

Bundesnetzagentur
Große Beschlusskammer Energie
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

per E-Mail: gbk@bnetza.de

Name der Abteilung

Ihr Ansprechpartner:

██████████
████████████████████
████████████████████

info@netze-gt.de
www.netze-gt.de

Datum:

18. August 2025

Unser Zeichen:

Hx

Methodenfestlegung Kapitalverzinsung GBK-25-02-3#1; Netzgesellschaft Gütersloh mbH

Sehr geehrte Damen und Herren,

zum Konsultationsverfahren Kapitalverzinsung nehmen wir wie folgt Stellung:

Thema: Konsistenzbedingungen risikofreier Zinssatz (Basiszins) (Randnummer 85)

Im Festlegungsentwurf wird unter Ziffer 4.5 sachlich zutreffend geregelt, dass die Ermittlung der beiden Parameterwerte Basiszins und risikofreier Zinssatz als „Abzugsposition“ der Marktrisikoprämie (MRP) möglichst konsistent zu ermitteln sind. In der Begründung ist unter Rn. 85 lediglich die Restlaufzeiten als Beispiel genannt. Zur Erfüllung der Konsistenzbedingungen sind bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten nach dem CAPM jedoch die Charakteristika Laufzeit sowie Verfügbarkeit, Kreditrisiko, Verzinsung/Renditekonzept und Währung zu berücksichtigen. Hier sollte nochmals klarstellend auch an dieser Stelle auf das Erfordernis der umfassenden Beachtung der Konsistenzkriterien hingewiesen werden.

Thema: Verwendung von Nullkuponanleihen beim Basiszins (Randnummer 89)

Die im CAPM geforderte Rendite einer risikolosen Veranlagung ist nur mit der Endfälligkeitsrendite (engl. Yield to Maturity) kreditrisikoloser Anleihen zu beobachten. Dementsprechend ist gewissenhaft darauf zu achten, welche Renditekomponenten im Datensatz herangezogen werden. Bei der Verwendung von Renditen, die nicht dem Charakter einer Endfälligkeitsrendite entsprechen, ist davon auszugehen, dass die Eigenkapitalkosten unterschätzt werden. Der Verwendung von Nullkuponanleihen ist entsprechend zuzustimmen.

Thema: Restlaufzeit der Referenzzinsreihe im Basiszins (Randnummer 92)

Gemäß Festlegungsentwurf sollen bei der Bestimmung des risikofreien Zinssatzes europäische oder nationale Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 bis 20 Jahren herangezogen werden.

Für den Basiszins und den risikolosen Zinssatz zur Bestimmung der MRP ist zweifelsfrei auf eine homogene Fristigkeit zu achten. Eine solche Fristigkeitskongruenz ist aus finanzökonomischer Sicht unabdingbar, da andernfalls systematische Verzerrungen entstehen, die weder theoretisch noch praktisch gerechtfertigt sind. Eine inkonsistente Restlaufzeit zwischen den beiden risikofreien Zinssätzen würde zudem dazu führen, dass die MRP implizit nicht mehr ausschließlich das erwartete Risikoäquivalent der Eigenkapitalrendite abbildet, sondern zusätzlich einen Laufzeitunterschied enthält. Um hierdurch entstehende Verzerrungen zu vermeiden bzw. auszugleichen, müsste eine explizite laufzeitbasierte Korrektur der MRP erfolgen. Zu diesen Effekten bzw. Verzerrungspotentialen finden sich im Festlegungsentwurf keine Aussagen.

Festzuhalten ist weiterhin, dass der Einbezug einer längeren Restlaufzeit, z. B. von 20 Jahren, hinsichtlich der langfristigen Kapitalbindung bei Netzinvestition tendenziell vorzugswürdig ist. Durch die Anwendung der Svensson-Methode und auf der Grundlage von Bundesbank-Daten ist eine Extrapolation von Zerobonds-Zinssätzen mit einer Restlaufzeit von 20 oder gar 30 Jahren umsetzbar. Diese Vorgehensweise ist in der deutschen Bewertungspraxis üblich.

Vor dem Hintergrund der langfristigen Kapitalbindung bei regulierten Netzinvestitionen, der internationalen Bewertungspraxis und der internen Konsistenz ist es aus Sicht der ökonomischen Theorie und Praxis geboten, auch bei der Ableitung des Basiszinssatzes in der Berechnung des Eigenkapitalzinssatzes auf eine Laufzeit von 20 Jahren abzustellen.

Thema: Berücksichtigung deutscher und europäischer Staatsanleihen (Randnummer 99)

Die in dem Festlegungsentwurf eingeräumte Möglichkeit einer Heranziehung von Euroraum-Staatsanleihen mit einem der deutschen Staatsanleihen entsprechenden Länderrating kann zwar für die Untersuchung von Verzerrungen (Convenience Yield) relevant sein, allerdings sollte die Festlegung eines risikolosen Zinssatzes auf Basis deutscher Staatsanleihen mit AAA-Rating erfolgen. Auch hier ist die methodisch notwendige Konsistenz der Bonität zu beachten: Bisher erfolgte ein struktureller Verstoß gegen die Konsistenzanforderung bei der gleichzeitigen Verwendung unterschiedlicher Bonitäten im Basiszins und bei der Ermittlung der MRP. Eine systematische und methodisch einwandfreie Herleitung des risikofreien Zinssatzes setzt daher voraus, dass auch die Bonität einheitlich bestimmt und über die gesamte WACC-Logik konsistent angewendet wird.

Thema: Convenience Yield (Randnummer 104)

Wir stimmen mit dem Festlegungsentwurf überein, dass bei der Bestimmung des risikolosen Zinssatzes zu untersuchen ist, ob eine Verzerrung des Renditeniveaus unter anderem auf eine Liquiditätsprämie bzw. Verfügbarkeitsprämie (engl. Convenience Yield) zurückzuführen ist. Allerdings hat die BNetzA den Hinweis ihrer Gutachter, dass eine

spezifische Anpassungsmethode vorab festzulegen wäre, bisher nicht beachtet. Die Methodenfestlegung sollte bereits die Leitplanken für eine Ableitung und Quantifizierung dieses Effektes beinhalten.

Thema: Durchschnittsbildung (Randnummer 105)

Die BNetzA hat in ihrem Festlegungsentwurf zutreffend darauf hingewiesen, dass eine Orientierung an der Länge der Regulierungsperiode sachgerecht erscheint. Diese Einschätzung teilen wir. Gleichzeitig möchten wir betonen, dass der betrachtete Zeitraum zeitlich möglichst nah vor der Festlegung liegen sollte, damit keine bereits überholten Marktzinsniveaus dominieren.

Thema: Ermittlung des Risikofaktors (Randnummer 112 ff.)

Statistische Signifikanz:

In Randnummer 117 wird ausschließlich auf die formalen und marktpraktischen Voraussetzungen zur Ermittlung des Risikofaktors (Beta) im Rahmen des CAPM eingegangen. In der Begründung wird dargelegt, dass die heranzuziehenden Vergleichsunternehmen börsennotiert und -gehandelt sein müssen, dass hinreichend lange und belastbare Zeitreihen zu den Aktienkursen vorliegen sowie eine ausreichende Handelsliquidität gegeben sein muss. Diese Kriterien sollen sicherstellen, dass die Datenbasis für die Beta-Bestimmung robust und marktgerecht ist. Allerdings beschränkt sich die Argumentation auf die Datenverfügbarkeit und -qualität, ohne die statistische Signifikanz der daraus resultierenden Schätzung zu hinterfragen.

Gerade aus finanzökonomischer und regulatorischer Sicht ist es jedoch elementar, ergänzend einen T-Test auf den geschätzten Beta-Koeffizienten anzuwenden. Nur so kann überprüft werden, ob der ermittelte Wert signifikant von null abweicht und somit überhaupt einen nachweisbaren systematischen Zusammenhang zwischen Unternehmensrenditen und Marktportfolio widerspiegelt. Eine Beta-Schätzung ohne Signifikanzprüfung birgt das Risiko, dass regulatorische Vorgaben auf statistisch nicht belastbaren Werten beruhen. Die Einbeziehung etwa eines T-Tests würde die methodische Transparenz erhöhen, die Konsistenz mit wissenschaftlichen Standards sicherstellen und die Angreifbarkeit regulatorischer Entscheidungen erheblich reduzieren – ein Aspekt, den die BNetzA im Interesse der Rechtssicherheit und Marktakzeptanz dringend noch in der Festlegung berücksichtigen sollte.

Inkonsistenz zwischen der Ermittlung der Marktrisikoprämie und des Risikofaktors durch Länderauswahl:

In der Erläuterung zur Ermittlung der MRP wird ausgeführt, dass diese auf Basis globaler Marktdaten bestimmt wird. Demgegenüber erfolgt die Ermittlung des Risikofaktors ausschließlich anhand einer lokal begrenzten Auswahl von Vergleichsunternehmen. Dieser methodische Bruch ist besonders widersprüchlich, da das CAPM für eine konsistente Risikobewertung voraussetzt, dass Beta und MRP aus demselben Kapitalmarktumfeld abgeleitet werden. Die derzeitige Kombination einer weltweit ermittelten MRP mit einem lokal eingegrenzten Beta untergräbt diese innere Konsistenz und führt zwangsläufig zu Verzerrungen der Eigenkapitalkosten – mit dem Risiko sowohl überhöhter als auch unangemessen niedriger Zinssätze. Eine methodisch stringente und rechtlich belastbare

Vorgehensweise erfordert daher zwingend, Beta und MRP aus einem identischen geografischen und marktspezifischen Bezugsrahmen zu bestimmen, um solche Inkonsistenzen und deren potenzielle Anfechtbarkeit zu vermeiden.

Thema: Ansatz historischer Überrenditen bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie (Randnummer 121)

Die mit der Schätzung der MRP verbundene Unsicherheit und die damit gebotene wissenschaftliche Bewertung der unterschiedlichen Ansätze wird auch von den von der BNetzA beauftragten Gutachter hervorgehoben. Der Hinweis auf (lediglich) 4 Regulierungsbehörden, die im Übrigen die Ergebnisse aus der genannten Methode aufgrund deren Unzulänglichkeiten korrigieren, zeigt eher das Gegenteil auf: Weltweit ist die BNetzA die einzige Behörde, die ausschließlich auf den Ansatz der historischen Überrenditen abstellt. Die BNetzA sollte daher diese weder den aktuellen Stand der regulierungsbehördlichen Praxis noch die andauernde wissenschaftliche Diskussion widerspiegelnden Ansatz einer Festschreibung dieser einen Methode in der Festlegung überdenken und davon Abstand nehmen.

Thema: Alternative Methoden bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie (Randnummer 124)

Wir weisen darauf hin, dass keine „richtige“ bzw. „falsche“ oder dauerhaft „beste“ Methode für die Schätzung einer MRP existiert. Für keine der drei von den Gutachtern der BNetzA untersuchten Methoden gibt es eine klare wissenschaftliche Evidenz. Selbst innerhalb einer Methode ergeben sich große Bandbreiten aus unterschiedlichen Datengrundlagen, Zeiträumen, Bereinigungen, Mittelwertbildungen sowie weiteren Aspekten.

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) (Frontier Economics Ltd: Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode, 13.12.2025, S. 12 f.). Eine alleinige Heranziehung der historischen Überrendite steht darüber hinaus in Widerspruch zu den Ausführungen der von der BNetzA beauftragten Gutachter. Die bisherigen Ausführungen dazu genügen dem Begründungserfordernis aus § 73 Abs. 1b EnWG nicht.

Thema: Anwendung eines Methodenpluralismus bei der Schätzung der Marktrisikoprämie (Randnummer 130)

Die Festlegung auf lediglich eine einzige, weltweit nicht mehr (ausschließlich) angewandte Methode zu begrenzen, steht in einem klaren Widerspruch zu dem durch das Gutachterkonsortium der BNetzA ausdrücklich ausgesprochenen Empfehlung, das Dividendenwachstumsmodell als zusätzliche Informationsquelle für die Festlegung eines Punktschätzers innerhalb einer mit anderen Methode ermittelten Bandbreite anzuwenden. Umso weniger ist nachzuvollziehen, warum die Behörde von einer Plausibilisierung absehen will (vgl. dazu unter Rn. 130).

Thema: Plausibilisierung der Marktrisikoprämie (Randnummer 130)

Es bleibt höchst rätselhaft, warum die BNetzA weiterhin keine Plausibilisierung in die Methodenfestlegung aufnehmen will. Ein solcher Schritt entspricht schlicht einem wissenschaftlich abgesicherten Arbeiten. Es soll hier nicht spekuliert werden, warum die Behörde dies ablehnt. Nachvollziehbar ist es jedenfalls nicht, da es auch maßgeblich die Akzeptanz dieser wirtschaftlich bedeutenden Entscheidung erhöhen würde. Es wäre insofern bedeutsam zu erfahren, warum die BNetzA es ablehnt, ein von ihr ermitteltes Ergebnis zu verproben. Der Hinweis auf die bisherige BGH-Rechtsprechung geht dabei von vornherein ins Leere, da das Gericht nur über eine bestehende gesetzliche Verpflichtung der Behörde zu entscheiden hatte.

Die BNetzA argumentiert aus nicht nachvollziehbaren Gründen, dass eine Plausibilisierung der Höhe der MRP nicht angezeigt sei, wenn die MRP mittels der Methode der historischen Überrenditen ermittelt wurde. Eine solche Aussage in einer Methodenfestlegung kritisieren wir mit Nachdruck; sie steht ebenfalls im Widerspruch zu der Empfehlung der Gutachter der BNetzA. Das Erfordernis zu einer Plausibilisierung ergibt sich aus zahlreichen Vorschlägen des Gutachterkonsortiums. So wird darin zum einen Methodenpluralismus in der Punktschätzung der MRP anhand impliziter Modelle sowie der Einbezug energiepolitischer Aspekte und Entscheidungen anderer europäischer Regulierer zur Bestimmung eines Punktschätzers innerhalb einer Bandbreite empfohlen. Zum anderen ergibt sich das Erfordernis von umfassenden Plausibilitätsprüfungen auch aus den Prüfkriterien und Anforderungen, die im Gutachten definiert wurden.

In der Praxis bestehen auch eine Vielzahl von Plausibilisierungsmöglichkeiten.

So könnte bei der Anwendung der Methode der historischen Überrendite die Zinsdifferenz der beiden risikolosen Basiszinssätze Aufschluss über die Frage geben, ob die historischen Daten repräsentativ sind. Diese Differenz ergibt sich aus den Unterschieden in der Ermittlung der beiden risikolosen Zinssätze, da für den risikolosen Zinssatz als Abzugsposition in der MRP die Anleiherenditen aus dem DMS-Datensatz statt der deutschen Staatsanleihen verwendet werden.

Es eignet sich ferner auch ein Blick auf die Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW). Der FAUB bezieht verschiedene methodische Ansätze als Basis für die Untersuchung mit ein und überprüft, ob sich die Entwicklung der Gesamterwartung mit beobachtbaren Marktdaten vereinbaren lässt. 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 die aktuellen Beobachtungen ergänzt.

Zudem sollten weitere Hinweise aus der Bewertungspraxis berücksichtigt werden, um die Vereinbarkeit der regulatorischen Entscheidungen mit den tatsächlichen Entwicklungen am Kapitalmarkt sicherzustellen. Hierbei könnte die Analyse von veröffentlichten Gutachten (Squeeze Out u. ä.), die auch jährlich als zusammengefasste Studie der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erscheinen, als Plausibilisierungsmaßstab herangezogen werden.

Ferner gibt die Erhebung des Council of European Energy Regulators (CEER) einen guten Überblick, welche MRP von europäischen Regulierungsbehörden angesetzt wurden. Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass dieser Bericht der Europäischen Regulierer keine Schätzung darstellt, die durch subjektive Einschätzungen der Teilnehmer verzerrt sein könnte, sondern vielmehr die Erhebung des Ist-Zustands europäischer Regulierungsbehörden umfasst.

Daneben können Festlegungen aus anderen regulierten Bereichen zur Plausibilisierung der MRP herangezogen werden, da diese nicht spezifisch für Netzbetreiber ermittelt wird, sondern einen Marktwert abbildet. Auch im Telekommunikationsbereich sind die DMS-Daten der Ausgangspunkt für die Schätzung der MRP – eine abweichende Festlegung für einen identischen Wert innerhalb der gleichen Methodik wäre somit nicht nachvollziehbar.

Aus finanzwirtschaftlicher Sicht gibt es keine unterschiedlich hohen MRP. Es gibt weltweit nur eine MRP – nämlich jene, die sich auf das globale Marktportfolio bezieht. Diese Aussage folgt unmittelbar aus der im Festlegungsentwurf empfohlenen Kapitalmarkttheorie eines CAPM. Die MRP ist keine regional oder sektoral variable Größe. Unterschiede in erwarteten Renditen werden vielmehr über das Beta, also die systematische Risikoexposition einzelner Vermögenswerte gegenüber dem Marktportfolio, abgebildet. Die MRP selbst bleibt dabei eine einheitliche Größe. Regulatorisch folgt daraus, dass auch nationale Regulierungsbehörden die MRP nicht als beliebig anpassbaren Parameter behandeln dürfen. Werden unterschiedliche MRP angesetzt, z. B. zwischen Sektoren, Ländern oder Laufzeiten, so wird die fundamentale finanzwirtschaftliche Logik des CAPM verletzt. Ein solches Vorgehen ist weder theoretisch haltbar noch empirisch belastbar.

Thema: Datengrundlage bei der Schätzung der Marktrisikoprämie (Randnummer 134)

Wir stimmen dem Transparenzerfordernis der Datengrundlage zu. Für den regulatorischen Maßstab der Transparenz und Nachvollziehbarkeit ist die freie Zugänglichkeit der DMS-Daten allerdings unzureichend. Entscheidend ist, dass nachvollzogen werden kann, wie die Daten generiert wurden, welche Quellen im Hintergrund stehen und welche Methodik angewandt wurde.

Mit Blick auf die DMS-Daten bedeutet das konkret, dass die öffentlich verfügbare „Summary Edition“ hierfür nicht ausreicht. Sie bietet keine Transparenz darüber, wie die MRP berechnet wird, welche historischen Zeitreihen zugrunde gelegt werden oder wie Länder- und Aktien-Abgrenzungen erfolgen.

Selbst in der kostenpflichtigen Version des Global Investment Returns Yearbook sind die Daten teilweise nicht nachvollziehbar und die Berechnungen nicht reproduzierbar. Entsprechend wäre das alleinige Abstellen auf diese Datenbasis unzureichend.

Thema: Konsistenzanforderungen (Randnummer 135)

Wir stimmen der Ausführung im Festlegungsentwurf zu, dass es zwingend notwendig ist, die Konsistenzbedingungen innerhalb des CAPM zu beachten (Rn. 135). Die BNetzA erkennt hierbei die Auswahl des Länderportfolios, die Restlaufzeiten sowie beispielsweise Währungs-, Verfügbarkeits- und Risikoinkonsistenzen zwischen dem Basiszins und dem risikofreien Zinssatz in der MRP an. Zusätzlich mit aufzunehmen ist hierbei noch die dem Basiszins zugrunde liegende Verzinsung bzw. das Renditekonzept. Während der risikofreie Zinssatz zur Bestimmung der MRP als Anleihe Kursgewinne enthält, liegt dem Basiszins als endfällige Anleihe ein signifikant anderes Renditekonzept zugrunde, was zweifelsfrei zu erheblichen Verzerrungen führt.

Thema: Mittelwertbildung der Marktrisikoprämie (Randnummer 151)

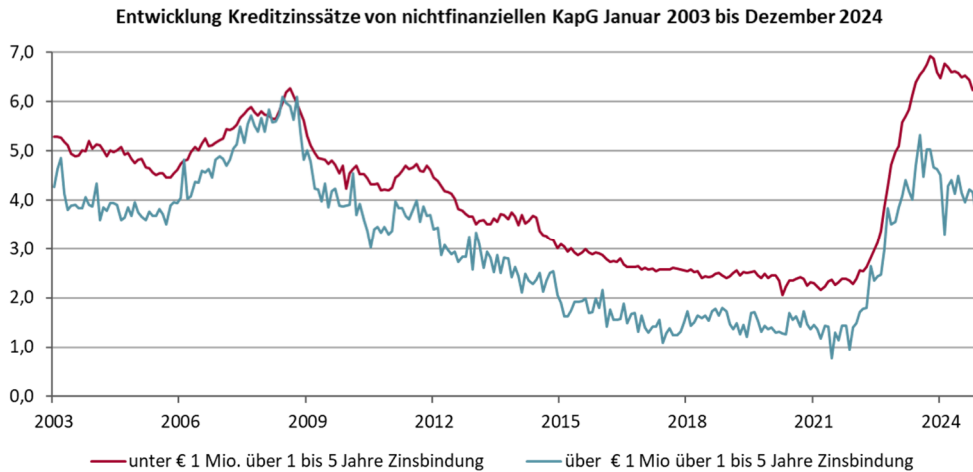
Die Festlegung der BNetzA, künftig bei der Bestimmung der MRP den arithmetischen Mittelwert der Jahresdurchschnitte historischer Renditedifferenzen heranzuziehen, stellt keinen methodischen Fortschritt dar, sondern die verspätete Übernahme der finanzwissenschaftlichen Bewertung sowie der gängigen Praxis europäischer Regulierungsbehörden. Es handelt sich hierbei um die längst überfällige Korrektur einer methodisch inkonsistenten Praxis, die über Jahre hinweg zu systematisch verzerrten Ergebnissen geführt hat.

Thema: Volumen der Fremdkapitalaufnahme (Randnummer 198)

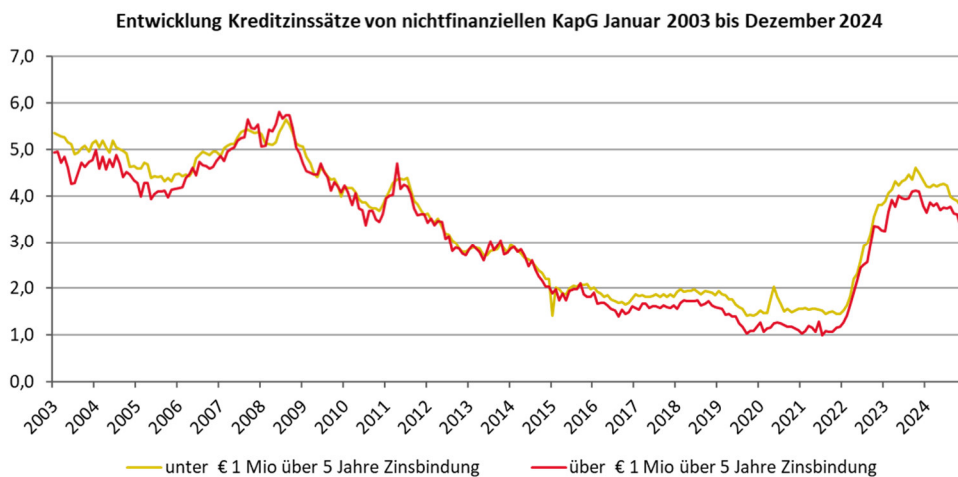
Unter Randnummer 198 wird festgehalten, dass im Konsultationsverfahren vorgetragen wurde, Kreditfinanzierungen mit geringeren Volumina seien häufig mit höheren Zinssätzen verbunden. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass kleinere Netzbetreiber im Vergleich zu größeren Unternehmen regelmäßig keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben und stattdessen auf klassische Bankkredite angewiesen sind.

Eine inhaltliche Auseinandersetzung mit diesen strukturellen Finanzierungsunterschieden erfolgt im weiteren Verlauf jedoch nicht. Auch das Gutachterkonsortium der BNetzA, Frontier Economics, hat diese Aspekte nicht näher untersucht. Vor diesem Hintergrund nehmen wir nachfolgend eine gezielte Betrachtung der besonderen Herausforderungen bei der Fremdkapitalaufnahme kleinerer Netzbetreiber und der Finanzierung von Investitionen mit geringem Volumen vor.

Die sehr verschiedenen Volumen einer Fremdkapitalaufnahme wurde von der BNetzA und Frontier Economics nicht untersucht, obwohl die Fremdkapitalkosten auch von diesem Faktor beeinflusst werden, wie in den nachfolgenden Grafiken zu sehen ist:



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: 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).

Einerseits deutet der Verlauf der Zinsreihen darauf hin, dass bei geringerem Kreditvolumen höhere Zinssätze von den Kreditgebern verlangt werden. Andererseits scheint dieser Effekt mit zunehmender Zinsbindung im Durchschnitt abzunehmen.

Die dargestellten Daten der Deutschen Bundesbank belegen eindeutig, dass kleinere Kreditvolumina im Durchschnitt mit höheren Zinssätzen verbunden sind. Unsere praktischen Erfahrungen bestätigen diesen Befund: Netzbetreiber rufen typischerweise kleinere Kreditvolumen ab, da Kapital im Zeitablauf bedarfsgerecht und in mehreren Tranchen aufgenommen wird. Dieser Finanzierungsmodus spiegelt die Realität der Mehrzahl der Netzbetreiber deutlich besser wider als die Annahme großvolumiger Einmalfinanzierungen.

Hinzu kommt, dass die durchschnittliche Zinsdifferenz bei Krediten mit einer Zinsbindung von über fünf Jahren zuletzt angestiegen ist – was die langfristige Relevanz volumenbedingter Aufschläge unterstreicht. Die bisherige pauschale Nichtberücksichtigung dieser Effekte bei der Ermittlung des Fremdkapitalzinssatzes führt zu einer systematischen Unterschätzung der tatsächlichen Finanzierungskosten, insbesondere für kleinere Netzbetreiber. Eine sachgerechte, methodisch konsistente und investitionsfördernde Regulierung sollte daher volumenbedingte Zinsdifferenzen mit in die Ermittlung des Fremdkapitalzinssatzes einbeziehen.

Thema: Dynamisierung und Durchschnittsbildung des Fremdkapitalkostensatzes (Randnummer 224)

In Randnummer 224 wird im Zusammenhang mit der Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes die Systematik der Dynamisierung und Durchschnittsbildung erläutert. Die BNetzA führt aus, dass für Bestandsvermögen ein historischer arithmetischer Durchschnitt der Fremdkapitalzinsen über einen Zeitraum von **sieben Jahren** zugrunde gelegt wird. Für Neuinvestitionen hingegen soll der Jahreswert der im jeweiligen Anschaffungsjahr maßgeblichen Fremdkapitalzinsen verwendet werden. Diese Differenzierung soll sicherstellen, dass bestehende Anlagen eine geglättete, weniger volatile Zinsbasis erhalten, während neue Investitionen zu aktuellen, marktgerechten Konditionen bewertet werden. Diese Anwendung getrennt für Bestandsvermögen und Neuinvestitionen ist zu begrüßen.

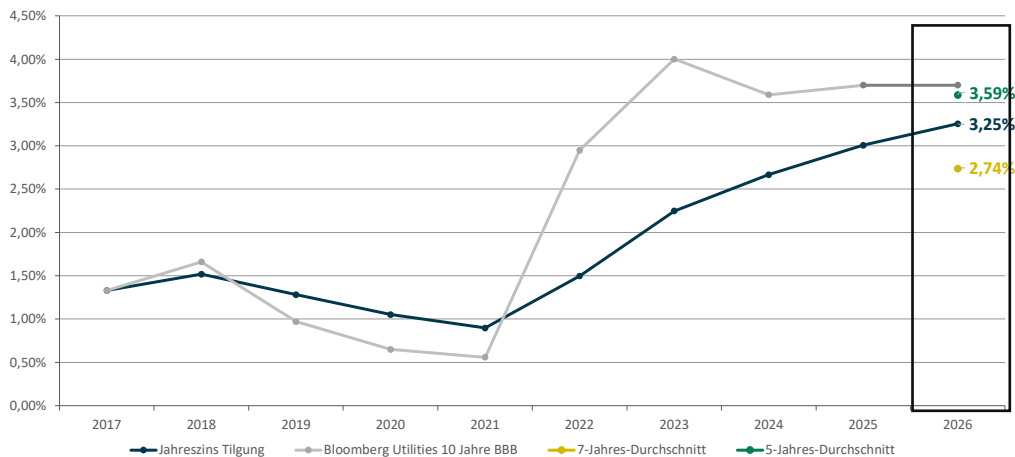
Allerdings ist die siebenjährige Durchschnittsbildung auf das Bestandsvermögen nicht sachgerecht, was auch bereits in Stellungnahmen zur Kapitalverzinsung bezogen auf das Eckpunktepapier der BNetzA vorgebracht wurde. Insbesondere wurde (jedenfalls) für das nächste Basisjahr ein fünfjähriger Durchschnitt gefordert. Dass bezogen auf das nächste Basisjahr kein eingeschwungenes, sondern deutlich **steigendes Investitions- und Zinsniveau** gegeben ist, scheint in der Festlegung des siebenjährigen Durchschnitts grundsätzlich Eingang gefunden zu haben, wird jedoch noch nicht ausreichend berücksichtigt. Der durchschnittliche Zinsaufwand der Netzbetreiber wird hierbei deutlich über dem siebenjährigen Durchschnittswert liegen, weshalb ein kürzerer Durchschnitt – zumindest im nächsten Basisjahr – zugrunde zu legen ist. Ein siebenjähriger Durchschnitt zur Ermittlung des Fremdkapitalzinssatzes ist unter realen Finanzierungsbedingungen auch ökonomisch nicht vertretbar, da er die Auswirkungen auf die Finanzierungskosten nur unzureichend abbildet. Dies lässt sich mit nachfolgender, praxisnaher Modellberechnung belegen.

In einem ersten Schritt wird hierbei die Finanzierungsform zugrunde gelegt, mit der sich die überwiegende Anzahl der Netzbetreiber, die keine endfälligen Anleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren emittieren, finanzieren. In der Realität erfolgt die Fremdkapitalaufnahme überwiegend über klassische Tilgungsdarlehen, sodass die tatsächliche, sich durchschnittlich ergebende Zinsbelastung im kommenden Basisjahr erheblich über der unterstellten Annahme der BNetzA liegt.

Um die jährliche Zinsbelastung der Netzbetreiber unter realistischen Bedingungen modellhaft abzubilden, haben wir die im Bloomberg Utilities Index für 10-jährige BBB-Anleihen veröffentlichten Zinssätze herangezogen und diese ab dem Jahr 2025 mit dem prognostizierten Zins i. H. v. 3,70 % angesetzt. Parallel dazu wurden die Investitionsvolumina in Stromverteilernetze gemäß den öffentlich zugänglichen Daten der BNetzA aus dem Energie-Monitoringbericht 2024 übernommen. Für die Jahre 2025 und 2026 haben wir die Investitionen entsprechend der durchschnittlichen Steigerung der beiden Vorjahre fortgeschrieben. Die sich jährlich ergebende Zinsbelastung berücksichtigt damit, dass die Fremdfinanzierungskosten der Investitionen in den letzten Jahren, insbesondere ab dem Jahr 2022 erheblich steigen, da sowohl die Darlehenszinssätze als auch das Finanzierungsvolumen deutlich erhöht sind. Demgegenüber verlieren die älteren Jahre in der Zinsbelastung aufgrund der geringeren Finanzierungsvolumina und der Tilgung schnell an Bedeutung.

Die Modellrechnung zeigt, dass ein auf den 7-Jahres-Durchschnitt festgelegter Fremdkapitalzinssatz **i. H. v. 2,74 %** im Basisjahr 2026 erheblich von dem durchschnittlichen Zinssatz für tilgbare Darlehen **i. H. v. 3,25 %** aus der Modellrechnung abweicht. Der durchschnittliche Zinssatz ergibt sich dabei aus dem Verhältnis des gesamten jährlichen Zinsaufwands zum Darlehensbestand desselben Jahres. Dagegen liegt der geforderte 5-Jahres-Durchschnitt **i. H. v. 3,59 %** näher an dem in der Modellrechnung ermittelten Ist-Zinssatz für 2026. Dies spricht für eine Anpassung der Durchschnittsbildung an einen kürzeren Zeitraum, um eine realistischere und marktnähere Abbildung der tatsächlichen Finanzierungskosten zu gewährleisten.

Da die Modellrechnung ausschließlich auf belastbaren, öffentlich zugänglichen Quellen wie Bloomberg-Daten und dem Energie-Monitoringbericht der BNetzA basiert, ist sie

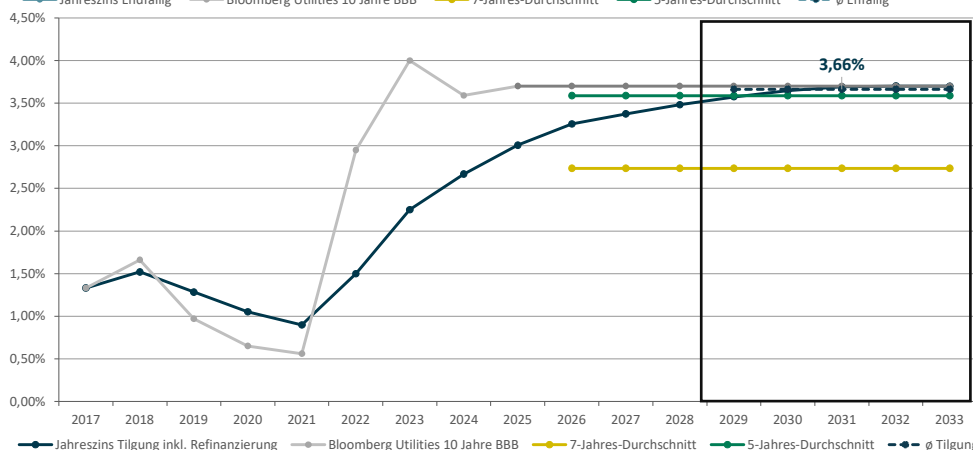
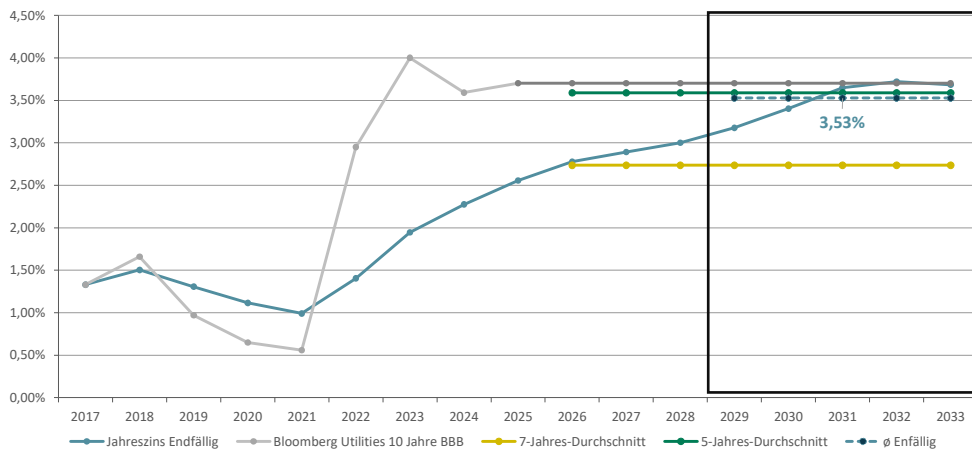


transparent, nachvollziehbar und methodisch solide. Eine Verkürzung des Betrachtungszeitraums auf fünf Jahre würde daher die ökonomische Realität besser abbilden und somit auch Anreize für Investitionsentscheidungen der Netzbetreiber setzen.

Die vorherige Darstellung der Zinsbelastung für Netzbetreiber ist aber bei genauerer Betrachtung der Finanzierungseffekte bezogen auf die Langfristigkeit der Refinanzierung des Bestandsvermögens im nächsten Basisjahr über die folgende Regulierungsperiode hinweg gegenüber der nur 10-jährigen finanzierungsseitigen Zinssicherung noch nicht vollständig erfasst. In einer weiteren Modellrechnung haben wir – entsprechend den Annahmen im Festlegungsentwurf – eine Finanzierung ausschließlich über endfällige 10-Jahres-Anleihen simuliert. Dabei wurde unterstellt, dass auslaufende Finanzierungen mit dem noch nicht refinanzierten und damit dem verbleibenden umzufinanzierenden Betrag durch neue endfällige 10-Jahres-Anleihen ersetzt werden. Die Anleihe zur Finanzierung der Investitionen im Jahr 2017 wird damit im Jahr 2027 mit dem dann höheren, aktuellen Zinssatz, aber geringerem Volumen umfinanziert. Nur damit wird eine dem Vermögen kongruente Finanzierung berücksichtigt. Bei der Höhe der Anleihe zum Zeitpunkt der Umfinanzierung wird davon ausgegangen, dass das Vermögen eine durchschnittliche kalkulatorische Nutzungsdauer von 35 Jahren aufweist und damit der Betrag nach zehn Jahren jeweils rd. 71 % des ursprünglichen Anleihebetrages entspricht.

Diese Modellrechnung zeigt, dass die Netzbetreiber in der fünften Regulierungsperiode für Stromverteilnetzbetreiber (2029-2033) einen durchschnittlichen Zinssatz i. H. v. **3,53 %** für die Finanzierung des Bestandsvermögens im Basisjahr aufbringen werden; dies entspricht ungefähr der Höhe des 5-Jahres-Durchschnitts von 3,59 %:

Ein vergleichbarer Effekt stellt sich auch bei Netzbetreibern mit tilgbaren Darlehen ein. Die durchschnittliche Zinsbelastung für die Finanzierung des Bestandsvermögens beträgt im Durchschnitt der kommenden Regulierungsperiode **3,66 %** und liegt damit sogar



über dem fünfjährigen Durchschnittswert:

Dies unterstreicht, dass die tatsächlichen Fremdkapitalkosten der Netzbetreiber bei dem gegebenen Investitions- und Zinsniveau zumindest in der ersten Regulierungsperiode der Anwendung des WACC-Ansatzes annähernd dem fünfjährigen Durchschnittszins im kommenden Basisjahr entsprechen. Ökonomisch ist es daher nicht vertretbar, den deutlich niedrigeren 7-Jahres-Durchschnitt zugrunde zu legen, da dieser die realen Finanzierungskosten systematisch unterschätzt und zu einer im Ergebnis unangemessenen Verzinsung führt. Ein Ansatz auf Basis des 5-Jahres-Durchschnitts gewährleistet hingegen eine deutlich realitätsnähere und marktorientierte Abbildung der Zinsentwicklung.

Thema: Hinterlegte Währung bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten (Randnummer 208 ff.)

Die BNetzA sieht vor, den zu ermittelnden Fremdkapitalzinssatz ausschließlich auf Basis eines Euro-Anleiheindex zu bestimmen. Zur Begründung verweist sie auf die marktübliche Euro-Finanzierung deutscher Netzbetreiber und führt an, dass Anleihen in anderen Währungen nur in Einzelfällen vorkämen. Zudem wird argumentiert, der Euro sei als global handelbare Währung ohne Einschränkungen für die Kapitalaufnahme nutzbar.

Diese Argumentation ist aus regulatorischer und finanzökonomischer Sicht kritisch zu bewerten, da sie eine methodische Inkonsistenz innerhalb der WACC-Systematik erzeugt. Während in Randnummer 137 vorgesehen ist, die MRP auf Basis internationaler Kapitalmarktdaten zu ermitteln – welche überwiegend nicht auf den Euro lauten, erfolgt die Ableitung des Fremdkapitalzinssatzes rein in Euro. Dies widerspricht dem Grundsatz der konzeptionellen Einheitlichkeit der Parameter im CAPM, wie er in den Randnummern 9 und 10 des Festlegungsentwurfs festgehalten ist, und gefährdet die **Konsistenz zwischen Eigen- und Fremdkapitalkomponente im WACC**.

Darüber hinaus wird außer Acht gelassen, dass sich Netzbetreiber in der Praxis nicht ausschließlich am Euro-Markt refinanzieren, sondern – insbesondere in Phasen veränderter Zinsdifferenzen zwischen Währungsräumen – auch Darlehen in anderen Leitwährungen wie USD oder GBP aufnehmen. Eine einseitige Beschränkung auf Euro-Instrumente blendet diese realen Finanzierungsmöglichkeiten und deren potenziell günstigeren Konditionen aus, wodurch die regulatorische Kalkulation nicht mehr die tatsächlichen Marktchancen widerspiegelt. Zudem können **währungsübergreifende Finanzierungen**, abgesichert durch Währungsswaps, in der Praxis ein gängiges Mittel sein, um Zinskosten zu optimieren und die Investitionsfähigkeit zu stärken.

Eine Berücksichtigung auch anderer relevanter Währungen würde nicht nur der gelebten Finanzierungspraxis Rechnung tragen, sondern zudem die Konsistenz der Parameter im WACC sichern, die Verzerrungsgefahr bei der Ableitung der Gesamtkapitalkosten mindern und die regulatorische Zielsetzung einer investitionsfreundlichen, wettbewerbsgerechten Finanzierungsvorgabe nachhaltig unterstützen.

Thema: Nebenkosten der Fremdkapitalfinanzierung (Randnummer 244 ff.)

Die BNetzA lehnt einen Zuschlag für Nebenkosten der Fremdkapitalfinanzierung ausdrücklich ab. Zur Begründung führt sie an, dass der zur Ableitung des Fremdkapitalzinsatzes verwendete Euro-Unternehmensanleiheindex bereits sämtliche relevanten Kostenbestandteile der Fremdfinanzierung abbilde (Rn. 244 ff.).

Diese Auffassung ist aus unserer Sicht weder methodisch noch ökonomisch überzeugend. Die genannten Indizes bilden zwar marktgängige Kupons börsennotierter Anleihen großer Emittenten ab; sie berücksichtigen jedoch nicht die in der Finanzierungspraxis regelmäßig anfallenden transaktionsbezogenen Nebenkosten wie etwa Emissionsgebühren, Rechts- und Beratungskosten, Ratinggebühren oder Kosten für die Bestellung von Sicherheiten. Diese Aufwendungen fallen unabhängig von der Kuponhöhe an und sind im Anleiheindex nicht enthalten. Gerade für kleinere Netzbetreiber oder Unternehmen, die überwiegend über Bankendarlehen finanzieren, liegen diese Kosten im Verhältnis häufig deutlich höher als bei großvolumigen Kapitalmarkttransaktionen.

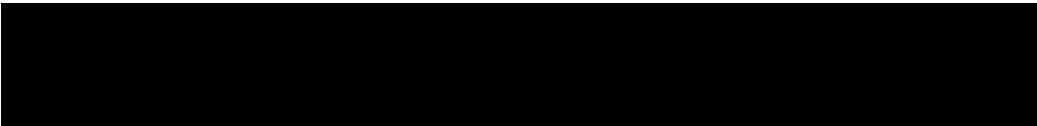
Die Argumentation der BNetzA, wonach tatsächlich anfallende Nebenkosten im Rahmen der pagatorischen Kostenprüfung (Rn. 250) Berücksichtigung finden könnten, greift zu kurz. Der WACC hat die Aufgabe, die Kapitalverzinsung auf einer standardisierten und realitätsgerechten Basis zu bestimmen. Soweit hier Nebenkosten pauschal ausgeschlossen werden, entsteht daraus eine strukturelle Unterdeckung der tatsächlichen Fremdkapitalkosten.

Eine sachgerechte Regulierung müsste daher einen standardisierten Zuschlag für Finanzierungsnebenkosten im Fremdkapitalzinssatz vorsehen. Dies würde die Kostenorientierung wahren, die methodische Konsistenz im WACC herstellen und Investitionssicherheit gewährleisten. Insbesondere in einem Umfeld steigender Zinsen und erhöhter regulatorischer Anforderungen ist es für die Investitionsbereitschaft entscheidend, dass sämtliche wesentlichen Finanzierungskosten – einschließlich Nebenkosten – adäquat abgebildet werden.

Um die Gesamtkosten des Fremdkapitals vollständig abzubilden, halten wir es daher für unerlässlich die anfallenden Nebenkosten durch einen pauschalen Aufschlag mit einzu beziehen und dabei auch die Konditionen kleinerer Netzbetreiber angemessen zu berücksichtigen. So hat beispielsweise die britische Regulierungsbehörde einen Kostenaufschlag für kleine Unternehmen festgelegt.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Netzgesellschaft Gütersloh mbH
Netzwirtschaft

Netzgesellschaft Gütersloh mbH
Netzmanagement