

Stellungnahme zum Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode und dessen Einordnung durch die BNetzA

Stellungnahme, Thüga Aktiengesellschaft | 28.02.02025

Einleitung

Die BNetzA plant zukünftig die Kompensation der Kapitalkosten der Netzbetreiber über einen pauschalen Mischzinssatz für Eigen- und Fremdkapital auszugestalten. Am 16.01.2025 hat sie hierzu das „Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode“ sowie ein Begleitschreiben zur Konsultation gestellt. Im Folgenden nehmen wir hierzu Stellung. Damit zukünftig eine wettbewerbsfähige Verzinsung des Kapitaleinsatzes der Netzbetreiber gewährleistet wird, sollten die nachfolgend beschriebenen Aspekte in der von der BNetzA geplanten Methodenfestlegung der BNetzA berücksichtigt werden.

Kapitalmarktmodell zur Ableitung des Eigenkapitalzinssatzes

Die BNetzA tendiert dazu, den kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatz auch in Zukunft jeweils für eine Regulierungsperiode festzulegen. Dies befürworten wir grundsätzlich, da sich Renditeerwartungen für Eigenkapital im Zeitablauf nur langsam verändern.

Basierend auf den Ergebnissen der Gutachter möchte die BNetzA auch in Zukunft das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zur Herleitung des Eigenkapitalzinssatzes verwenden. Auch diese Ansicht unterstützen wir grundsätzlich.

Die Formel des CAPM lautet:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

Mit $E(R_i)$: Erwartete Rendite der Geldanlage in Eigenkapital
 R_f : Risikofreier Zinssatz
 β_i : Betafaktor zur Bemessung des individuellen Risikos der Geldanlage
 $E(R_m)$: Erwartete Marktrendite

Der Term $E(R_m) - R_f$ wird in der Regel als Marktrisikoprämie (MRP) bezeichnet.

Kritisch ist zu bewerten, dass die im Gutachten herangezogenen alternativen Modelle (z. B. Dividenden-Wachstums-Modelle und Total Market Return-Ansatz) ausschließlich darauf überprüft werden, ob sie dem CAPM grundsätzlich überlegen sind.

Der aktuelle Stand der Wissenschaft zur Ermittlung der Kapitalkosten hat sich insbesondere unter dem Eindruck der Niedrigzinsphase der Jahre 2008 bis 2022 deutlich weiterentwickelt. Der im Frontier-Gutachten verwendete Prüfungsansatz für den Modellvergleich erscheint diesbezüglich nicht zeitgemäß. Denn auch, wenn die verworfenen Methoden dem CAPM nicht grundsätzlich überlegen sind, können sie bei der Operationalisierung des CAPM sehr hilfreich sein.

Insbesondere bei der Ableitung und Plausibilisierung der MRP fanden die ausgeschlossenen Methoden in den letzten Jahren breite Anwendung bei Regulierungsbehörden und anderen Institutionen, wie z. B. der Europäischen Zentralbank (EZB) und dem Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW). Der im Gutachten gewählte Ansatz zur Einordnung der alternativen Modelle lässt diesen Aspekt der Operationalisierung des CAPM komplett außer Acht. Er ist deshalb von vornherein nicht geeignet, den möglichen Nutzen der Modelle für Operationalisierung des CAPM angemessen zu würdigen. Dies entspricht nicht dem Stand der Wissenschaft.

Eine Plausibilisierung der MRP ist nicht zuletzt deshalb notwendig, da der in der Modeldefinition zweimal auftretende Zinssatz R_f in der Theorie als identisch angenommen wird. Bei der empirischen Ableitung stimmt der als risikolos angesetzte Zinssatz in der Regel jedoch nicht mit dem bei der Ableitung der Marktrisikoprämie verwendeten Zinssatz überein.

Ermittlung des risikofreien Zinssatzes im CAPM

Die Methode zur Bestimmung des risikofreien Zinssatzes wird nicht konkret vorgegeben, sondern es werden Kriterien für die Auswahl geeigneter Reihen entwickelt. Die Auswahl der konkret zur verwendenden Reihen soll zukünftig im Rahmen der Einzelfestlegungen des WACC erfolgen. Gleichwohl sollen Kriterien für die Auswahl der Reihen vorgegeben werden. Diese umfassen folgende Aspekte: 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. Diese Kriterien erscheinen grundsätzlich sachgerecht.

Weiterhin wird an dieser Stelle die beschriebene notwendige Konsistenz zwischen risikolosem Zins und Marktrisikoprämie thematisiert. Dieser Punkt wurde von der Branche aufgrund des Auseinanderdriftens von risikolosem Zinssatz und Marktrisikoprämie in den letzten EK-Zins-Festlegungen der BNetzA (sogenannter Zinskeil) in der Vergangenheit als nicht gegeben gesehen.

Im Gutachten wird in diesem Zusammenhang von den Gutachtern mit Bezug auf den risikofreien Zins vor allem das Vorhandensein einer sogenannten Verfügbarkeitsprämie (Convenience Yield) für deutsche Staatsanleihen diskutiert, die zu einer im Vergleich zu den Staatsanleihen anderer Länder niedrigeren Rendite führt. Dieses Problem kann zweifelsohne bestehen und es ist richtig, dass die Gutachter dies aufgreifen. Allerdings ist das Vorhandensein einer Verfügbarkeitsprämie nicht der einzig denkbare Grund für eine Inkonsistenz bei der Ableitung des Eigenkapitalzinssatzes. Eine wesentlich größere Quelle für eine Inkonsistenz kann die Art und Weise der Ableitung der Marktrisikoprämie sein. Diese wird in den folgenden Kapiteln diskutiert.

Ableitung der Marktrisikoprämie im CAPM

Die bereits in der Vergangenheit verwendete Methode der historischen Überrenditen wird zur Ableitung der Marktrisikoprämie weiterhin von den Gutachtern der BNetzA als am besten geeignet angesehen. In der Methodenfestlegung zur Ableitung des WACC soll jedoch keine Reihe und keine

Länderauswahl zur Ermittlung der Überrenditen vorgegeben werden, um zukünftige Handlungsspielräume nicht einzuschränken. Im Gutachten wird neben den käuflich zu erwerbenden Reihen von Dimson, Marsh und Staunton (DMS), die bisher ausschließlich bei der Herleitung der EK-Zinssätze zum Einsatz kamen, auch der frei verfügbare Datensatz von Jordà, Schularick und Taylor (JST-Reihen) grundsätzlich als geeignet angesehen.

Für die Auswahl der Reihen sollen qualitative Prüfkriterien definiert werden, um eine Orientierung innerhalb der Bandbreite der historischen Überrenditen zu ermöglichen. Als mögliches Kriterium wird hier der internationale Vergleich genannt. An dieser Stelle weicht die BNetzA mit ihren Überlegungen deutlich von ihrer bisherigen Verfahrensweise zur Festlegung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes ab. Diese bestand bisher darin, immer die gleiche Reihe der Weltmarktaktienrenditen von DMS heranzuziehen. Diese Öffnung begrüßen wir

Wir stimmen zu, dass die Methodenfestlegung qualitative Kriterien zur Ableitung der Marktrisikoprämie benennen sollte. Darüber hinaus fordern wir, dass der methodische Handlungsspielraum so bemessen wird, dass aktuelle und künftige Entwicklungen der Wissenschaft nicht im Vorhinein ausgeschlossen werden.

Die Methode der historischen Überrenditen hat insbesondere in der Niedrigzinsphase der Jahre 2008 bis 2021 Schwächen offenbart, da sie systembedingt nicht in der Lage ist, kurzfristige Schwankungen der Marktrisikoprämie aufzudecken. Darüber hinaus hängt die Höhe der ermittelten historischen Überrenditen maßgeblich von der Zusammenstellung des historischen Datensatzes durch den Anbieter ab. So war der Rückgang des Eigenkapitalzinssatzes von der zweiten auf die dritte Regulierungsperiode zu großen Teilen darauf zurückzuführen, dass im Weltmarktportfolio von DMS die Länder Russland und China zusätzlich Berücksichtigung fanden.

Plausibilisierung der Marktrisikoprämie und des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes

Ausländische Regulierungsbehörden und andere Institutionen haben in diesem Zusammenhang in der kürzeren Vergangenheit alternative Modelle ergänzend zum CAPM herangezogen, um die MRP zu plausibilisieren. Es muss möglich sein, dass auch für die Festlegungen der BNetzA diese Modelle zur Plausibilisierung der MRP sowie des abgeleiteten Eigenkapitalzinssatzes Anwendung finden können.

Das größte Risiko der oben erwähnten Inkonsistenz bei den risikofreien Zinssätzen beruht auf den verschiedenen Herangehensweisen bei der Ableitung des risikofreien Zinssatzes auf der einen und der Marktrisikoprämie auf der anderen Seite. Die Gutachter stellen darauf ab, dass die Konsistenz beim risikolosen Zinssatz in der empirischen Ableitung des CAPM konzeptioneller Natur und grundsätzlich nicht numerisch erreichbar sei. Diese Aussage ist bei der Anwendung der Methode der historischen Überrenditen in der Regel richtig. Der bloße Verweis auf die konzeptionelle Konsistenz darf jedoch nicht dazu führen, dass ein numerisches Auseinanderdriften beim risikolosen Zinssatz hingenommen wird. Stattdessen ist eine möglichst geringe und vor allem im Detail erklär-bare Differenz ein wesentliches Qualitätskriterium für eine sachgerechte Ableitung des Eigenkapitalzinssatzes.

Darüber hinaus muss auch der abgeleitete Eigenkapitalzinssatz als Ganzes plausibilisiert werden. Hier sind auch zukünftig die aktuell in § 7 Abs. 5 Strom-/GasNEV definierten Kriterien zu berücksichtigen. Diese sind die Verhältnisse auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie die Bewertung von Gas- bzw. Elektrizitätsversorgungsnetzen auf diesen Märkten, die

durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten sowie beobachtbare und quantifizierbare unternehmerische Wagnisse. Eine einfache Operationalisierung dieser Vorgaben ist der Vergleich der Festlegungen der BNetzA mit den Festlegungen ausländischer Regulierungsbehörden. Da der WACC ein international weit verbreitetes Instrument ist, dürfte dessen Anwendung die Vergleichbarkeit tendenziell vereinfachen. Bei der Einordnung in den internationalen Vergleich sind regelmäßig auch die jeweils regional bestehenden Investitionserfordernisse sowie der Transformationsbedarf der Netze zu berücksichtigen.

Ableitung der kalkulatorischen Eigenkapitalquote für den WACC

Im Gutachten wird für die international als Maßstab herangezogene Fremdkapitalquote eine Bandbreite für 40 % bis 60 % identifiziert. Insofern überrascht es, dass die BNetzA beabsichtigt, das Verhältnis von 40 % Eigenkapital und 60 % Fremdkapital beizubehalten. Sie legt sich somit auf den, bezogen auf die Eigenkapitalquote, unteren Rand der internationalen Beobachtungen der Gutachter fest.

Während die kalkulatorische Eigenkapitalquote bisher ausgehend von einer regulatorischen Brutto-Verzinsungsbasis ermittelt wurde (Kalkulatorisches Vermögen vor Abzug des Abzugskapitals), soll die Eigenkapitalquote künftig ausgehend von einer Netto-Verzinsungsbasis (Kalkulatorisches Vermögen nach Abzug der Baukostenzuschüsse) ermittelt werden. Dies führt dazu, dass sich die Verzinsungsbasis für den Eigenkapitalzinssatz vermindert. Aus diesem Grund fordern wir, die kalkulatorische Eigenkapitalquote zukünftig auf die Mitte der von den Gutachtern ermittelten Spanne, also auf 50 %, festzulegen.

Ableitung des Fremdkapitalzinssatzes

Die BNetzA erachtet eine direkte marktorientierte Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes anhand eines Anleiheindex als zielführend. Dies deckt sich mit unserer Einschätzung.

Derzeit wird ein Rating von BBB für die zu Grunde zu legenden Anleihen als sachgerecht erachtet. Diese Einschätzung teilen wir ebenfalls. Wir weisen jedoch daraufhin, dass ein großer Teil der deutschen Netzbetreiber sich über Kredite und nicht über Anleihen finanziert. Unsere Befürwortung der Verwendung eines Anleiheindex resultiert aus der Erkenntnis, dass die auf Umfragen basierenden Kreditreihen der deutschen Bundesbank aufgrund ihrer Erhebung Probleme mit sich bringen können. Dies ist wahrscheinlich auf die eher kleine Stichprobe der Banken zurückzuführen, bei denen die Umfrage durchgeführt wird.

Grundsätzlich sind Fremdkapitalzinssätze volatil als die erwartete Rendite auf Eigenkapital. Weiterhin sind Fremdkapitalaufnahmen im Gegensatz zur Bereitstellung von Eigenkapital grundsätzlich befristet. Die Unternehmen finanzieren sich daher in Tranchen, die regelmäßig refinanziert werden müssen. Deshalb plädieren wir dafür, dass die Zeitspanne der Durchschnittsbildung an die Laufzeit der zu Grunde gelegten Anleihen angeglichen wird.

Da die Unternehmensfinanzierung immer die Summe aus Neuinvestitionen und Refinanzierung der auslaufenden Fremdkapitalmaßnahmen beinhaltet, sprechen wir uns für eine jährliche Anpassung des kompletten FK-Zinssatzes im WACC aus. Idealerweise orientiert sich die Gewichtung der Jahresscheiben bei der Durchschnittsbildung an den Investitionserfordernissen der Branche: Bei steigendem Investitionsvolumen müssen kürzer zurückliegende Jahresscheiben höher gewichtet werden, bei sinkendem Investitionsvolumen die weiter zurückliegenden Jahresscheiben.

Die BNetzA prüft derzeit, ob ein Zuschlag für Fremdkapital-Nebenkosten anzuwenden ist. Hierzu besteht aus unserer Sicht eine zwingende Notwendigkeit. Soweit in der Vergangenheit Finanzierungsnebenkosten im Ausgangsniveau geltend gemacht wurden, geschah dies regelmäßig über die

Positionen des Finanzaufwands. Dieser soll im Rahmen der zukünftigen pauschalisierten Ermittlung der Kapitalverzinsung keine individuelle Berücksichtigung mehr finden. Da diese Einmalaufwendungen nicht in den Zinszahlungen der zur Ableitung der Fremdkapitalzinssatzes in Betracht gezogenen Anleihereihen enthalten sind, muss ein entsprechender Aufschlag im Ansatz für den Fremdkapitalzinssatz im WACC einfließen, um eine angemessene Kompensation der Netzbetreiber zu gewährleisten. Darüber hinaus ist nicht auszuschließen, dass Kostenbestandteile, die im Rahmen einer Finanzierung über Anleihen vom Emittenten über Nebenkosten abgegolten werden, im Falle einer Kreditfinanzierung von der kreditgebenden Bank in die Höhe des Kreditzinssatzes einfließen.

Berücksichtigung der Unternehmenssteuern im WACC

Mit der Pauschalisierung der Kapitalverzinsung strebt die BNetzA eine Vereinfachung und eine Anpassung an internationale Standards an. Falls dieses Vorhaben konsistent umgesetzt wird, erscheint es geeignet, die Vergütungsstrukturen des deutschen Regulierungsregimes zu vereinfachen und damit transparenter für Investoren zu gestalten. Dies kann dabei helfen, den absehbaren Kapitalbedarf für die Transformation der deutschen Energieversorgung zu decken. Das gelingt jedoch nur dann, wenn die neuen Regelungen auch tatsächlich einfach, transparent und nachvollziehbar sind.

Dies betrifft auch die korrekte Ermittlung des Aufschlags für Unternehmenssteuern. Der am Kapitalmarkt ermittelte Eigenkapitalzinssatz beruht auf den ausgeschütteten Nachsteuergewinnen und muss deshalb um einen Faktor erhöht werden, der die von den Unternehmen zu zahlenden Ertragsteuern ausgleicht. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die allgemein bekannten Steuersätze zur Ermittlung der Steuerlast auf den Vorsteuergewinn angewendet werden. Möchte man den Steuersatz korrekt auf die hier zu Grunde zu legenden Nachsteuergewinne anwenden, ermittelt sich der korrekte Steuerfaktor nach der Formel $\frac{1}{(1-s)}$, wobei s den Ertragssteuersatz in Prozent beschreibt.

Dieses Vorgehen findet im deutschen Regulierungssystem bisher nur für die Ermittlung der Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags Anwendung. Für die Ermittlung der Gewerbesteuer wird hingegen einfach der Steuersatz auf den Gewinn nach Steuern angewendet. Der verwendete Steuerfaktor wird hier nach der Formel $1 + s$ ermittelt. Bei einem Gewerbesteuersatz von 14 % bedeutet dies, dass dem Netzbetreiber hier nur 14 % auf den Nachsteuergewinn zugestanden werden, obwohl eigentlich 16,3 % für eine Kompensation der Gewerbesteuer angemessen wären. Weiterhin wurde die Gewerbesteuer bisher unternehmensindividuell von der zuständigen Regierungsbehörde ermittelt.

Dieses Vorgehen soll auch in Zukunft beibehalten werden. Es ist komplex, bürokratisch und führt zu einer systematischen Unterdeckung der vom Unternehmen abzuführenden Ertragsteuern. Es ist somit für außenstehende Investoren kaum vermittelbar.

Wir sprechen uns dafür aus, dass die Berücksichtigung der Unternehmenssteuern vollumfänglich über einen einheitlichen Steuerfaktor unter Berücksichtigung der korrekten Rechenmethodik im Rahmen der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes im WACC erfolgt. Der Steuerfaktor muss die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag sowie die Gewerbesteuer berücksichtigen. Bei der Ermittlung der Steuerbelastung aus der Gewerbesteuer ist dabei auf den jährlich vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten durchschnittlichen Gewerbesteuerhebesatz in Deutschland abzustellen.

Ansprechpartner Thüga:

Patrick Kunkel

Leiter Regulierung

T: 089/38197-1295

patrick.kunkel@thuega.de

Marcel Rauschenbach

Regulierung

T: 089/38197-1273

marcel.rauschenbach@thuega.de