat die Bundesnetzagentur ein Gutachten ausgeschrieben, in dem verschiedene methodische Fragestellungen hinsichtlich der Kapitalkostenermittlung ab der fünften Regulierungsperiode wissenschaftlich beleuchtet werden sollen. Den Zuschlag haben Frontier Economics zusammen mit Professor Dr. Zechner und Professor Dr. Randl erhalten.

Im Folgenden ordnet die Große Beschlusskammer die wesentlichen Erkenntnisse aus dem Gutachten knapp ein. Damit ist keine Vorfestlegung verbunden. Es wird lediglich der aktuelle Stand der Überlegungen wiedergegeben. Die frühzeitige Veröffentlichung des Gutachtens soll als wissenschaftliche Basis für die weitere diskursive Auseinandersetzung zur Ausgestaltung der Methodenfestlegung „Kapitalverzinsung“ dienen. Die Veröffentlichung des Gutachtens sowie der vorläufigen Einschätzung der Bundesnetzagentur zu einzelnen Punkten ist insofern nicht als vorweggenommene Konsultation der darin enthaltenen Punkte zu betrachten. Vielmehr wird den beteiligten Kreisen im weiteren Festlegungsverfahren die Möglichkeit gegeben werden, im Rahmen eines formellen Konsultationsprozesses Stellung zu nehmen. Zudem ist für den Jahresanfang ein weiterer Expertenworkshop geplant.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) und weitere Kapitalmarktmodelle

Basierend auf den Ergebnissen der vorangegangenen Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern von Frontier Economics (2008, 2011, 2016) bzw. von Frontier/Randl/Zechner (2021) hat das Gutachterkonsortium untersucht, ob seit der letzten Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes durch die Beschlusskammer 4 im Jahr 2021 neue wissenschaftliche Erkenntnisse vorliegen, die eine Abweichung vom CAPM bzw. die Einbeziehung weiterer Modelle begründen würden.

Dabei ist das Gutachterkonsortium zu dem Ergebnis gekommen, dass das CAPM den anderen Kapitalmarktmodellen für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten regulierter Unternehmen weiterhin überlegen ist. Ein vollständig globales/internationales CAPM bewerten die Gutachter dabei als nicht vorzugswürdig.

Vor diesem Hintergrund beabsichtigt die Bundesnetzagentur, das CAPM, welches bereits seit der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste Regulierungsperiode in Deutschland herangezogen wurde, auch im Rahmen der Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung zugrunde zu legen. Das CAPM, das unmittelbar aus einer stringenten Kapitalmarkttheorie abgeleitet wird, ist weit verbreitet und wissenschaftlich anerkannt. Das Modell ist einfach strukturiert und kann unter Zuhilfenahme weniger Annahmen empirisch geschätzt werden. Zudem wird das CAPM in zahlreichen Regulierungsverfahren (insb. in europäischen Regulierungsrahmen) angewendet.

Elementarer Bestandteil des CAPM ist der über einen Risikofaktor abgebildete Zusammenhang zwischen der Marktrisikoprämie (MRP) und dem Zuschlag zur Abdeckung (hier netzbetriebsspezifischer) unternehmerischer Wagnisse. Der Risikofaktor bildet das systematische Risiko eines Unternehmens im Vergleich zum Marktdurchschnitt ab. Die Bestimmung des Risikofaktors erfolgt anhand ökonomischer Analysen der Schwankungen von Aktienkursen im Verhältnis zu denen eines Referenzindex. Dafür sind mit deutschen Netzbetreibern vergleichbare Unternehmen zu wählen. Die Auswahl der Vergleichsunternehmen sowie die Ableitung des Risikofaktors erfolgen im Rahmen der Einzelfestlegungen und nicht bereits auf der Ebene der Methodenfestlegung. Die Bestimmung des Risikofaktors war daher folgerichtig nicht Gegenstand der Begutachtung.

Derzeit tendiert die Bundesnetzagentur im Sinne einer höheren Planbarkeit und Verlässlichkeit für Netzbranche und Investoren zu einer Fixierung des Eigenkapitalzinssatzes für die gesamte Regulierungsperiode.

Risikofreier Zinssatz

Die Methode zur Bestimmung des risikofreien Zinssatzes war bislang in § 7 Abs. 4 der Netzentgeltverordnungen vorgegeben (10-Jahres-Durchschnitt der Umlaufrendite).

Die Bundesnetzagentur beabsichtigt – wie bereits in den Expertenworkshops kommuniziert – in der Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung keine konkreten Reihen vorzugeben.

Die Bundesnetzagentur wird vielmehr auf Basis der Ausführungen der Gutachter Kriterien für die Auswahl geeigneter Reihen entwickeln. Nach dem derzeitigen Stand der Überlegungen erscheinen die im Gutachten genannten Spezifika (Restlaufzeit 10 bis 20 Jahre, Notierung in Euro, Verwendung von Nullkuponanleihen, Verwendung von Euroraum-Staatsanleihen mit AAA-Länderrating sowie deutsche Staatsanleihen als Referenzzinsreihe für den risikolosen Zinssatz) sachgerecht.

Die Auswahl der geeigneten Reihe erfolgt dann im Rahmen der Einzelfestlegung, sodass die Möglichkeit besteht, flexibel auf sich ggf. über die Zeit einstellende Veränderungen reagieren zu können.

Bei der Bestimmung der Kriterien wird die Bundesnetzagentur die im Gutachten beschriebene „konzeptionelle Konsistenz“ zwischen dem Basiszins und dem bei der Bestimmung der MRP verwendeten risikofreien Zinssatz sicherstellen. Dies bedeutet jedoch – wie auch der Gutachter klar gestellt hat – innerhalb der Methode historische Überrenditen nicht, dass die beiden risikofreien Zinssätze numerisch identisch sein müssen.

Zur Länge des Betrachtungszeitraums für die Durchschnittsbildung bei der Berechnung des Basiszinses erscheint die im Gutachten vorgeschlagene Orientierung an der Länge der Regulierungsperiode sachgerecht. Neben der wissenschaftlichen Fundierung käme die Bundesnetzagentur damit auch zahlreichen Forderungen der Branche entgegen, einen kürzeren Durchschnittszeitraum als den bisher normativ verankerten anzusetzen.

Die im Gutachten diskutierte Frage, ob eine Convenience Yield gegeben ist und wie eine solche ggf. zu kompensieren wäre, bleibt nach heutigem Stand der Überlegungen der Einzelfestlegung vorbehalten.

Methoden zur Bestimmung der Marktrisikoprämie

Das Gutachterkonsortium hat verschiedene Ansätze zur Bestimmung der Marktrisikoprämie evaluiert und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass die bisher von der Bundesnetzagentur angewandte Methode der historischen Überrenditen weiterhin am besten geeignet ist. Mit Blick auf die diskutierte Datengrundlage beabsichtigt die Bundesnetzagentur, im Rahmen der Methodenfestlegung keine konkrete Datenquelle vorzuschreiben, sondern lediglich Kriterien für die Wahl der Datenreihe zu normieren. Etwaige zukünftige Entwicklungen sollen dadurch im Rahmen der Einzelfestlegungen Berücksichtigung finden können.

Die Schätzung der Marktrisikoprämie basiert auf der Nutzung von historischen Überrenditen gegen langfristige risikofreie Anleihen und erfolgt schrittweise. Dazu ist zunächst eine Auswahl der Datenreihen bzw. der einzubeziehenden Länder und des Betrachtungszeitraums durchzuführen. Schon daraus entsteht ein gewisser Lösungsspielraum. Im zweiten Schritt ergibt sich auch durch die Frage, wie in der für richtig erachteten Länder-Datenreihe der Mittelwert gebildet wird, eine Bandbreite der historischen Überrenditen. Wie die Marktrisikoprämie innerhalb dieser Spielräume konkret ermittelt wird, bleibt der Einzelfestlegung vorbehalten. Die Bundesnetzagentur beabsichtigt jedoch, im Rahmen der Methodenfestlegung qualitative Prüfkriterien zu definieren, anhand derer im Rahmen der Einzelfestlegung eine Orientierung innerhalb der Bandbreite erfolgen kann. Kriterien könnten hier bspw. ein Vergleich mit dem europäischen Ausland etc. sein.

Kapitalquote

Zur Festlegung einer Gesamtkapitalrendite auf Basis eines WACC-Ansatzes bedarf es der Festlegung einer Referenz-Kapitalstruktur (d.h. das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital).

Anhaltspunkte für eine repräsentative Kapitalquote sind in der Praxis beobachtete Verschuldungsquoten von Vergleichsunternehmen (z.B. Beta Peer Group, nicht börsennotierte Netzbetreiber), Bereiche für Kapitalquoten, welche von Ratingagenturen für typische Kreditratings für regulierte Netzbetreiber herangezogen werden, und von europäischen Regulatoren verwendet Kapitalquoten.

Anhand dieser Anhaltspunkte hat das Gutachterkonsortium eine Bandbreite für die Kapitalquote (Fremdkapitalanteil) von 40 % bis 60 % identifiziert.

Die Bundesnetzagentur beabsichtigt, die Kapitalquote bereits auf Ebene der Methodenfestlegung konkret zu beziffern. Sie erachtet hierfür nach derzeitigem Stand der Überlegungen das auch bislang in der Regulierung vorgesehene Verhältnis von 40 % Eigenkapital und 60 % Fremdkapital weiterhin für sachgerecht. Diese Überlegungen werden durch die gutachterliche Einschätzung gestützt.

Der WACC zeigt nach den Ausführungen des Gutachterkonsortiums nur geringe Sensitivität gegenüber Veränderungen der Kapitalquote. Dennoch lässt sich bei einem Verhältnis von 40 % Eigenkapital zu 60 % Fremdkapital eine insgesamt effiziente Finanzierungsstruktur unterstellen.

Fremdkapitalkostensatz

Die Kosten des Fremdkapitals waren bislang nach § 5 Abs. 2 der Netzentgeltverordnungen in tatsächlicher Höhe unter Berücksichtigung der Kapitalmarktüblichkeit einzustellen. Dazuhin war bislang die Bestimmung des Zinssatzes für den die Eigenkapitalquote übersteigenden Anteil des Eigenkapitals in den § 7 Abs. 7 Netzentgeltverordnungen vorgegeben. Die Einführung des WACC macht eine Methode zur Festlegung des Fremdkapitalzinssatzes erforderlich, die die Fremdkapitalkosten von Strom- und Gasnetzbetreibern sachgerecht widerspiegelt.

In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des Gutachterkonsortiums erachtet die Bundesnetzagentur nach dem derzeitigen Stand der Überlegungen die „direkte“ marktorientierte Bestimmung eines Fremdkapitalzinssatzes anhand eines Anleiheindex für zielführend. Die Bundesnetzagentur beabsichtigt – wie beim risikofreien Zinssatz – in der Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung keine konkreten Reihen vorzugeben. Die im Gutachten genannten Kriterien für die Auswahl des Anleiheindex (sektorspezifischer Index in Euro, Kreditrating mindestens im BBB-Bereich, längerfristige Restlaufzeiten um die 10 Jahre) erscheinen geeignet, um sicherzustellen, dass der Fremdkapitalzinssatz für Strom-/ Gasnetzbetreiber sachgerecht abgebildet wird.

Bei der Ermittlung des Fremdkapitalzinssatzes sprechen nach derzeitiger Auffassung der Bundesnetzagentur gute Gründe für eine dynamische Anpassung des Zinses für Neuinvestitionen innerhalb der Regulierungsperiode. Hierdurch kann aktuellen Zinsentwicklungen in Verbindung mit dem hohen Investitionsbedarf Rechnung getragen werden. Zur Länge des Betrachtungszeitraums für die Durchschnittsbildung bei der Berechnung des Fremdkapitalzinssatzes für Bestandsvermögen erscheint die im Gutachten vorgeschlagene Orientierung an der Länge der Regulierungsperiode – wie auch beim risikofreien Zinssatz – plausibel.

Ob und inwieweit Fremdkapital-Nebenkosten zusätzlich berücksichtigt werden müssen, bewertet das Gutachterkonsortium nicht abschließend. Die Bundesnetzagentur wird sich im Rahmen der Methodenfestlegung mit der Notwendigkeit eines Zuschlags befassen und prüft, im Rahmen der Methodenfestlegung dies ggf. entweder als Möglichkeit zu verankern, im Rahmen der Einzelfestlegung einen Zuschlag zu gewähren, oder einen solchen Zuschlag unmittelbar in der Methodenfestlegung vorzusehen. In Betracht kommt ein Zuschlag nur, wenn und soweit die Fremdkapital-Nebenkosten nicht bereits anderweitig vergütet werden.