



Stellungnahme zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Stuttgart, 18.08.2025

Stellungnahme der Netze BW
zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten
Kapitalverzinsungssatzes

Inhaltsverzeichnis

I.	Einleitung und Fazit	1
II.	Zu den Tenorziffern im Einzelnen.....	5
1.	Adressaten	5
2.	Ermittlung des pauschalen Kapitalverzinsungssatzes.....	5
3.	Kapitalquote	8
4.	Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes.....	9
	Tenorziffer 4.1: Eigenkapitalzinssatz	9
	Tenorziffer 4.2: Risikofreier Zinssatz	9
	Tenorziffer 4.3: Wagniszuschlag	15
	Tenorziffer 4.4: Marktrisiko­prämie.....	20
	Tenorziffer 4.5: Konsistenz Marktrisiko­prämie und risikofreier Zinssatz	27
	Tenorziffer 4.6: Risikofaktor.....	29
	Tenorziffer 4.7: Steuerfaktor	30
5.	Bestimmung des kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatzes.....	32
	Tenorziffer 5.1: Fremdkapitalzinssatz	32
	Tenorziffer 5.2: Fremdkapitalzinssatz Bestandsvermögen	33
	Tenorziffer 5.3: Fremdkapitalzinssatz Neuinvestitionen im Kapitalkostenaufschlag	37
	Tenorziffer 5.4: Übergang Neuinvestition ins Bestandsvermögen	38
	Tenorziffer 5.5: Zuschlag für Fremdkapitalnebenkosten.....	38

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

I. Einleitung und Fazit

Die Bundesnetzagentur hat am 30. Juni 2025 den Festlegungsentwurf zu Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes (GBK-25-02-3#1) veröffentlicht. Hierzu kann bis zum 18. August 2025 Stellung genommen werden.

Diese Möglichkeit nimmt Netze BW im Namen der folgenden Verteilnetzbetreiber gerne wahr:

- naturenergie netze GmbH, Schildgasse 20, 79618 Rheinfelden
- Netze-Gesellschaft Südwest mbH Siemensstr. 9, 76275 Ettlingen
- Netze ODR GmbH, Unterer Brühl 2, 73479 Ellwangen
- Netzgesellschaft Düsseldorf mbH, Höherweg 200, 40233 Düsseldorf
- NHF Netzgesellschaft Heilbronn-Franken mbH, Weipertstraße 39, 74076 Heilbronn
- NHL Netzgesellschaft Heilbronner Land GmbH & Co. KG, Weipertstraße 39, 74076 Heilbronn

Der Veröffentlichung des Festlegungsentwurfs vorangegangen war eine Sachstandsveröffentlichung Anfang des Jahres 2025. Hierzu hatte Netze BW mit ihrer Stellungnahme vom 28. Februar 2025 ausführlich Stellung genommen. Der vorliegende Festlegungsentwurf orientiert sich in wesentlichen Zügen an der Sachstandsveröffentlichung zu Beginn des Jahres. Netze BW hält daher an ihren Argumenten und Vorschlägen aus der Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung fest und verweist ausdrücklich auf diese. Dies beinhaltet auch die beiden von Netze BW beauftragten Gutachten von Oxera Consulting LLP mit Blick auf die Ausgestaltung der Kapitalquote (Gutachten vom 30. Oktober 2024) sowie auf die methodischen Vorschläge zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode (Gutachten vom 9. April 2025). Das Gutachten zur Kapitalquote war bereits Bestandteil der Stellungnahme vom 28. Februar 2025. Das Gutachten mit methodischen Vorschlägen zur Bestimmung der Marktrisikoprämie sowie für den risikofreien Basiszinssatz hatten wir im Nachgang dieser Stellungnahme an die Bundesnetzagentur übersandt.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Die Stellungnahme vom 28. Februar 2025 und die beiden Gutachten sind ebenfalls als Bestandteil des formellen Konsultationsverfahrens zu betrachten.

Eine aus unserer Sicht begrüßenswerte Änderung gegenüber der Sachstandsveröffentlichung im Januar 2025 ist die vorgesehene ausschließliche Anwendung des arithmetischen Mittels zur Durchschnittsbildung bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie und die Festschreibung dieses Vorgehens auf Ebene der Methodenfestlegung.

Diese positive, und methodische gebotene, Anpassung gegenüber dem bisherigen Sachstand kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Inhalte des Festlegungsentwurfs im Wesentlichen dem bisherigen Stand entsprechen bzw. im Fall der geplanten Fixierung der Fremdkapitalkoste für das Bestandsvermögen negative Überraschungen bereithalten. Netze BW sieht daher weiterhin erheblichen Anpassungsbedarf und hält an ihrer bereits in der Stellungnahme vom 28. Februar 2025 vorgetragenen Kritik fest.

Ohne substantielle Anpassungen der Methodenfestlegung hat Netze BW erhebliche Sorge, dass der auf Basis dieser Methodenfestlegung zu einem späteren Zeitpunkt ermittelte Kapitalverzinsungssatz deutlich unterhalb der effizienten und marktgerechten Fremd- und Eigenkapitalkosten der Netzbetreiber liegt. Damit würde zwar, wie die Bundesnetzagentur ausführt, eine Angleichung an den internationalen Standard der WACC-Regulierung und die verbundene höhere Transparenz erreicht, aber marktgerechte und wettbewerbsfähige Bedingungen für Investitionen in die deutsche Netzinfrasturktur würden aufgrund falscher methodischer Weichenstellung für den Kapitalverzinsungssatz nicht erreicht werden.

Der zentrale Anpassungsbedarf im Rahmen des vorliegenden Festlegungsentwurfs besteht insbesondere hinsichtlich der nachfolgenden Punkte:

- **Wahl eines konsistenten CAPM: Ermittlung der Marktrisikoprämie auf Basis eines gewichteten Durchschnitts länderspezifischer Marktrisikoprämien**

Die Bundesnetzagentur möchte den regulatorischen Eigenkapitalzinssatz für Energienetzbetreiber auf Basis eines CAPM ermitteln. Netze BW hält eine konsistente Umsetzung des CAPM für unabdingbar und hat sich daher für die Anwendung eines lokalen CAPM-Ansatzes ausgesprochen. Dieses Vorgehen wird auch von Oxera (2025) in ihrem Gutachten zur Ermittlung der Marktrisikoprämie ab der fünften Regulierungsperiode empfohlen und ausführlich dargestellt. Dieses Vorgehen sehen wir weiterhin als geeignet an, um eine konsistente Umsetzung des

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

CAPM zu erreichen. Die Marktrisikoprämie würde sich hierbei aus einem (BIP-) gewichteten Durchschnitt länderspezifischer Marktrisikoprämien ergeben.

- **Risikofreier Basiszinssatz: Konsistenz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie herstellen**

Der risikofreie Zinssatz kommt im Zuge der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes auf Basis des CAPM an zwei unterschiedlichen Stellen vor. Zum einen als risikofreier Basiszinssatz und zum zweiten wird der Zinssatz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie herangezogen. Wird für die Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht derselbe risikofreie Zinssatz verwendet, so ist zumindest zwingend die methodische Konsistenz dieser beiden risikofreien Zinssätze zu gewährleisten. Die Restlaufzeiten des risikofreien Basiszinssatz sollten sich an der Laufzeit der verwendeten Anleihen zur Ermittlung der Marktrisikoprämie orientieren. Bei der Verwendung von DMS-Bonds-Daten sollte daher die Orientierung am oberen Rand der von der Bundesnetzagentur vorgeschlagenen Bandbreite von 10 bis 20 Jahren erfolgen. Außerdem sollte die Methodenfestlegung die Möglichkeit offen halten neben Staatsanleihen mit dem höchsten Rating (derzeit AAA) auch Staatsanleihen mit dem zweithöchsten Länderrating (AA) zu berücksichtigen. Dies führt zu einem größeren potenziellen Länderkreis und gemeinsam mit unserer Forderung, ein einheitliches Renditekonzept bei der Bestimmung der beiden risikofreien Zinssätze heranzuziehen, zu einer besseren Konsistenz hinsichtlich des risikofreien Zinssatzes zur Bestimmung der Marktrisikoprämie. Ohne diese Anpassung ist die Sicherstellung einer ausreichenden Konsistenz zwischen dem risikofreien Basiszins und der Marktrisikoprämie durch den aktuellen Festlegungsentwurf noch nicht gewährleistet.

- **Plausibilisierung der ermittelten Werte notwendig**

Bei der Schätzung der zukünftigen Marktrisikoprämie und des Eigenkapitalzinssatzes handelt es sich um heute unbekannte Werte. Die Schätzung und die Ermittlung der Marktrisikoprämie kann mithilfe unterschiedlicher Methoden erfolgen und innerhalb dieser Methoden sind unterschiedliche Auswahlentscheidungen im Hinblick auf die zu verwendenden Daten zu treffen. Dies führt zu Bandbreiten für die Ermittlung der Marktrisikoprämie. Im Einordnungsschreiben hatte die Bundesnetzagentur noch von qualitativen Prüfkriterien für die Festlegung innerhalb dieses Spielraums gesprochen. Der Festlegungsentwurf greift dies jedoch nicht auf.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Netze BW sieht daher einen deutlichen Anpassungsbedarf und wir weisen darauf hin, dass das Erfordernis der Plausibilisierung sowie mögliche Plausibilisierungsansätze zwingend in die Methodenfestlegung aufgenommen werden sollten. Nur anhand einer Plausibilisierung kann die Robustheit der ermittelten Marktrisikoprämie und des Eigenkapitalzinssatzes sichergestellt sowie eine konsistente Umsetzung des gewählten Modells nach wissenschaftlichen Maßstäben nachgewiesen werden. Wir schlagen daher unter anderem eine Plausibilisierung mit dem Total-Market-Return Ansatz, Daten aus dem europäischen Ausland sowie einem ausreichenden Delta zwischen dem Eigen- und Fremdkapitalzinssatz vor.

- **Dynamisierung des Fremdkapitalzinssatzes**

Die Bundesnetzagentur sieht, entgegen den Rahmen eines Expertenworkshops im Mai 2025 gezeigten Überlegungen, keine Dynamisierung, sondern eine Fixierung des Fremdkapitalzinssatzes für das Bestandsvermögen vor. Dies führt zu neuen Risiken und widerspricht dem bisherigen Ansatz, dass effiziente Fremdkapitalkosten wiederverdient werden können. Netze BW ist daher weiterhin der Auffassung, dass ein dynamischer Fremdkapitalzinssatz auf das Bestandsvermögen in Form eines rollierenden Zinssatzes die tatsächlichen Fremdkapitalkosten von Netzbetreibern in Hinblick auf regelmäßig erfolgende Refinanzierungen besser repräsentiert. Wird keine Dynamisierung des Fremdkapitalzinssatzes auf den Bestand vorgenommen, muss die Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken aufgrund der ex-ante Festlegung vergütet werden.

- **Berücksichtigung des Zuschlags für Fremdkapitalnebenkosten**

Netze BW sieht nach wie vor eine Anerkennung der Fremdkapitalnebenkosten durch einen pauschalen Aufschlag auf den Fremdkapitalzinssatz als klar vorzugswürdig an. Dies würde dem WACC-Gedanken Rechnung tragen. Ein pauschaler Aufschlag eignet sich besser dafür, steigende Fremdkapitalnebenkosten bei steigendem Investitionsvolumen während der Regulierungsperiode abzubilden.

Mit dem vorliegenden Festlegungsentwurf wird der methodische Rahmen für die zukünftigen Festlegungen für den pauschalen Kapitalkostensatz aufgespannt. Nach unserer Einschätzung kann mit den genannten Anpassungsvorschlägen, die wir im Weiteren ausführlich darlegen und begründen, einerseits der methodische Raum geweitet werden, um in den Einzelfestlegungen die notwendige Flexibilität zu haben. Andererseits gelingt es damit, die Chance zur methodischen Neuregelung zu nützen und eine stringente

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

und methodisch konsistente Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes zukünftig zu ermöglichen. Dies ist, in Kombination mit der Möglichkeit, die effizienten Fremdkapitalkosten auch zukünftig wiederverdienen zu können, unabdingbar, um die Finanzierung der notwendigen Investitionen in die Netze zu ermöglichen.

II. Zu den Tenorziffern im Einzelnen

1. Adressaten

Keine Anmerkungen seitens Netze BW.

2. Ermittlung des pauschalen Kapitalverzinsungssatzes

Der Festlegungsentwurf zur Ermittlung des pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes sieht vor, dass zukünftig, wie es in den Entwürfen für die Methodenfestlegungen StromNEF und GasNEF angelegt ist, für das Bestandsvermögen ein pauschaler Kapitalverzinsungssatz anhand eines WACC-Modells festgelegt wird. Die hierfür anzuwendende Formel wird in Tenorziffer 2 aufgeführt. Der WACC für das Bestandsvermögen wird vor Beginn der Regulierungsperiode ermittelt und soll für die Dauer einer Regulierungsperiode gelten. Wie Neuinvestitionen im Kapitalkostenaufschlag verzinst werden, wird in Tenorziffer 2 nicht dargelegt. Es erfolgt in Tenorziffer 2 auch keine Definition der einzelnen Parameter der dargestellten WACC-Formel.

Bereits im Einordnungsschreiben zur Sachstandsveröffentlichung zu Beginn des Jahres 2025 sowie in der Sachstandsinformation vom Mai 2025 hat die Bundesnetzagentur eine Fixierung des Eigenkapitalzinssatzes vorgesehen, jedoch keine Vorgaben bezüglich einer Fixierung des Kapitalkostensatzes insgesamt geäußert. Im Einordnungsschreiben hat die Bundesnetzagentur außerdem ihre Verpflichtung dargelegt, einen angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Kapitalverzinsungssatz festzulegen. Dies muss unter der Berücksichtigung des Standes der Wissenschaft erfolgen und zudem den betriebswirtschaftlichen Grundsätzen Rechnung tragen.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Dynamisierter Fremdkapitalzinssatz

Netze BW hat in ihrer Stellungnahme zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode vom 28. Februar 2025 gefordert, einen dynamischen Fremdkapitalzinssatz auch auf das Bestandsvermögen anzuwenden. Dem ist die Behörde nicht gefolgt. Wir sehen dies weiterhin, wie wir im Abschnitt zu Tenorziffer 5.2 darlegen, als dringend geboten an.

Plausibilisierung Marktrisikoprämie und Eigenkapitalzinssatz

In Randziffer 56 der Begründung schreibt die Bundesnetzagentur, dass die festgelegten Methoden dem Stand der Wissenschaft entsprechen. Diese pauschale Einschätzung können wir nicht ohne Weiteres teilen. Gerade in Hinblick auf das Thema der Plausibilisierung ist nur eine sehr begrenzte Berücksichtigung und Abwägung der vielfältigen Argumente aus der wissenschaftlichen Literatur oder Praxis durch die Bundesnetzagentur erkennbar. Beispielsweise weist sie in Randziffer 130 zur Marktrisikoprämie die Anwendung eines Methodenpluralismus als nicht wissenschaftlich ab, ohne hierfür wissenschaftliche Belege zu präsentieren. Der Grund hierfür sei, dass man aus Sicht der Bundesnetzagentur das Ergebnis einer belastbaren Methode nicht basierend auf Ergebnissen zuvor verworfener nicht belastbarer Methoden plausibilisieren könne. Hierzu möchten wir anmerken, dass die Überlegenheit einer Methode gegenüber alternativen betrachteten Methoden zu einem bestimmten Zweck, wie beispielsweise die Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes für deutsche Energienetzbetreiber, nicht generell bedeuten muss, dass die betrachteten alternativen Methoden nicht wissenschaftlich und nicht umsetzbar sind. Diese können und sollten zur Plausibilisierung der Hauptmethode herangezogen werden. Ein Vorgehen, dass auch von anderen europäischen Regulierungsbehörden praktiziert wird (vgl. NERA (2025), S. 9).¹

Die Bundesnetzagentur verweist in ihrer Argumentation auf Entscheidungen des BGH zu Festlegungen der vergangenen Regulierungsperioden. Unter anderem verweist die Behörde in Randziffer 130 darauf, dass eine Plausibilisierung bei einer beanstandungsfreien Auswahl und Umsetzung einer Methode nur dann geboten sei, „wenn Umstände vorliegen, die dies als zwingend erscheinen lassen“. Einerseits beruhen Gerichtsurteile aus der Vergangenheit auf den Vorgaben aus ARegV sowie Strom- und

¹ NERA (2025): Ermittlung Eigenkapitalzinssatz. Präsentation im Auftrag des BDEW.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

GasNEV, diese sind ab der fünften Regulierungsperiode jedoch nicht mehr gültig. Auch ist durch § 73 Abs. 1b EnWG nun eine erhöhte Begründungsanforderung als zuvor vorgegeben. Ökonomischen Analysen müssen dem Stand der Wissenschaft entsprechen. Andererseits sollte die Bundesnetzagentur aus Sicht von Netze BW in der Methodenfestlegung Prüfkriterien definieren, um festzustellen, ob Umstände vorliegen, die eine Plausibilisierung als zwingend erscheinen lassen. Beispiele hierfür könnten eine zu geringe Differenz zwischen Eigen- und Fremdkapitalzinssatz, das Vorliegen eines substanziellen Zinskeils bezüglich der beiden risikofreien Zinssätze innerhalb des CAPM, oder ein im europäischen Vergleich am unteren Ende der Bandbreite oder darunter liegender Eigenkapitalzinssatz sein. Im Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu Beginn des Jahres 2025 war seitens der Behörde noch angedacht, bezüglich der Marktrisikoprämie in der Methodenfestlegung „qualitative Prüfkriterien“, beispielsweise in Form eines Vergleichs mit der Bandbreite im europäischen Ausland, zu definieren. Die Bundesnetzagentur begründet im aktuellen Festlegungsentwurf jedoch nicht, warum und auf Basis welcher wissenschaftlichen Erkenntnisse sie nun hiervon abweicht und darauf verzichtet.

Auch oder gerade in einem WACC-Modell ist es besonders wichtig, dass der Eigenkapitalzinssatz so festgelegt wird, dass die Opportunitätskosten der Investoren abgedeckt sind und der Fremdkapitalzinssatz der Höhe nach geeignet ist, die tatsächlich anfallenden effizienten Fremdkapitalkosten der Netzbetreiber abzudecken, da keine aufwandsgleiche Anerkennung von Fremdkapitalkosten mehr stattfindet. Insgesamt muss das in § 21 Abs. 2 EnWG definierte Ziel der angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung erreicht werden. Dies ist aus unserer Sicht, anders als die Bundesnetzagentur in Randziffer 55 anmerkt, durch den vorliegenden Festlegungsentwurf nicht gesichert. Um dies sicherzustellen und nachzuweisen, ist eine umfassende Plausibilisierung notwendig. Das nach § 73 Abs. 1b EnWG erhöhte Begründungserfordernis sowie die Anforderung, dass ökonomische Analysen dem Stand der Wissenschaft entsprechen müssen, erfüllt die Bundesnetzagentur nicht, wenn sie Methodenpluralismus sowie Plausibilisierung ablehnt, ohne dies anhand wissenschaftlicher Quellen zu untermauern und aufzuzeigen, wie solch ein Vorgehen dem Stand der Wissenschaft gerecht wird.

Die Bundesnetzagentur zeigt darüber hinaus nicht auf, wie sie mit der Schätzunsicherheit, insbesondere bezüglich einer ex-ante Festlegung für die gesamte Regulierungsperiode, umgehen möchte. Hierauf gehen wir in den Abschnitten zu Tenorziffer 5 zum Fremdkapitalzinssatz genauer ein und zeigen auf, wie dies abgebildet werden könnte. Da diese Problematik genauso die Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes betrifft,

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

unterbreiten wir im Abschnitt zu Tenorziffer 4.2 Vorschläge, wie hiermit bezüglich des Eigenkapitalzinssatzes umgegangen werden könnte.

3. Kapitalquote

Die Bundesnetzagentur sieht im Festlegungsentwurf vor, dass die Kapitalquote auf 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital festgelegt werden soll. Solch eine Kapitalquote wurde bereits im Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres 2025 als geeignet eingestuft.

Netze BW begrüßt es, dass die Bundesnetzagentur eine Fixierung der Kapitalquote im Rahmen der Methodenfestlegung vorsieht. Damit gehen Planbarkeit und Stabilität für alle Akteure einher. Wie bereits in der Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung dargelegt, ist aus Sicht der Netze BW die vorgesehene Kapitalquote in Bezug auf das aktuelle Rating, welches für die Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes herangezogen werden würde, und den beobachtbaren Kapitalquoten der bisherigen Beta-Vergleichsunternehmen, als Annahme für die regulierte Netzwirtschaft, nachvollziehbar. Sowohl das von der BNetzA in Auftrag gegebene Gutachten von Frontier Economics et al. (2025)² als auch ein von der Netze BW beauftragtes Gutachten von Oxera (2024)³, auf welches nun auch die Bundesnetzagentur in Randziffer 66 verweist, bestätigen eine Fremdkapitalquote von 40-60% als sachgerecht. Das ist gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von ebenfalls 40-60%.

Wir teilen jedoch nicht die in Randziffer 68 geäußerte Einschätzung der Bundesnetzagentur, dass ein höherer Eigenkapitalanteil im Zuge der enormen Investitionen, welche in den nächsten Jahren erfolgen werden, bei den Netzbetreibern nicht bzw. nur in Ausnahmefällen erwartbar sei. Ob ein höherer Eigenkapitalanteil notwendig ist, hängt unter anderem maßgeblich auch davon ab, wie viel Unsicherheit Investoren in Bezug auf die Prognose zukünftiger Entwicklungen sowie den Regulierungsrahmen sehen. Das von der Netze BW in Auftrag gegebene Gutachten von

² Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 58, ff.

³ Oxera (2024): Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024., S. 43

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Oxera (2024) zeigt, dass die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten in der regulierten Netzwirtschaft deutlich höher liegen als bei den DAX 40 Unternehmen.⁴ Als Grund hierfür nennt Oxera das erhöhte Insolvenzrisiko durch eine im Vergleich zur regulierten Netzwirtschaft erhöhte Cashflow-Volatilität von Unternehmen die im Wettbewerb stehen.⁵ Dies führt zu einer geringeren optimalen Fremdkapitalquote von Wettbewerbsunternehmen, was im Umkehrschluss eine höhere Eigenkapitalquote bedeutet. Vor diesem Hintergrund ist die Argumentation der Bundesnetzagentur in Randziffer 67 mit dem Verweis auf die Strom-/GasNEV und die Annahme des Verordnungsgebers, dass sich eine höhere Eigenkapitalquote als 40 Prozent unter Wettbewerbsbedingungen nicht einstellen würde, ebenso nicht nachvollziehbar.

Netze BW sieht eine regulatorische Eigenkapitalanteil von 40% als klare Untergrenze an, die nicht unterschritten werden darf.

4. Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes

Tenziffer 4.1: Eigenkapitalzinssatz

Keine Anmerkungen seitens Netze BW.

Tenziffer 4.2: Risikofreier Zinssatz

Die in Tenorziffer 4.2 gefassten Regelungen zur Ermittlung des risikofreien Basiszinssatz (Zinssatzes vorne im CAPM) entsprechen, bis auf eine Abweichung, den im Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres 2025 und im Rahmen der Sachstandsinformation im Mai 2025 genannten Punkte. Es ist demnach vorgesehen, den risikofreien Basiszinssatz anhand von in Euro notierten Nullkuponanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 bis 20 Jahren zu bestimmen. Es sollen deutsche Staatsanleihen oder Euroraum-Staatsanleihen, die dasselbe Länderrating wie die deutschen Staatsanleihen aufweisen, berücksichtigt werden. Hier ist neu, dass das Länderrating der Euroraum-

⁴ Oxera (2024): Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024., S. 5

⁵ Oxera (2024): Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024., S. 30

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Staatsanleihen dem der deutschen Staatsanleihen entsprechen sollen und nicht wie zuvor angedacht grundsätzlich ein AAA-Rating haben müssen. Für den Zeitraum zur Durchschnittsbildung ist eine Übereinstimmung mit der Länge der Regulierungsperiode vorgesehen und es sollen die Jahresdurchschnitte der zum Festlegungszeitpunkt letzten abgeschlossenen Kalenderjahre herangezogen werden.

Die Begründung zu Tenorziffer 4.2 enthält außerdem in Randziffer 104 die Information, dass die Frage, ob und in welcher Höhe eine Kompensation für eine Convenience-Yield notwendig ist der Einzelfestlegung vorbehalten bleibt.

Netze BW hatte in ihrer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung vom Januar 2025 gefordert, dass sich bezüglich der Restlaufzeit eher am oberen Ende der Bandbreite von 10 bis 20 Jahren orientiert werden sollte, wenn DMS-Anleihereihen bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie verwendet werden. Außerdem sollte die Methodenfestlegung die Option neben Euro-Staatsanleihen mit AAA-Rating auch solche mit AA-Rating heranzuziehen offenhalten. Es wäre außerdem mit Blick auf die Konsistenz geboten, denselben Währungsraum für die Bestimmung des risikofreien Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie heranzuziehen. Bezüglich der Prüfung auf eine Convenience-Yield haben wir der Einschätzung der Bundesnetzagentur zugestimmt, dass diese in der Einzelfestlegung erfolgen muss. Die von der Bundesnetzagentur vorgeschlagene Orientierung an der Länge der Regulierungsperiode bezüglich der Durchschnittsbildung wurde von uns als vorteilhaft gegenüber dem bisherigen Vorgehen eingestuft. Gleichzeitig haben wir in unserer Stellungnahme jedoch darauf hingewiesen, dass die Bundesnetzagentur in der Methodenfestlegung Mechanismen zum Umgang mit der Schätzunsicherheit verankern sollte.

Die Bundesnetzagentur verweist bezüglich der Entscheidung, ob das obere Ende der Bandbreite der Restlaufzeiten von 10 bis 20 Jahren sachgerechter ist auf die Einzelfestlegung. Sie erwähnt in Randziffer 95, dass es Länder bzw. Regulierungsbehörden gibt, die sich für Restlaufzeiten von 15 bis 20 Jahren entscheiden. In Randziffer 98 führt die Behörde weiter aus, dass die Restlaufzeiten der Reihen zur Ermittlung des risikofreien Basiszinssatzes und zur Ermittlung der Marktrisikoprämie möglichst zusammenpassen sollten. Einen Einbezug von Euroraum-Staatsanleihen mit AA-Rating bzw. mit einem Rating, das nicht dem der deutschen Staatsanleihen entspricht, lehnt die Bundesnetzagentur ab. Sie begründet dies damit, dass von Regulierungsbehörden laut CEER-Report überwiegend Staatsanleihen des jeweiligen Landes verwendet werden oder von Ländern mit demselben Rating. Zur Verwendung eines identischen Renditekonzepts zur Herleitung der beiden risikofreien Zinssätze innerhalb des CAPM schreibt die Bundesnetzagentur nichts in ihrem Festlegungsentwurf. Genauso

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

wenig wird auf den Umgang mit Schätzunsicherheiten einer ex-ante Festlegung und zum Vorschlag der Berücksichtigung desselben Währungsraums für den risikofreien Basiszins und die Marktrisikoprämie eingegangen.

Forderung:

Bezüglich der in Tenorziffer 4.2 gefassten Regelungen schlagen wir die folgenden Ergänzungen vor: Die Spanne der berücksichtigten Restlaufzeit der Nullkuponanleihen sollte in der Einzelfestlegung weiter eingeschränkt werden, sodass eine optimale Konsistenz zur Restlaufzeit der Anleihen, welche zur Bestimmung der Marktrisikoprämie herangezogen werden, sichergestellt ist. Neben dem höchsten Länderrating (derzeit AAA), sollten auch Staatsanleihen mit dem zweithöchsten Länderrating (AA) berücksichtigt werden können. Das verwendete Renditekonzept (Umlaufrenditen oder realisierte Renditen) muss für beide risikofreien Zinssätze innerhalb des CAPM identisch sein. In der Tenorziffer 4.2 sollte außerdem festgeschrieben werden, dass in der Einzelfestlegung die Notwendigkeit und Höhe einer Convenience-Yield geprüft werden muss. Der Verweis auf die Begründung ist nach unserer Einschätzung nicht ausreichend.

Formulierungsvorschlag für Tenorziffer 4.2:

¹ Für die Bestimmung des risikofreien Zinssatzes sind Nullkuponanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 bis 20 Jahren heranzuziehen. ² Die Spanne der berücksichtigten Restlaufzeit der Nullkuponanleihen muss so gewählt werden, sodass eine optimale Konsistenz zur Restlaufzeit der Anleihen, welche zur Bestimmung der Marktrisikoprämie herangezogen werden, sichergestellt ist. ³ Die Wertpapiere müssen in der Währung Euro notiert sein. ⁴ Als Referenzzinsreihe für den risikofreien Zinssatz sind deutsche Staatsanleihen oder Euroraum-Staatsanleihen mit dem höchsten oder zweithöchsten Länderrating zu verwenden. ⁵ Das angewendete Renditekonzept muss identisch sein, zu dem welches dem risikofreien Zinssatz zur Bestimmung der Marktrisikoprämie zugrunde liegt. ⁶ Es ist der Jahresdurchschnitt der letzten abgeschlossenen Kalenderjahre der gewählten Wertpapierreihen zu verwenden. ⁷ Die Länge des Betrachtungszeitraums für die Durchschnittsbildung hat der Länge der Regulierungsperiode nach Tenorziffer 2.3 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 zu entsprechen, für die der risikofreie Zinssatz festgelegt wird. ⁸ Die Berücksichtigung einer Convenience-Yield ist zu prüfen.

Begründung:

Netze BW begrüßt ausdrücklich, dass die Bundesnetzagentur die Möglichkeit nutzen möchte, in der Methodenfestlegung Vorgaben bezüglich der Ermittlung des risikofreien Basiszinssatzes und der hierzu verwendeten Reihe zu machen, die eine bessere

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Konsistenz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie ermöglichen als der bisherige in Strom- und GasNEV vorgegebene Ansatz. Die hierzu vorgesehenen Vorgaben wie die Verkürzung des Zeitraums zur Durchschnittsbildung und die Verwendung von in Euro notierten Nullkuponanleihen weisen grundsätzlich in die richtige Richtung.

Die Verkürzung des Zeitraums zur Durchschnittsbildung ermöglicht eine schnellere Abbildung des aktuellen Marktzinsniveaus. Da es sich aber um eine ex-ante Festlegung vor Beginn der Regulierungsperiode handelt, könnten, wie in unserer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung angeregt, Mechanismen zur Berücksichtigung von Schätzunsicherheiten in die Methodenfestlegung aufgenommen werden. Hierfür käme beispielsweise die Einführung eines Trigger-Mechanismus in Frage, sodass bei extremen Abweichungen des Marktzinsniveaus während der Regulierungsperiode gegenüber dem Festlegungszeitpunkt eine Anpassung möglich ist. Auch ein pauschaler Aufschlag auf den risikofreien Zinssatz zur Vergütung des Zinsabsicherungsrisikos wäre ein denkbare und praktikables Instrument. Diese Vorgehensweise zur Berücksichtigung von Schätzunsicherheiten wird auch durch das Gutachten von Oxera (2025) gestützt.⁶

Da die Bundesnetzagentur nicht der durch den kapitalmarkttheoretischen Ansatz des CAPM vorgesehene numerischen Identität der risikofreien Zinssätze innerhalb des CAPM folgen möchte, muss zumindest sichergestellt werden, dass die größtmögliche Konsistenz der beiden risikofreien Zinssätze erreicht wird. Hierzu ist unter anderem eine Konsistenz der Restlaufzeiten der den beiden risikofreien Zinssätzen zugrundeliegenden Anleihen bzw. Anleihereihen erforderlich. Ausweislich der Ausführung in der Randziffer 98 ist dies auch explizites Ziel der Bundesnetzagentur. Mit einer vorgegebenen Spanne von 10 bis 20 Jahren für die Restlaufzeit des risikofreien Basiszinssatzes kann dies gelingen, jedoch sollten in der jeweiligen Einzelfestlegung Restlaufzeiten gewählt werden, die sich am oberen Ende der Spanne orientieren, wenn dies besser zu den Restlaufzeiten der Anleiherenditen zur Bestimmung der Marktrisikoprämie passt. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Verwendung von DMS-Bonds angestrebt wird. Oxera (2021) hatte in einem Gutachten im Rahmen der Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes für die vierte

⁶ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 3 und S. 42

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Regulierungsperiode, eine durchschnittliche Restlaufzeit der DMS-Bonds von mindestens 16 Jahren festgestellt.⁷

Um eine möglichst hohe Konsistenz bei der Auswahl der zu berücksichtigenden Länder zu erreichen, empfiehlt Oxera (2025) in einem von der Netze BW in Auftrag gegebenen Gutachten, dieselbe geographische Abgrenzung bezüglich Marktrisikoprämie und risikofreiem Zinssatz vorzunehmen. Demnach wäre beispielsweise Europa oder die Eurozone zu wählen, und bezüglich des Kreditrisikoratings nicht nur Länder mit AAA-Rating, sondern auch solche mit AA-Rating einzubeziehen.⁸ Laut dem Gutachten von Frontier Economics et al. (2025) gibt es im Moment nur zwei weitere Euro-Länder die dasselbe Rating wie Deutschland, ein AAA-Rating, erreichen⁹. Das Gutachten von Oxera, welches zu einem späteren Zeitpunkt erstellt wurde, weist sogar nur ein weiteres Land mit AAA-Rating aus.¹⁰ Eine mögliche Gewichtung der Zinsreihen wäre daher äußerst stark von Deutschland dominiert. Die Bundesnetzagentur schreibt in Randziffer 101 ihrer Begründung, dass „die Verwendung einer einzigen nationalen Zinsreihe möglicherweise nationale Sondereffekte [...] abbildet“. Dem Umstand kann aus unserer Sicht am besten entgegengewirkt werden, indem auch Staatsanleihen von Ländern mit der zweithöchsten Bonität, derzeit ein AA-Rating, zugelassen werden, um den Kreis der einbezogenen Länder ausreichend zu erweitern. Oxera weist darauf hin, dass auch Staatsanleihen mit einem AA-Rating als sehr sicher eingeschätzt werden.¹¹

Da für eine konzeptionelle Konsistenz der beiden in das CAPM eingehenden risikofreien Zinssätze aus unserer Sicht auch die Anwendung desselben Renditekonzepts unumgänglich ist, sollte auch dies in die Methodenfestlegung zwingend aufgenommen werden. Während Umlaufrenditen, die bisher zur Bestimmung des risikofreien Basiszinssatzes verwendet wurden, das jeweils aktuelle Marktzinsniveau abbilden,

⁷ Oxera (2021): Bestimmung des Wagniszuschlags (Stellungnahme zum Gutachten von Frontier Economics et al.). Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 19. August 2021, S. 6.

⁸ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 46

⁹ Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 30

¹⁰ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 47

¹¹ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 46

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

entwickeln sich realisierte Renditen, wie sie bisher als risikofreier Zinssatz zur Bestimmung der Marktrisikoprämie herangezogen wurden, aufgrund der Berücksichtigung von Kursgewinnen/-verlusten gegenläufig zum Marktzinsniveau. Auf diese Diskrepanz weisen auch Oxera (2025) in ihrem Gutachten hin.¹² Durch die Gegenläufigkeit von realisierten Renditen und Marktzinsniveau und die Verwendung eines sehr langen Betrachtungszeitraums kam es bei der Bestimmung des risikofreien Zinssatzes innerhalb der Marktrisikoprämie zu deutlichen Verzerrungen durch das sogenannte „Golden Age of Bonds“. Dies führte im Ergebnis wiederum dazu, dass der bisherige risikofreie Basiszinssatz und der risikofreie Zinssatz zur Bestimmung der Marktrisikoprämie über die Jahre deutlich weiter auseinanderliefen. Die Problematik des „Golden Age of Bonds“ spielt auch bei einer einheitlichen Anwendung des Konzepts der realisierten Renditen weiterhin eine Rolle, da ein kurzfristiger Durchschnitt von Anleiherenditen im risikofreien Basiszinssatz einem langjährigen Durchschnitt in der Marktrisikoprämie gegenübersteht. Dieser Aspekt wird aber nicht noch zusätzlich durch ein gegenläufiges Renditekonzept verstärkt. Im Abschnitt zur Tenorziffer 4.5 gehen wir genauer auf das Thema „Golden Age of Bonds“ und wie hiermit umgegangen werden sollte ein.

In Randziffer 104 der Begründung des Festlegungsentwurfs weist die Bundesnetzagentur darauf hin, dass die Auseinandersetzung mit dem Thema Convenience-Yield der Einzelfestlegung vorbehalten bleibt. Wir stimmen dem im Grundsatz zu, dass über die Notwendigkeit und Höhe der Kompensation für eine Convenience-Yield nur in der Einzelfestlegung, unter Berücksichtigung der ausgewählten Datenreihen, entschieden werden kann. In der Methodenfestlegung sollte aber die Verpflichtung zur Überprüfung der Notwendigkeit und Höhe der Berücksichtigung einer Convenience-Yield in der Einzelfestlegung festgeschrieben werden. Damit wird sichergestellt, dass auch eine Auseinandersetzung mit der Thematik erfolgt. Unabhängig davon sollte aus Sicht von Netze BW das Ziel der Bundesnetzagentur eine in sich konsistente Schätzung sein, sodass keine zusätzlichen Anpassungen aufgrund methodischer Fehler oder Verzerrungen notwendig sind.

¹² Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 31, ff.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Tenzorziffer 4.3: Wagniszuschlag

Der Wagniszuschlag soll laut Tenzorziffer 4.3 anhand des klassischen CAPM-Modells ermittelt werden. In der Sachstandsveröffentlichung zu Beginn des Jahres 2025 sowie im Rahmen der Sachstandsinformation im Mai 2025 war bereits das CAPM als Kapitalmarktmodell genannt worden, jedoch keine Einschränkung auf ein „klassisches“ CAPM. Der Wagniszuschlag ergibt sich nach Tenzorziffer 4.3 aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und Risikofaktor. Es sollen beobachtete und quantifizierbare Verhältnisse auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie die Bewertung von Betreibern von Energieversorgungsnetzen auf diesen Märkten bei der Festlegung des Wagniszuschlags berücksichtigt werden.

Im Einordnungsschreiben vom Januar 2025 wurde seitens der Bundesnetzagentur noch geäußert, man beabsichtige die Definition „qualitative[r] Prüfkriterien“ in der Methodenfestlegung, anhand derer sich in der Einzelfestlegung innerhalb einer Bandbreite orientiert werden kann. Als Beispiel wurde hierbei der Vergleich mit dem europäischen Ausland genannt. Zum Zeitpunkt der Sachstandsinformation im Mai 2025 hatte die Bundesnetzagentur mitgeteilt, hiervon abrücken und lediglich die Berücksichtigung der Verhältnisse auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie die Bewertung von Energienetzbetreibern auf diesen Märkten aufnehmen zu wollen.

Netze BW hat in ihrer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung dargelegt, dass zur Ermittlung eines sachgerechten Eigenkapitalzinssatzes ein lokaler CAPM-Ansatz verfolgt werden sollte. Wir haben außerdem das Vorhaben der Bundesnetzagentur eine Plausibilisierung, beispielsweise durch den Vergleich mit dem europäischen Ausland in die Methodenfestlegung, aufzunehmen, begrüßt. Weiterhin hat Netze BW das Heranziehen verschiedener weiterer Plausibilisierungsansätze bezüglich der Marktrisikoprämie und der konsistenten Umsetzung des CAPMs gefordert.

Diesen Überlegungen folgt die Bundesnetzagentur in ihrem Festlegungsentwurf nicht, sodass wir weiterhin deutlichen Anpassungsbedarf sehen. Auf weitere Plausibilisierungsansätze neben der Einordnung in die europäische Bandbreite gehen wir unter anderem in den Abschnitten zu Tenzorziffer 4.4 und 4.5 genauer ein.

Forderung:

Aus Sicht der Netze BW sollte in Tenzorziffer 4.3 klargestellt werden, dass der Eigenkapitalzinssatz anhand eines lokalen CAPM-Ansatzes ermittelt wird. Zudem sollte in der Tenzorziffer definiert werden, dass die Berücksichtigung der Verhältnisse auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie die Bewertung von

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Energieversorgungsnetzen auf diesen Märkten bezüglich der Marktrisikoprämie auch eine Einordnung der Höhe dieser in die europäische Bandbreite umfasst.

Formulierungsvorschlag für Tenorziffer 4.3:

¹ Für die Ermittlung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ist der kapitalmarktorientierte Ansatz des lokalen CAPM-Modells zu verwenden. ² Der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse wird aus dem Produkt einer nach Maßgabe von Tenorziffer 4.4 zu ermittelnden Marktrisikoprämie und eines nach Maßgabe von Tenorziffer 4.5 zu ermittelnden Risikofaktors bestimmt. ³ Der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ist unter Berücksichtigung beobachteter und quantifizierbarer Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie einer Bewertung von Betreibern von Energieversorgungsnetzen auf diesen Märkten zu ermitteln. ⁴ Hierzu ist eine Einordnung der Marktrisikoprämie in die im europäischen Vergleich zu beobachtende Bandbreite notwendig und zu begründen.

Begründung – Wahl des CAPM-Modells:

Die Bundesnetzagentur möchte den kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatz anhand eines risikofreien Basiszinses und eines Wagniszuschlags bestimmen. Für die Ermittlung des Wagniszuschlags soll das klassische CAPM-Modell verwendet werden, das in Randziffer 73 weiter ausgeführt wird. Welche konkrete Ausprägung des CAPM mit dem Begriff „klassisch“ in der praktischen Anwendung gemeint ist, bleibt jedoch offen. Es lässt sich aus Randziffer 78 der Begründung aber herauslesen, dass aufgrund komplexer Korrekturen bezüglich der realen Wechselkursrisiken kein vollständig globales/internationales CAPM angewendet werden soll. Allerdings hatte die Bundesnetzagentur mit ihrem bisherigen Ansatz genau dieses zur Ermittlung der Marktrisikoprämie angewendet, wenngleich sie es anders titulierte hatte.

Um eine korrekte Umsetzung der gewählten Ausprägung des CAPM (global, international oder lokal) sicherzustellen, müssen die damit verbundenen Annahmen für die Schätzung der Marktrisikoprämie über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg erfüllt sein. Außerdem müssen sowohl die in die Schätzung der Marktrisikoprämie eingehenden Parameter als auch die weiteren in das Modell eingehenden Parameter, das heißt der risikofreie Basiszins sowie der Risikofaktor, zueinander konsistent sein und den wissenschaftlichen Anforderungen des konkret gewählten CAPM-Modells entsprechen.

Die genannten Anforderungen wurden durch das bisherige Vorgehen der Bundesnetzagentur nicht erfüllt. In der Vergangenheit wurde eine inkonsistente Mischung

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

aus lokalem und globalem CAPM verwendet. Der risikofreie Basiszins wurde anhand in Euro notierter deutscher Umlaufrenditen ermittelt, während die Marktrisikoprämie aus der Perspektive eines global-diversifizierten US-Investors bestimmt wurde. Das heißt, es wurde keine einheitliche Investorenperspektive umgesetzt. Die beiden im Modell enthaltenen risikofreien Zinssätze wurden ebenfalls nicht konsistent zueinander bestimmt, was zu einer über die Regulierungsperioden zunehmenden Differenz dieser geführt hat. Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie unter der Annahme eines globalen CAPM-Ansatzes wurde ein Weltaktien- einem Weltanleiheportfolio gegenübergestellt, das sowohl von der Länderauswahl als auch vom Gewichtungsschema her nicht vergleichbar ist. Außerdem wurde vernachlässigt, dass zentrale Annahmen des globalen CAPM-Ansatzes wie die Notwendigkeit vollständig integrierter Kapitalmärkte über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg nicht erfüllt sind. Ein Investor hätte sich in der Vergangenheit nicht in dem Maße diversifizieren können, wie es das globale CAPM annimmt. Zudem wurden Wechselkursrisiken bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie nicht berücksichtigt (vgl. hierzu Oxera (2021), S. 39)¹³. Insgesamt führte dieses Vorgehen nicht zu einer konsistenten und nachvollziehbaren Umsetzung des CAPM.

Die Bundesnetzagentur möchte aufgrund komplexer Korrekturen bezüglich realer Wechselkursrisiken kein vollständig globales/internationales CAPM anwenden. Das ist nachvollziehbar. Damit wäre die Nutzung des bisherigen Ansatzes, die Verwendung eines Portfolioansatzes auf Basis der DMS-Daten, ausgeschlossen. Allerdings lässt die Behörde die Adressaten der Festlegung im Unklaren, wie dann zukünftig die Marktrisikoprämie zur Abdeckung der netzbetreiberspezifischen Wagnisse im Detail erfolgen soll. Gerade auch weil sie in der Vergangenheit den globalen CAPM-Ansatz zwar de facto verfolgt hat, ihn aber sprachlich anders geleitet hat.

Oxera (2021) hat im Rahmen eines für die Netze BW erstellten Gutachtens dargelegt, dass die genannten Problematiken an der bisherigen Umsetzung des CAPM auch und insbesondere durch die Anwendung eines lokalen CAPM-Ansatzes gelöst werden können.¹⁴ Hierbei wird die Marktrisikoprämie anhand eines gewichteten Durchschnitts länderspezifischer Marktrisikoprämien gebildet. Risikofreier Basiszins und Marktrisikoprämie werden außerdem auf Basis desselben geographischen Raums

¹³ Oxera (2021): Bestimmung des Wagniszuschlags (Stellungnahme zum Gutachten von Frontier Economics)

¹⁴ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 16

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

bestimmt. Durch den lokalen CAPM-Ansatz und die Fokussierung auf denselben geographischen Raum bezüglich risikofreiem Basiszins und Marktrisikoprämie könnte die bisher nicht einheitliche Investorenperspektive behoben werden. Außerdem spielen durch die Verwendung länderspezifischer Marktrisikoprämien Wechselkursrisiken bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie keine Rolle mehr. Grund hierfür ist, dass hierbei jeweils die Gesamtmarktrendite und die Anleiherendite eines Landes in lokaler Währung zur Bestimmung der länderspezifischen Marktrisikoprämie verwendet werden. Erst nach Bestimmung der länderspezifischen Marktrisikoprämien findet die gewichtete Durchschnittsbildung über diese statt. Die Durchschnittsbildung kann dabei mithilfe unterschiedlicher Gewichte stattfinden. Insbesondere die Verwendung des BIP ist naheliegend, da hierfür umfassende transparente und öffentlich zugängliche historische Daten vorliegen. Durch die Verwendung länderspezifischer Marktrisikoprämien ist außerdem die Problematik des uneinheitlichen Weltaktien- und Anleiheportfolios nicht mehr vorhanden.

Die Bundesnetzagentur legt in ihrer Begründung zum kapitalmarkttheoretischen Ansatz dar, warum aus ihrer Sicht die anderen geprüften Kapitalmarktmodelle gegenüber dem CAPM-Modell zur Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes für Energienetzbetreiber weniger geeignet sind. Wie bereits in unserer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung Anfang des Jahres 2025 dargelegt, könnten die geprüften alternativen Kapitalmarktmodelle aus unserer Sicht zur Plausibilisierung der auf Basis des CAPM ermittelten Ergebnisse herangezogen werden. Auch wenn das CAPM anderen Methoden bei der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für Strom- und Gasnetzbetreiber vorzuziehen ist, bedeutet dies nicht, dass die verworfenen Ansätze grundsätzlich ungeeignet und nicht umsetzbar sind. Die Relevanz der Plausibilisierung durch andere Ansätze ist auch deshalb gegeben, weil es bei der Bestimmung der einzelnen Modellparameter wie Betafaktor, Marktrisikoprämie oder risikofreier Zinssatz unterschiedliche Herangehensweisen gibt, die zu verschiedenen Ergebnissen führen. Das Heranziehen alternativer Methoden hilft, die Plausibilität des CAPM-Ergebnisses auf Basis historischer Überrenditen als Ganzes zu prüfen und somit auch sicherzustellen, dass die in das Modell eingeflossenen Parameter untereinander konsistent sind und zu einem plausiblen und robusten Ergebnis führen. So schließen auch die Gutachter der Bundesnetzagentur nicht aus, dass weitere Methoden zusätzliche Informationen für die Schätzung der Marktrisikoprämie liefern können. Dies gilt laut Frontier Economics et al. (2025) insbesondere im Hinblick auf die Auswahl eines Punktschätzers innerhalb einer

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

zuvor ermittelten Bandbreite mithilfe der historischen Überrendite.¹⁵ In einem anderen Gutachten spricht sich Frontier Economics (2024) explizit für eine grundsätzliche Plausibilisierung der ermittelten Ergebnisse aus.¹⁶ Dies betrifft hierbei nicht nur die Marktrisikoprämie (vgl. Frontier Economics (2025), S. 37 ff.), sondern auch das Verhältnis von Fremd- und Eigenkapitalzinssatz (vgl. Frontier Economics (2025), S. 11ff.).

Begründung – Europäischer Vergleich:

Die Bundesnetzagentur führt in der Randziffer 73 aus, dass „die beobachtbaren und quantifizierbaren Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie die Bewertung von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf diesen Märkten“ bezüglich des Wagniszuschlags bereits durch die Anwendung des CAPM berücksichtigt werden. Dies können wir nicht nachvollziehen.

Aus Sicht von Netze BW sollte eine Berücksichtigung von nationalen und internationalen Kapitalmarktverhältnissen sowie die Bewertung von Netzbetreibern auf diesen Märkten auch immer eine Plausibilisierung anhand von numerischen Werten bezüglich der Marktrisikoprämie, aber auch des ermittelten Eigenkapitalzinssatzes insgesamt beinhalten. Nur durch die Einordnung der ermittelten Marktrisikoprämie und des Eigenkapitalzinssatzes in die europäische Bandbreite kann sichergestellt werden, dass die angewendete Methode sachgerecht umgesetzt und ein marktadäquater und wettbewerbsfähiger Wert ermittelt wurde. Diese Eigenschaft ist zentrale Voraussetzung dafür, dass eine Investition in deutsche Energienetze für Investoren attraktiv bleibt. Die geschätzte zukünftige Marktrisikoprämie sollte im europäischen (bzw. EU-) Umfeld eine ähnliche Höhe aufgrund des nicht sektorspezifischen Charakters aufweisen. Zudem merkt die Bundesnetzagentur in Randziffer 101 selbst an, dass der europäische Kapitalmarkt aktuell sehr integriert ist.

Es gibt einerseits verschiedene Ausprägungsformen des CAPM, andererseits auch innerhalb einer Ausprägungsform des CAPM verschiedene Möglichkeiten der Berechnung der Marktrisikoprämie bezüglich der angewendeten Methode und der Datengrundlage. Je nach Vorgehensweise können sehr unterschiedliche Ergebnisse resultieren. Ob diese

¹⁵ Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 20ff.

¹⁶ Frontier Economics (2024): Updated cost of equity cross-check evidence.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Ergebnisse zu den jeweils vorherrschenden (internationalen) Kapitalmarktverhältnissen und der Bewertung von Energienetzbetreibern auf diesen passen, kann nur durch einen Abgleich mit den im europäischen Vergleich festgelegten Werten nachvollzogen werden. Daher sollte dieser Abgleich und die hierfür notwendige Abwägung und Bewertung bereits in der Methodenfestlegung verankert werden.

Tenziffer 4.4: Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie soll laut Tenorziffer 4.4 auf Basis von in der Vergangenheit realisierten Aktienrenditen im Vergleich zu Renditen langfristiger Staatsanleihen ermittelt werden. Die Bundesnetzagentur bleibt damit bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand der Methode der historischen Überrendite, dies war auch so im Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres 2025 enthalten. Die verwendete Datenreihe soll zumindest auszugsweise öffentlich verfügbar sein, außerdem das Portfolio eines breit diversifizierten Investors abbilden. Diese Abbildung stellt eine Konkretisierung bzw. Einschränkung gegenüber der Sachstandsveröffentlichung zu Beginn des Jahres dar. Im Gegensatz zur Sachstandsveröffentlichung vom Januar 2025 soll nun alleinig das arithmetische Mittel zur Durchschnittsbildung herangezogen werden. Das war bereits im Rahmen der Sachstandsinformation im Mai dieses Jahres angekündigt worden. Daneben war im Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres noch vorgesehen, qualitative Prüfkriterien in die Methodenfestlegung aufzunehmen, die in der Einzelfestlegung eine Einordnung der ermittelten Marktrisikoprämie in eine Bandbreite ermöglichen sollen.

Netze BW hatte in ihrer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung darauf hingewiesen, dass die konkreten Annahmen des gewählten CAPM-Modells (global, international oder lokal) erfüllt sein müssen und dass dies auch bei Umsetzung eines lokalen CAPM-Ansatzes möglich wäre. Wir haben uns in unserer Stellungnahme vom 28. Februar 2025 für eine Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand (BIP-) gewichteter länderspezifischer Marktrisikoprämien ausgesprochen, außerdem die Notwendigkeit einer Plausibilisierung der Marktrisikoprämie und des Eigenkapitalzinssatzes insgesamt dargelegt und Beispiele für mögliche Plausibilisierungsansätze, wie das Heranziehen des Total-Market-Return Ansatzes, genannt. Des Weiteren haben wir dargelegt, dass die Marktrisikoprämie, als sektorübergreifender Parameter, konsistent zu den in anderen von der Bundesnetzagentur regulierten Sektoren bestimmt werden sollte. Ebenfalls thematisiert hatten wir die Konsistenz zwischen den beiden risikofreien Zinssätzen innerhalb des CAPM. Diese Konsistenz behandelt die Bundesnetzagentur nun separat, aus unserer Sicht jedoch nicht ausreichend, in Tenorziffer 4.5. Zudem hatten wir uns für die Verwendung des arithmetischen Mittels zur Durchschnittsbildung ausgesprochen.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Netze BW begrüßt daher die Entscheidung der Bundesnetzagentur, die Durchschnittsbildung zukünftig alleinig anhand des arithmetischen Mittels durchzuführen. Die Argumentation der Bundesnetzagentur mit der besonderen Situation im Bereich der leistungsgebundenen Energieversorgung in Randziffer 169 können wir jedoch nicht nachvollziehen. Wie bereits in unserer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung erläutert, sehen wir mit Bezug auf die wissenschaftliche Literatur das arithmetische Mittel als geeigneter an, eine Abschätzung der Marktrisikoprämie für die Zukunft durchzuführen. Dies hatten wir unter anderem anhand einer Bezugnahme auf ein Gutachten von Hachmeister/Pedell (2024)¹⁷, sowie auf Dimson/Marsh/Staunton (2015)¹⁸ und auf BEREC (2024)¹⁹, die für den Telekommunikationssektor die auf Basis des arithmetischen Mittels berechnete Marktrisikoprämie empfehlen, ausführlich dargelegt. Die Behörde greift in diesem Kontext die genannten Quellen im Festlegungsentwurf ebenfalls in den Randziffern 159, 160 und 167 auf. Auch das von Netze BW in Auftrag gegebene Gutachten von Oxera (2025) zeigt, dass die Durchschnittsbildung auf Basis des arithmetischen Mittels mehrheitlich mit der wissenschaftlichen Literatur übereinstimmt.

Die Bundesnetzagentur bleibt, wie in Randziffer 125 dargestellt, weiterhin bei ihrem Standpunkt, dass eine Plausibilisierung des ermittelten Ergebnisses bezüglich der Marktrisikoprämie anhand des Total-Market-Return Ansatzes nicht möglich sei. Außerdem argumentiert sie in Randziffer 130, wie von uns bereits im Abschnitt zu Tenorziffer 2 diskutiert, generell gegen die Anwendung eines Methodenpluralismus.

Eine Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand eines gewichteten Durchschnitts länderspezifischer Marktrisikoprämien sowie eine Plausibilisierung anhand des Total-Market-Return Ansatzes lehnt die Bundesnetzagentur laut Randziffern 140 ff. und 125 ab.

¹⁷ Hachmeister, D. und Pedell, B. (2024): Anforderungen an die Weiterentwicklung der Methodik des Eigenkapitalzinssatzes für Netzbetreiber. Gutachten im Auftrag von 50 Hertz Transmission GmbH vom 17. Juni 2024, S. 70 ff.

¹⁸ Dimson, E.; Marsh, P.; Staunton, M. (2015): Credit Suisse Investment Returns Sourcebook 2015. S. 34.

¹⁹ BEREC (2024): BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2024). Vom 06. Juni 2024, S. 61.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Forderung:

Die Vorgehensweise bei der Anwendung der Methode der historischen Überrenditen sollte nach Auffassung der Netze BW in Tenorziffer 4.4 noch weiter konkretisiert werden, um sicherzustellen, dass methodische Inkonsistenzen, welche in der Vergangenheit aufgetreten sind, zukünftig ausgeschlossen werden können. Hierzu schlagen wir vor, in Tenorziffer 4.4 festzuschreiben, dass die Marktrisikoprämie anhand eines BIP-gewichteten Durchschnitts länderspezifischer Marktrisikoprämien der Eurozone oder Europas ermittelt werden soll. Außerdem sollte vorgegeben werden, dass die ermittelte Marktrisikoprämie durch Anwendung verschiedener Ermittlungsmethodiken plausibilisiert werden muss.

Formulierungsvorschlag für Tenorziffer 4.4:

¹ Die Marktrisikoprämie wird ausgehend von in der Vergangenheit realisierten Marktrenditen im Vergleich zu langfristigen Staatsanleihen ermittelt. ² Es sind Zeitreihen aus einer geeigneten, öffentlich verfügbaren Datenquelle zu verwenden, die die Perspektive eines breit diversifizierten Investors abbilden. ³ Die Marktrisikoprämie ergibt sich aus dem arithmetischen Mittel der Jahresdurchschnitte der BIP-gewichteten Marktrisikoprämie von europäischen Ländern oder der Länder der Euro-Zone. ⁴ Die herangezogenen Datenreihen weisen eine hohe Transparenz auf und stellen die Konsistenz zu den weiteren CAPM-Bestandteilen sicher. ⁵ Durch unterschiedliche Gewichtungen, berücksichtigte Länder, Betrachtungszeiträume sowie unterschiedliche Datenquellen können Bandbreiten für die Marktrisikoprämie ermittelt werden. ⁶ Die Wahl des konkreten Wertes für die festzulegende Marktrisikoprämie innerhalb der ermittelten Bandbreite ist durch die Bundesnetzagentur hinreichend zu begründen. ⁷ Dies beinhaltet auch einen Abgleich der ermittelten Marktrisikoprämie mit der in anderen regulierten Sektoren der Bundesnetzagentur festgelegten Marktrisikoprämie. ⁸ Das Ergebnis dieses Abgleichs ist zu begründen. ⁹ Die auf Basis der historischen Überrenditen ermittelte Marktrisikoprämie ist abschließend anhand des Total-Market-Return Ansatzes zu plausibilisieren.

Begründung:

Wie im Abschnitt zu Tenorziffer 4.3 beschrieben, stellt die Anwendung eines lokalen CAPM-Ansatzes eine Möglichkeit zur Schätzung eines Eigenkapitalzinssatzes dar, die nicht von den Problematiken des bisherigen Ansatzes der Bundesnetzagentur, bei der zentrale Annahmen nicht erfüllt sind, betroffen ist und zugleich eine konsistente, in sich schlüssige Ermittlung der Marktrisikoprämie ermöglicht.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Solch ein Ansatz haben Oxera (2025) in ihrem für die Netze BW erstellten Gutachten ausführlich beschrieben und anhand von nationalen DMS-Daten deren mögliche Umsetzung aufgezeigt.²⁰ Die Marktrisikoprämie wird hierbei anhand eines BIP-gewichteten Durchschnitts länderspezifischer Marktrisikoprämien verschiedener Länder berechnet. Eine BIP-Gewichtung ist hierfür besonders geeignet, da Daten bezüglich des Bruttoinlandsprodukts transparent und öffentlich zugänglich für den gesamten Betrachtungszeitraum vorliegen. Außerdem stellt Oxera fest, dass die hieraus resultierenden Ergebnisse in Abhängigkeit des betrachteten geographischen Raums weniger stark schwanken als bei einer Gewichtung anhand der Marktkapitalisierung.²¹

Einem lokalen CAPM-Ansatz liegt außerdem nicht die Annahme vollständig integrierter Kapitalmärkte über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg zugrunde. Diese ist jedoch Voraussetzung für die Anwendung eines globalen CAPM-Ansatzes. Wenn diese Annahme nicht erfüllt ist, hätte sich ein Investor überhaupt nicht in dem Maße weltweit diversifizieren können, wie es die daraus resultierende Marktrisikoprämie implizit annimmt. Die Bundesnetzagentur argumentiert in Randziffer 141, dass durch den Ansatz auf Basis länderspezifischer Marktrisikoprämien der Effekt internationaler Diversifikation wie er einem Investor zur Verfügung stehe vernachlässigt werde. Dies ist jedoch aus unserer Sicht nicht der Fall. Wie Oxera in ihrem Gutachten darstellen, waren die mehr als 120 Jahre, die in die Bestimmung der DMS-Weltmarktrisikoprämie einfließen, zu großen Teilen von Kapitalmarktbeschränkungen geprägt. Auch heute vergleichen Investoren laut Oxera die durch ein Investment in deutsche Netzbetreiber erzielbaren Renditen mit Renditen ähnlicher Märkte oder Sektoren aufgrund von Informationsrestriktionen oder verhaltensökonomischen Präferenzen.²²

Vollkommen integrierte Kapitalmärkte, auf denen sich ein Investor vollständig global diversifizieren konnte, waren also nicht bzw. nicht während des gesamten Betrachtungszeitraums vorhanden. In diesem Fall ist die Anwendung eines lokalen CAPM-Ansatzes sachgerechter und im Einklang mit den kapitalmarkttheoretischen Annahmen des CAPM. Dieser Ansatz ermöglicht außerdem die Anwendung der Methode historischer

²⁰ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025

²¹ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 29

²² Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 11, f.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Überrenditen unter Einbezug mehrerer Länder, ohne dass Währungsrisiken eine Rolle spielen. Ein weiterer Grund, den die Bundesnetzagentur in Randziffer 140 gegen die Verwendung historischer länderspezifischer Marktrisikoprämien anführt, ist, dass diese „überwiegend auf politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen innerhalb eines Landes“ basieren würden. Da wir jedoch nicht fordern, die Marktrisikoprämie auf Basis eines einzigen Landes zu berechnen, sondern den Einbezug länderspezifischer Marktrisikoprämien verschiedener Länder, und weiterhin ein langer Betrachtungszeitraum angelegt werden würde, überzeugt das vorgebrachte Argument der Behörde nicht. Oxera verweisen in ihrem Gutachten auch darauf, dass durch die Durchschnittsbildung lokale Risiken neutralisiert werden und somit „eine Form der Diversifikation von Investoren“ berücksichtigt werden können, ohne dass die Annahme vollständig integrierter Kapitalmärkte erfüllt sein muss.²³ Dementsprechend teilen wir auch, insbesondere wenn man eine europäische Investorenperspektive einnimmt, nicht die Ausführungen in Randziffer 142, wonach es mit der vorgeschlagenen Berücksichtigung von BIP-gewichteten nationalen Marktrisikoprämien zu keiner Portfoliodiversifikation kommen würde. Diese ist vielmehr auch in dem von Oxera (2025) vorgeschlagenen Vorgehen vorhanden. Der Investor hält in diesem Ansatz stets Aktien und Anleihen aus den definierten Ländern in Abhängigkeit des relativen BIP-Gewichts, welches zur Durchschnittsbildung herangezogen wird.

Bei der Auswahl der Länder sollte der zu berücksichtigende geographische Raum nach Empfehlung von Oxera (2025) Europa oder die Eurozone umfassen. Ein lokaler CAPM-Ansatz, der lediglich die Daten Deutschlands berücksichtigt, hätte den Nachteil, dass durch den langen Betrachtungszeitraum historische Sondereffekte eines einzelnen Landes einen zu großen Einfluss auf die Schätzung einer zukünftigen Marktrisikoprämie hätten.²⁴ Deshalb sollten weitere Länder mit vergleichbaren Kapitalmarktverhältnissen einbezogen werden, um eine für Deutschland sachgerechte zukünftige Marktrisikoprämie zu schätzen.²⁵ Wie bereits im Abschnitt zum risikofreien Zinssatz beschrieben, sollte derselbe geographische Raum für die Ermittlung des risikofreien Basiszinssatzes und die Marktrisikoprämie herangezogen werden. Da die Bundesnetzagentur vorsieht, den

²³ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 16

²⁴ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S.16.

²⁵ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 20

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

risikofreien Basiszins anhand von in Euro notierten Eurozone-Anleihen zu bestimmen, ist es in diesem Fall naheliegend, zur Ermittlung der Marktrisikoprämie auch die Eurozone heranzuziehen. Das ermöglicht eine konsistente Investorenperspektive – auch bezüglich des Währungsraums. Die Bundesnetzagentur lehnt einen Fokus auf eine Berücksichtigung ausschließlich europäischer Länder unter anderem aufgrund dessen ab, dass diese gemäß Randziffer 137 „dem internationalen Charakter von Finanzmärkten weniger gerecht“ werden. Hierzu möchten wir anmerken, dass es insbesondere bei Umsetzung eines lokalen CAPM-Ansatzes aus Konsistenzgründen sinnvoll sein kann, sich auf Länder zu fokussieren, deren Kapitalmarktverhältnisse mit denen Deutschlands vergleichbar sind. Zudem sollte bezüglich des risikofreien Basiszins sowie der Marktrisikoprämie auf denselben geographischen Raum fokussiert werden, da ein lokaler CAPM-Ansatz im Gegensatz zum globalen CAPM-Ansatz nicht von weltweit vollständig integrierten Kapitalmärkten ausgeht. Möchte man dennoch eine globale Perspektive berücksichtigen, müsste eine Durchschnittsbildung ausgehend von den lokalen Marktrisikoprämien erfolgen. Dieses Vorgehen wäre aus Konsistenzgesichtspunkten mit Blick auf einen Euro-basierten risikolosen Basiszins jedoch nachteilig im Vergleich zu einer europäischen Perspektive zu bewerten.

Bei der Schätzung der Marktrisikoprämie handelt es sich stets um einen heute unbekanntem Wert für die zukünftige Marktrisikoprämie. Dies ist gleichbedeutend damit, dass Schätzunsicherheiten vorhanden sind. Aus diesem Grund sollte nach Auffassung der Netze BW innerhalb der Methodik der historischen Überrenditen bereits eine erste Plausibilisierung stattfinden. Diese Plausibilisierung kann durch unterschiedliche Wege erfolgen, zum Beispiel durch die Nutzung unterschiedlicher Datenquellen, um den Unsicherheiten bei historischen Daten Rechnung zu tragen. Es können aber auch unterschiedliche Gewichtungen betrachtet werden. Gleiches gilt auch für die berücksichtigten Länder in der Durchschnittsbildung. Daraus resultiert eine Bandbreite als Schätzer für die Marktrisikoprämie, die gleichzeitig einen Ermessensspielraum für die Bundesnetzagentur darstellt.

Da es sich bei der Marktrisikoprämie um einen sektorunabhängigen Parameter handelt, sollte diese konsistent zu den anderen von der Bundesnetzagentur regulierten Sektoren ermittelt werden. Die Höhe der festgelegten Marktrisikoprämie dieser Sektoren sollte somit zur Plausibilisierung der Marktrisikoprämie, welche die Bundesnetzagentur für Energienetzbetreiber berechnet, herangezogen werden.

Die Ermittlung einer Marktrisikoprämie anhand einer bestimmten Methode, in diesem Fall der historischen Überrenditen, muss immer plausibilisiert werden. Dies ist geboten, da es verschiedene Umsetzungsmöglichkeiten zur Schätzung einer Marktrisikoprämie

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

innerhalb derselben Methode gibt und zugleich auch unterschiedliche Ansätze, die auf divergierenden Annahmen basieren. Daher gibt es für die Schätzung einer zukünftigen Marktrisikoprämie nicht den einen „wahren“ Wert, der im Rahmen einer Schätzung mit einer bestimmten Methodik exakt ermittelt werden kann.

Die Bundesnetzagentur argumentiert in Randziffer 125 gegen den Total-Market-Return Ansatz. Sie führt diesbezüglich aus, dass ihre Gutachter keine „Evidenz für den [...] inversen Zusammenhang zwischen Marktrisikoprämie und Zinsniveau“ festgestellt hätten. Zugleich legt die Behörde aber auch nicht anhand wissenschaftlicher Quellen dar, dass die Grundannahme der Methode historische Überrenditen, die über die Zeit konstante Marktrisikoprämie, tatsächlich erfüllt ist. Wie auch bezüglich des Kapitalmarktmodells gilt auch für die Methode zur Ermittlung der Marktrisikoprämie, dass alternative, von der Behörde als nachrangig eingestufte Methoden trotzdem zu Plausibilisierungszwecken verwendet werden können.

Verschiedene europäische Regulierungsbehörden stützen sich nicht alleinig auf die Methode der historischen Überrendite, sondern ziehen zusätzlich alternative Ermittlungsmethoden wie die Methode historische Renditen, vorwärts gerichtete Modelle oder Umfragen heran oder wenden sich gänzlich von der Methode der historischen Überrendite ab.²⁶ Die britische Regulierungsbehörde wendet beispielsweise statt des Ansatzes historische Überrenditen den Total-Market-Return Ansatz an. Hierbei werden sowohl ex-post Analysen als auch ex-ante Analysen auf Basis historischer Daten einbezogen.²⁷ In der britischen UKRN (UK Regulators Network) Guidance für die Festlegung der Kapitalkosten wird empfohlen, die Marktrisikoprämie als Differenz aus der geschätzten Gesamtmarktrendite und dem risikofreien Basiszinssatz zu berechnen, d.h. den Total-Market-Return Ansatz anzuwenden²⁸. Dabei wird unter anderem auf ein Papier von Wright et al. aus dem Jahr 2018²⁹ verwiesen, welches für das UK Regulators Network erstellt wurde. Der Empfehlung des Papiers folgt die britische Regulierungsbehörde in

²⁶ NERA (2025): Ermittlung Eigenkapitalzinssatz, Präsentation im Auftrag des BDEW

²⁷ Ofgem (2024): RIIO-3 Sector Specific Methodology Decision – Finance Annex, Seite 68 und Seite 79.; Ofgem (2025): RIIO-3 Draft Determinations - Finance Annex, Seite 51f.

²⁸ UKRN (2023): UKRN guidance for regulators on the methodology for setting the cost of capital, Seite 21

²⁹ Wright, S., Burns, P., Mason, R., and Pickford, D. (2018): Estimating the cost of capital for implementation of price controls by UK Regulators (the '2018 UKRN guidance'), Section 4.4

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

ihrer RII0-3 Sector Specific Methodology Decision (Finance-Annex)³⁰. Die Schweizer Regulierungsbehörde wendet mittlerweile (für die Berechnung für das Tarifjahr 2026) ebenfalls die Methode historische Renditen anstatt historische Überrenditen an.³¹ Der Gutachter Swiss Economics bewertet in seinem Schlussbericht zum Anpassungsbedarf WACC Netz und Förderinstrumente aus dem Jahr 2024 für das Schweizer Bundesamt für Energie BFE den Total-Market-Return Ansatz folgendermaßen: „der TMR-Ansatz erfasst sowohl in der Theorie begründete, in der Empirik beobachtete und in der Bewertungspraxis verankerte gegenläufige Entwicklungen zwischen Renditen von Bundesobligationen und Risikoprämien“³². Die Ausführungen zeigen, dass die Methode der historischen Überrendite keineswegs als die eine überlegene und alternativlose Methode eingeschätzt wird. Vielmehr stellt sich die Frage, ob es eventuell eine solche überhaupt gibt, und deshalb immer eine Plausibilisierung durch das Hinzuziehen weiterer Ansätze notwendig ist. Hierfür eignet sich aus unserer Sicht insbesondere der Total-Market-Return Ansatz, da dieser die Marktrisikoprämie gegeben des risikofreien Basiszinssatzes durch Abzug dessen von der Gesamtmarktrendite herleitet. Implizit also von zwei identischen risikofreien Zinssätzen im CAPM ausgeht, wie es auch der kapitalmarkttheoretische Ansatz des CAPM vorsieht. Die hieraus abgeleitete Marktrisikoprämie ist somit auch frei von möglichen Verzerrungen durch das „Golden-Age-of-Bonds“, da der aktuelle risikofreie Zinssatz als Abzugsgröße von der Gesamtmarktrendite verwendet wird.

Tenziffer 4.5: Konsistenz Marktrisikoprämie und risikofreier Zinssatz

Tenziffer 4.5 gibt die Berücksichtigung der methodischen Konsistenz bei der Auswahl der Reihe für den risikofreien Zinssatz und der Bestimmung der Marktrisikoprämie vor.

Forderung:

Netze BW schlägt vor, diese Vorgabe noch weiter zu präzisieren bzw. mögliche Plausibilisierungsansätze vorzugeben, um zu überprüfen, ob eine Konsistenz erreicht ist. Es sollte sichergestellt werden, dass sowohl für den risikofreien Basiszins als auch für die

³⁰ Ofgem (2024): RII0-3 Sector Specific Methodology Decision – Finance Annex, Seite 68

³¹ Bundesamt für Energie BFE (2025): Erläuterungen zur Berechnung des kalkulatorischen Zinssatzes gemäß Artikel 13 Absatz 3 Buchstabe b der Stromversorgungsverordnung (StromVV) für das Tarifjahr 2026, Seite 2.

³² Swiss Economics (2024): Schlussbericht Anpassungsbedarf WACC Netz und Förderinstrumente Erneuerbare, Seite 5.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Marktrisikoprämie derselbe geographische Raum gewählt wird, idealerweise derselbe Währungsraum (hier: Eurozone). Anhand der Differenz beider risikofreier Zinssätze im CAPM kann überprüft werden, ob eine Konsistenz erreicht ist. Der TMR-Ansatz sollte außerdem hinzugezogen werden, um zu überprüfen, ob die Marktrisikoprämie und der risikofreie Basiszins zusammenpassen. Eine Prüfung auf eine ausreichende Differenz zwischen ermitteltem Eigen- und Fremdkapitalzinssatz gibt außerdem weitere Aufschlüsse darüber, ob eine korrekte Umsetzung des CAPMs durch zueinander konsistente Parameter erfolgt ist.

Formulierungsvorschlag Tenorziffer 4.5:

¹ Bei der Auswahl der Reihe für den risikofreien Zinssatz nach Tenorziffer 4.2 sowie bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie nach Tenorziffer 4.4 ist die methodische Konsistenz dieser beiden Ansätze zu berücksichtigen. ² Es sollte derselbe geographische Raum, idealerweise derselbe Währungsraum, zur Herleitung des risikofreien Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie herangezogen werden. ³ Anhand der Differenz zwischen den beiden im CAPM enthaltenen risikofreien Zinssätzen sowie durch Anwendung des Total-Market-Return Ansatzes zur Plausibilisierung der Marktrisikoprämie und der Betrachtung der Differenz zwischen Eigen- und Fremdkapitalzinssatz ist die Erreichung einer hinreichenden Konsistenz zu überprüfen und zu begründen.

Begründung:

Da der kapitalmarkttheoretische Ansatz des CAPM die Anwendung eines identischen risikofreien Zinssatzes als Basiszinssatz im ersten Summanden als auch zur Bestimmung der Marktrisikoprämie vorsieht, die Methode der historischen Überrendite jedoch eine getrennte Bestimmung der beiden risikofreien Zinssätze vorsieht, ist eine möglichst kleine Differenz (bis hin zur numerischen Identität) zwischen den beiden verwendeten risikofreien Zinssätzen ein wichtiges Konsistenzkriterium. Die Bundesnetzagentur könnte hierfür gegebenenfalls einen konkreten Wert, der nicht überschritten werden sollte, in der Methodenfestlegung festschreiben.

Wie bereits im vorherigen Abschnitt zu Tenorziffer 4.4 beschrieben, stellt außerdem der Total-Market-Return Ansatz ein geeignetes Instrument dar, um auf Konsistenz zu prüfen. Hierbei wird der risikofreie Basiszins von der Gesamtmarktrendite, die genauso wie die Marktrisikoprämie bei Anwendung des Ansatzes historische Überrenditen anhand historischer Daten ermittelt werden kann, abgezogen. Die hieraus resultierende Marktrisikoprämie ist somit methodenimmanent konsistent zum risikofreien Basiszins und kann mit der auf Basis der historischen Überrenditen ermittelten Marktrisikoprämie verglichen werden. Oxera (2025) empfiehlt diesen Plausibilisierungsansatz auch in

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Hinblick auf mögliche Verzerrungen durch das sogenannte Golden Age of Bonds.³³ Durch den langen Betrachtungszeitraum, der in die Ermittlung des risikofreien Zinssatzes zur Bestimmung der Marktrisikoprämie eingeht, und die historisch hohen Anleiherenditen aufgrund eines allgemein sinkenden Zinsniveaus (Konzept der realisierten Renditen) zwischen den Jahren 1982 und 2021 ist der risikofreie Zinssatz innerhalb der Marktrisikoprämie nach oben hin verzerrt.

Der risikofreie Basiszins vorne im CAPM hingegen ist nicht von diesem Effekt betroffen. Durch das Heranziehen des Total-Market-Return Ansatzes kann überprüft werden, ob trotz der Verzerrungen durch diesen Effekt bei Anwendung der Methode der historischen Überrenditen eine plausible Marktrisikoprämie bestimmt werden konnte.

Ein weiterer Ansatz, um zu überprüfen, ob eine Konsistenz der Parameter innerhalb des CAPM gelungen ist, ist die Betrachtung der Differenz zwischen dem ermittelten Eigen- und Fremdkapitalzinssatz. Aufgrund des höheren Risikos für Eigenkapitalgeber im Falle einer Insolvenz sollte die Differenz angemessen groß ausfallen. Ein Aspekt, der auch von den BNetzA-Gutachtern im britischen Regulierungskontext aufgegriffen wird (vgl. Frontier Economics (2024), S. 11ff.). Werden die Modellparameter risikofreier Basiszins, Risikofaktor und Marktrisikoprämie inkonsistent zueinander ermittelt kann dies zu einem zu niedrig festgelegten Eigenkapitalzinssatz führen. Ein klares Indiz hierfür ist ein Eigenkapitalzinssatz, der nur knapp über dem festgelegten Fremdkapitalzinssatz liegt.

Tenziffer 4.6: Risikofaktor

Der Risikofaktor wird basierend auf der historischen Entwicklung von Wertpapieren von Netzbetreibern auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten abgeleitet, die ein vergleichbares Risiko wie deutsche Netzbetreiber aufweisen. Wichtige Auswahlkriterien für Vergleichsunternehmen sind das regulatorische Umfeld und die reine Netzbetreibereigenschaft. Die Auswahl sollte durch eine möglichst weite regionale Abgrenzung erfolgen, außerdem müssen die Unternehmen börsennotiert und börsengehandelt sowie liquide handelbar sein und über ausreichend Zeitreihen verfügen.

³³ Oxera (2025): Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025, S. 36

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Unserem Verständnis nach lassen die vorgesehenen Vorgaben zur Ermittlung des Risikofaktors wesentliche Aspekte offen, sodass in der Einzelfestlegung ein großer Spielraum besteht, die Methodik an aktuelle wissenschaftliche Erkenntnisse anzupassen.

Laut Tenorziffer 4.6 soll bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen eine möglichst breite geographische Abgrenzung erfolgen. Diese Auswahl bedeutet nach Randziffer 116 das Heranziehen einer möglichst umfangreichen Stichprobe. Randziffer 116 führt außerdem ergänzend auf, dass eine „ähnliche geographische Abgrenzung“ bezüglich des Risikofaktors und der Marktrisikoprämie berücksichtigt werden soll. Aus theoretischer Sicht ist dies in Hinblick auf eine vollständig konsistente Umsetzung des CAPMs nachvollziehbar, es sollte aber in der konkreten Anwendung und mit Blick auf die vorhandenen Daten und Rahmenbedingungen geprüft und entschieden werden. Die weiteren in Tenorziffer 4.6 vorgesehenen Regelungen bilden aus unserer Sicht ebenso eine sinnvolle Grundlage zur Ableitung des Risikofaktors.

Tenziffer 4.7: Steuerfaktor

Der Eigenkapitalzinssatz wird vor Körperschaftsteuer zuzüglich eines möglichen Solidaritätszuschlags bestimmt.

Forderung:

Die Netze BW sieht, wie bereits in der Stellungnahme zum Eckpunktepapier „Methodikfestlegung Ausgangsniveau Strom und Gas (StromNEF und GasNEF) vom 29. August 2024“ dargelegt, eine Abbildung sowohl der Gewerbe-, als auch der Körperschaftsteuer zuzüglich eines möglichen Solidaritätszuschlags im Eigenkapitalzinssatz als sinnvoll an.

Formulierungsvorschlag Tenorziffer 4.7:

¹ Die Ermittlung und Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes erfolgt nach Unternehmenssteuern. ² Zur Kalkulation des pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes (WACC) erfolgt die Überführung des Eigenkapitalzinssatzes nach Steuern in einen Eigenkapitalzinssatz vor Gewerbesteuer und vor Körperschaftsteuer zuzüglich eines etwaigen Solidaritätszuschlags.

Begründung:

Eine Berücksichtigung der Gewerbe- und Körperschaftsteuer im Eigenkapitalzinssatz ist europaweit gängige Regulierungspraxis, wie beispielsweise dem Annex 4 unter „4.1

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Method used for Calculation of the Rate of Return“ aus dem aktuellen CEER-Report³⁴ über die europäischen Regulierungssysteme zu entnehmen ist. Gleichzeitig wäre dieser Ansatz auch konsistent zu den von der Bundesnetzagentur postulierten Regulierungszielen. Somit wären nicht nur Verständlichkeit und Transparenz gestärkt, sondern es wären auch beide Ertragssteuerarten – die Gewerbe- und Körperschaftssteuer – im regulatorischen Zins abgebildet. Hierfür muss ein einheitlicher Hebesatz für die Berechnung der Gewerbesteuer zugrunde gelegt werden. Der Hebesatz kann beispielsweise auf Basis der amtlichen Statistik des Statistischen Bundesamt ermittelt werden. Die durchschnittlichen Hebesätze der Realsteuern, also auch der Hebesatz für die Gewerbesteuer, ist dort verfügbar und wird derzeit auch zur Berechnung des Steuerfaktors für die Körperschaftssteuer im Rahmen der Eigenkapitalzinssatzfestlegung verwendet.

In der Festlegung zu den Eigenkapitalzinssätzen für die vierte Regulierungsperiode hat die Beschlusskammer 4 ausgeführt, dass es sich bei der im Rahmen der Eigenkapitalzinssatzfestlegung ermittelten Marktrisikoprämie um eine Größe nach Steuern handelt und daher eine Umrechnung in eine Vorsteuer-Größe erforderlich sei.³⁵ Die bisherige Nichtberücksichtigung der Gewerbesteuer im Eigenkapitalzinssatz sei, obwohl es sich bei der Gewerbesteuer auch um eine Ertragssteuer handle, auf die verordnungsrechtliche Sonderregelung zur separaten Berücksichtigung der Gewerbesteuer in Form der kalkulatorischen Gewerbesteuer zurückzuführen. Ausgehend davon hat die Bundesnetzagentur den hier skizzierten Lösungsweg bereits selbst als sinnvolle Umsetzung gesehen, wurde jedoch durch verordnungsrechtliche Vorgaben an der Umsetzung gehindert. Mit der hier in Diskussion befindlichen Festlegung im Zusammenspiel mit der Festlegung von Strom- und GasNEF hat die Bundesnetzagentur aber jetzt die Möglichkeit, diese Option umzusetzen. Damit wird die Transparenz gegenüber den Kapitalgebern gestärkt und gleichzeitig eine praktische Vereinfachung umgesetzt.

³⁴ Siehe hierzu <https://www.ceer.eu/publication/report-on-regulatory-frameworks-for-european-energy-networks-2023/>

³⁵ Bundesnetzagentur, „Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen für die vierte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung“ (BK4-21-055), 2021, S. 44-45

Stellungnahme der Netze BW
zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten
Kapitalverzinsungssatzes

5. Bestimmung des kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatzes

Tenziffer 5.1: Fremdkapitalzinssatz

Der Fremdkapitalzinssatz wird laut Tenorziffer 5.1 pauschal anhand eines marktorientierten, indexbasierten Ansatzes festgelegt. Hierfür ist die Heranziehung von sektorspezifischen, in Euro notierten Anleiheindizes vorgesehen, die auf Anleihen mit überwiegend etwa zehnjähriger Restlaufzeit basieren. Das den Indizes zugrundeliegende Kreditrisikoring muss konsistent mit den Risikoprofilen deutscher Netzbetreiber und der Kapitalquote sein. Dieses Vorgehen war bereits im Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu Beginn des Jahres 2025 vorgesehen, bzw. war zu diesem Zeitpunkt noch konkret ein Rating von BBB vorgeschlagen worden.

Forderung:

Die Auswahl der Anleiheindizes muss es erlauben, dass die Netzbetreiber die effizienten Fremdkapitalkosten wiederverdienen. Daher sollte bei der Auswahl der Anleiheindizes zum aktuellen Zeitpunkt noch keine sektorspezifische Einschränkung vorgenommen werden. Diese Abwägungsentscheidungen sollte im Rahmen der Einzelfestlegung erfolgen. In diesem Zusammenhang sollte auch der Nachweis erbracht werden, dass der oder die ausgewählten Anleiheindizes auch in der Lage sind, zumindest mit Blick in die Vergangenheit, die effizienten Fremdkapitalkosten zu decken.

Formulierungsvorschlag Tenorziffer 5.1:

¹ Der auf das kalkulatorische Fremdkapital anzuwendende Fremdkapitalzinssatz ist pauschal anhand eines marktorientierten indexbasierten Ansatzes zu bestimmen. ² Es sind ein oder mehrere in Euro notierte Anleiheindizes heranzuziehen, der oder die überwiegenden Anleihen mit Restlaufzeiten um die zehn Jahre enthalten. ³ Eine umfassende Transparenz und Nachvollziehbarkeit bezüglich der Zusammensetzung des Index oder der Indizes muss vorhanden sein. ⁴ Das dem Anleiheindex oder den Anleiheindizes zugrunde liegende Kreditrisikoring muss mit den am Markt beobachtbaren Risikoprofilen deutscher Netzbetreiber sowie mit den Anforderungen an die Kapitalquote nach Tenorziffer 3 konsistent sein. ⁵ Im Rahmen der Einzelfestlegung ist die Eignung des Index bzw. der Indizes anhand eines transparenten Abgleichs mit historischen Ist-Finanzierungskosten deutscher Netzbetreiber am Kapitalmarkt nachzuweisen.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Begründung:

Wie wir in unserer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung Anfang des Jahres 2025 zum Ausdruck gebracht haben, stimmen wir einer direkten Ableitung des Fremdkapitalzinssatzes aus einem (oder mehreren) Anleiheindex bzw. Anleiheindizes zu. Die Vorgabe der Konsistenz des Kreditrisikoratings der ausgewählten Reihe mit dem Rating deutscher Netzbetreiber und der Kapitalquote bietet außerdem die Möglichkeit einer Anpassung, wenn sich die Einschätzung der Finanzierungsfähigkeit der Netzbetreiber im Rahmen der beträchtlichen Investitionen, welche in den nächsten Jahren anstehen, drastisch verändern sollten. Dieser Umstand ist somit zu begrüßen.

Bezüglich der verwendeten Anleiheindizes möchten wir darauf hinweisen, dass diese eine ausreichende Transparenz aufweisen müssen, sodass deren Zusammensetzung und die daraus resultierenden Werte nachvollzogen werden können. Die Behörde führt in der Randziffer 203, ohne empirischen Nachweis, aus, dass die Daten von Bloomberg, Refinitiv oder iBoxx verlässliche Indizes darstellen. Gleichwohl sollte im Rahmen der Einzelfestlegungen eine ausführliche Analyse der Methodik und der resultierenden Ergebnisse durch die Behörde erfolgen. Denn letztlich liegen die Daten und Methodiken für die Berechnung der Indizes nicht öffentlich frei verfügbar vor. Auch ist, selbst bei einem kostenpflichtigen Zugang, keine umfassende Transparenz vorhanden, insbesondere mit Blick auf die Methodik zur Ermittlung der Anleiheindizes. Dies gilt insbesondere dann, wenn Indizes gewählt werden, die sich nur aus einem kleineren Kreis von Anleihen speist, wie dies beispielsweise bei einem sektorspezifischen Index der Fall ist.

Im Rahmen der Einzelfestlegung sollte bei der Auswahl der Indizes außerdem überprüft werden, ob der daraus resultierende Fremdkapitalzinssatz zu den tatsächlich beobachtbaren Finanzierungskosten deutscher Netzbetreiber am Kapitalmarkt passt. Hierzu könnten beispielsweise historische Werte des Index bzw. der Indizes mit den Emissionsrenditen deutscher Netzbetreiber in der Vergangenheit verglichen werden. Die Ergebnisse sollten ebenfalls transparent dargestellt werden, sodass die Auswahl des Index bzw. der Indizes deren Geeignetheit zur Abbildung der Fremdfinanzierungskosten deutscher Energienetzbetreiber nachvollzogen werden kann.

Tenziffer 5.2: Fremdkapitalzinssatz Bestandsvermögen

Für das Bestandsvermögen soll eine Durchschnittsbildung der ausgewählten Reihe oder Reihen der zum Festlegungszeitpunkt letzten sieben abgeschlossenen Kalenderjahre anhand des arithmetischen Mittels erfolgen. Der Fremdkapitalzinssatz für das Bestandsvermögen soll damit für die Dauer einer Regulierungsperiode fixiert werden.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Im Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres 2025 hatte die Bundesnetzagentur vorgesehen, keine Dynamisierung des Fremdkapitalzinssatzes auf Bestandsvermögen vorzunehmen und diesen Zinssatz anhand eines Betrachtungszeitraums, der sich an der Länge der Regulierungsperiode orientiert, zu bilden. In der Sachstandsveröffentlichung im Mai 2025 waren dann verschiedene Optionen bezüglich der regulatorischen Fremdkapitalzinsen von Bestands- und Neuinvestitionen vorgeschlagen und zur Konsultation gestellt worden. Zwei der drei vorgestellten Optionen sahen einen rollierenden Zinssatz für Bestandsinvestitionen vor.

Netze BW hatte sich in ihrer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung deutlich dafür ausgesprochen, einen rollierenden Fremdkapitalzinssatz auf Bestandsinvestitionen anzuwenden. Dieser könnte sich aus einem Durchschnitt über mehrere Jahre und eine jährliche Aktualisierung durch Vorrücken um jeweils ein Jahr ergeben.

Die Bundesnetzagentur lehnt die Einführung eines rollierenden Zinssatzes auf Bestandsvermögen in Randziffer 235 unter anderem mit der Begründung ab, dass dieser zu einem nicht unerheblichen Verwaltungsaufwand führe. Zudem wird angebracht, dass aus einem über die Dauer der Regulierungsperiode fixierten Fremdkapitalzinssatzes für Bestandsvermögen keine unbeherrschbaren Risiken resultieren würden (vgl. Randziffer 236).

Forderung:

Tenziffer 5.2 sollte dahingehend geändert werden, dass für das Bestandsvermögen ein rollierender Zinssatz mit arithmetischer Durchschnittsbildung der ausgewählten Reihe oder Reihen über die letzten 5 abgeschlossenen Kalenderjahre mit jährlicher Aktualisierung angesetzt wird.

Formulierungsvorschlag für Tenorziffer 5.2:

¹ Für die Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für das Bestandsvermögen – das heißt für Investitionen bis einschließlich des Basisjahres nach Tenorziffer 2.3 Satz 2 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 (maßgeblich ist das Kalenderjahr, in dem das jeweilige Anlagegut nach Fertigstellung aktiviert wurde) – wird ein jährlich rollierender, auf die jeweils letzten fünf Kalenderjahre bezogener arithmetischer Durchschnitt der nach den in Tenorziffer 5.1 dargestellten Kriterien ausgewählten Reihe(n) gebildet.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Begründung:

Wie wir bereits in unserer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung Anfang des Jahres angemerkt haben, bildet ein dynamischer bzw. rollierender Zinssatz das tatsächliche Refinanzierungsverhalten von Netzbetreibern besser ab. In Randziffer 231 der Begründung führt die Bundesnetzagentur selbst aus, dass das Bestandsvermögen regelmäßig refinanziert wird. Da jedoch nicht alle laufenden Fremdkapitalfinanzierungen zum selben Zeitpunkt refinanziert werden, sondern (jährlich) nur ein gewisser Anteil, ist dies durch eine rollierende Verzinsung zutreffender abgebildet als durch einen ex-ante festgelegten, für die gesamte Regulierungsperiode fixierten Fremdkapitalzinssatz.

Ein rollierender Zinssatz berücksichtigt durch die jährliche Aktualisierung das aktuelle Zinsniveau, welches für Umschuldungen im jeweiligen Jahr relevant ist, während gleichzeitig durch die Durchschnittsbildung über mehrere Jahre auch das Zinsniveau zum Zeitpunkt vergangener, noch laufender Fremdkapitalfinanzierungen berücksichtigt wird. Wir verweisen an dieser Stelle nochmals ausdrücklich auf unsere Ausführungen in Abschnitt 6 in der Stellungnahme zum Einordnungsschreiben vom 28. Februar 2025.

Die Behörde selbst verweist in Abschnitt I.3 des Beschlussentwurfs auf die unterschiedlichen Varianten, die die Behörde im Expertengespräch am 9. Mai 2025 zur Diskussion vorgestellt hatte. Die Varianten zwei und drei befassen sich explizit mit einer Dynamisierung, die auch das Bestandsvermögen adressiert. Umso erstaunlicher ist die Tatsache, dass die Behörde weiterhin an einer Fixierung des Fremdkapitalzinssatzes festhält. Die vorgetragene Argumentation in Randziffer 235 stellt aus unserer Sicht keine Abwägung und Prüfung der einzelnen Varianten dar, die den Anforderungen des EnWG-Rechnung trägt. So wird beispielsweise von „einer Vielzahl von Folgefragen“ gesprochen, die sich aus einer Dynamisierung ergäben, ohne diese jedoch auf- und auszuführen. Auch führt die Behörde aus, dass eine Dynamisierung nur „einzuschlagen“ sei, sofern diese „wirtschaftlich unabweisbar oder deutlich überlegen wäre“. Es ist für Netze BW nicht ersichtlich, wo und an welcher Stelle diese Abwägung stattgefunden hat. Vielmehr postuliert die Behörde, ohne jeden weiteren Nachweis, dass die notwendigen Bedingungen nicht erfüllt seien und man daher von einer Dynamisierung absehe. Sofern die Entscheidung der Behörde sich auf ökonomische Analysen, die dem Stand der Wissenschaft entsprechen, stützt, sollten diese auch Teil des Festlegungsverfahrens sein und den Betroffenen zugänglich gemacht werden. Denn etwas anderes ist bei einer Bewertung von fixierten vs. dynamisierten Fremdkapitalkosten nicht vorstellbar. Aus den ökonomischen Analysen sollte dann auch ersichtlich werden, was die Prüfkriterien sind und weshalb ein fixierter Fremdkapitalzinssatz als überlegen einzustufen ist.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Sollte die Bundesnetzagentur keine Dynamisierung des Fremdkapitalzinssatzes für Bestandsvermögen umsetzen, wäre ein deutlicher Aufschlag zur Abdeckung der Kosten für Sicherungsgeschäfte zur Absicherung des Zinsänderungsrisikos, die eine ex-ante Festlegung mit sich bringt, notwendig. Die Bundesnetzagentur begründet dabei nicht, wie sie mit diesem Risiko umgehen möchte und legt auch nicht dar, dass eine Fixierung des Fremdkapitalzinssatzes über die gesamte Regulierungsperiode für Bestandsinvestitionen aus wissenschaftlicher Sicht geboten ist und die tatsächlichen Fremdkapitalkosten bei regelmäßigen Refinanzierungen sowie das hiermit verbundene Zinsänderungsrisiko besser abbilden kann. In Randziffer 227 führt die Bundesnetzagentur aus, dass Netzbetreiber durch Absicherungsgeschäfte Risiken ausgleichen können. Diese Absicherungsgeschäfte verursachen allerdings Kosten, die regulatorisch erstattet werden müssen, zum Beispiel durch einen pauschalen Aufschlag auf den Fremdkapitalzinssatz. In der Vergangenheit war es gerade eine Stärke des deutschen Regulierungsrahmen, dass die Erstattung der tatsächlich angefallenen Fremdkapitalkosten, sofern marktüblich, als aufwandsgleiche Kosten gewährleistet war. Auch mit der Einführung eines WACC-Ansatzes muss ein Netzbetreiber weiterhin dazu in der Lage sein, seine tatsächlichen Fremdkapitalkosten, die auch für den Bestand durch regelmäßige Refinanzierungen Schwankungen unterliegen, zu decken, um investitionsfähig zu bleiben. Gerade mit Blick auf den kommenden Systemwechsel der Fremdkapitalverzinsung, der einen Verzicht von der Ist-Erstattung und stattdessen eine pauschale Erstattung vorsieht, verstärken sich diese Effekte noch.

Der von der Bundesnetzagentur vorgeschlagene siebenjährige Zeitraum zur Durchschnittsbildung ist ebenfalls nicht nachvollziehbar begründet. Die Anwendung eines siebenjährigen Durchschnitts und Festlegung im Basisjahr ist nicht dazu geeignet, das tatsächliche Refinanzierungsverhalten und die hierdurch anfallenden Fremdkapitalkosten adäquat abzubilden. Das kann nur durch einen jährlich rollierenden Zinssatz geleistet werden. Bei einer Festlegung im Basisjahr ohne Dynamisierung, so wie von der Bundesnetzagentur vorgesehen, sind aus unserer Sicht für die fünfte Regulierungsperiode außerdem sieben Jahre ein zu langer Zeitraum zur Durchschnittsbildung. Die Umstellung von einer aufwandsgleichen Anerkennung der Fremdkapitalkosten zu einer pauschalen Bestimmung durch den WACC-Ansatz stellt einen Bruch gegenüber der bisherigen Systematik dar. Diesen Bruch und die mit der pauschalen Bestimmung verbundenen Risiken konnte ein Netzbetreiber bei in der Vergangenheit liegenden Finanzierungen und Finanzierungsstrategien noch nicht berücksichtigen. Netzbetreiber haben sich in den letzten Jahren refinanziert, im Vertrauen auf den bestehenden Regulierungsrahmen oder zumindest im Vertrauen darauf, dass effiziente Fremdkapitalkosten auch in einem neuen Rahmen erstattet werden. Daher wirkt die nun angedachte Anpassung gerade mit Blick auf die kommende fünfte Regulierungsperiode noch deutlich negativer.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Sollte die Bundesnetzagentur an ihrem Vorhaben der Festlegung eines fixierten Fremdkapitalzinssatzes festhalten, so sollte für die fünfte Regulierungsperiode ein kürzerer Durchschnittszeitraum gewählt werden. Denn das stark angestiegene Zinsniveau seit Mitte 2022 und die damit höheren Refinanzierungskosten sprechen für einen kürzeren Zeitraum zur Durchschnittsbildung für die fünfte Regulierungsperiode, um zumindest etwas näher am aktuellen Zinsniveau zu liegen. Gerade mit Blick auf die bereits in der laufenden vierten Regulierungsperiode stark ansteigenden Investitionen ist dies von Bedeutung, da diese ab der fünften Regulierungsperiode Teil des Bestandsvermögens sein werden. Diese Investitionen wurden nach der Zinswende getätigt und werden aktuell im Kapitalkostenaufschlag auch mit einem höheren Fremdkapitalzinssatz verzinst. Hierbei überzeugt auch das in Randziffer 238 genannte Argument der Bundesnetzagentur für die Wahl eines siebenjährigen Zeitraums zur Durchschnittsbildung nicht. Nach ihrer Auffassung hätten Netzbetreiber vielfach langfristige Finanzierungen in der Niedrigzinsphase abgeschlossen, sodass dies auch in der Durchschnittsbildung berücksichtigt werden müsse. Es handelt sich in der Ausführung zunächst um eine pauschale Aussage ohne Belege. Der deutliche Anstieg des Zinsniveaus Mitte des Jahres 2022 war nicht vorhersehbar.

Laut Randziffer 182 der Begründung seien in der Vergangenheit hohe Fremdkapitalzinsen, die aus einer „schlechten Finanzierungsstrategie“ resultieren, durch die aufwandsgleiche Anerkennung und die standardisierten Kosten im Effizienzvergleich auf die Kunden wälzbar gewesen. Dieser Aussage möchten wir entschieden widersprechen. Bisher wurden in der Kostenprüfung Fremdkapitalkosten stets auf ihre Marktüblichkeit geprüft, unter anderem auch auf Basis eines Referenzindex der deutschen Bundesbank. Lagen die Finanzierungskosten oberhalb des Referenzindexes, mussten Kürzungen hingenommen werden. Bei den standardisierten Kosten im Effizienzvergleich handelt es sich um ein Sicherungsinstrument. Denn bei diesem Instrument sollen Kosten auch bezüglich unterschiedlicher Abschreibungspraktiken verschiedener Netzbetreiber vergleichbar gemacht werden und es wird eine Art WACC für den einheitlichen Zinssatz zugrunde gelegt. Es handelt sich demnach bei den standardisierten Kapitalkosten mitnichten um individuelle Fremdkapitalkosten.

Tenziffer 5.3: Fremdkapitalzinssatz Neuinvestitionen im Kapitalkostenaufschlag

Der Fremdkapitalzinssatz für Neuinvestitionen im Kapitalkostenaufschlag soll anhand des Jahreswertes der Zinsreihe bzw. -reihen des Anschaffungsjahres bestimmt werden. Die erstmalige Aktivierung ist hierbei für bereits fertiggestellte Anlagen entscheidend für das Anschaffungsjahr. Der kalkulatorische Fremdkapitalzinssatz für eine Neuinvestition bleibt konstant, solange diese nicht in das Bestandsvermögen übergeht. Als Planwert für den

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Kapitalkostenaufschlag soll der Wert, der sich für das erste Quartal des Antragsjahres ergibt, verwendet werden, im Nachgang soll ein Plan-Ist-Abgleich und Ausgleich über das Regulierungskonto erfolgen.

Der Anwendung dieses Ansatzes stimmen wir zu. Durch die Anwendung des Fremdkapitalzinssatzes, welcher sich zum Investitionszeitpunkt ergibt, ist sichergestellt, dass das zu diesem Zeitpunkt geltende Zinsniveau berücksichtigt wird.

Tenziffer 5.4: Übergang Neuinvestitionen ins Bestandsvermögen

Es ist vorgesehen, dass Neuinvestitionen mit Aktivierung als Fertiganlage bis einschließlich des Basisjahres für die folgende Regulierungsperiode in das Bestandsvermögen übergehen und dann ab der folgenden Regulierungsperiode mit dem fixierten Fremdkapitalzinssatz für Bestandsvermögen verzinst werden.

Wie im Abschnitt zu Tenziffer 5.3 beschrieben, halten wir die Notwendigkeit eines dynamischen Fremdkapitalzinssatzes auch für Bestandsvermögen für sachgerecht. Während sich eine Anlage im Kapitalkostenaufschlag befindet, wird durch die Berücksichtigung des Anschaffungsjahres bei der Verzinsung sichergestellt, dass das jeweils aktuelle Zinsniveau berücksichtigt wird. Auch wenn die Anlage in den Bestand übergeht, sollte sichergestellt werden, dass die anfallenden Fremdkapitalkosten durch den Fremdkapitalzinssatz auf das Bestandsvermögen abgedeckt sind. Daher ist hierbei auf einen rollierenden durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz abzustellen.

Tenziffer 5.5: Zuschlag für Fremdkapitalnebenkosten

Ein pauschaler Zuschlag für Fremdkapitalnebenkosten ist dem Festlegungsentwurf nach nicht vorgesehen.

Dies wurde bereits in der Sachstandsinformation im Mai 2025 angekündigt, im Einordnungsschreiben im Rahmen der Sachstandsveröffentlichung zu Beginn des Jahres 2025 war hingegen noch offengelassen worden, ob ein solcher Zuschlag eingeführt wird oder nicht.

Netze BW hatte sich in ihrer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung Anfang des Jahres 2025 dafür ausgesprochen, Fremdkapitalnebenkosten, die nicht anderweitig in der Erlösobergrenze berücksichtigt werden, durch einen pauschalen Aufschlag auf den Fremdkapitalzinssatz zu berücksichtigen. Wir hatten außerdem darauf hingewiesen, dass

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

solch ein Aufschlag auch eine Komponente zur Berücksichtigung von Schätzunsicherheiten und Unsicherheiten einer ex-ante Festlegung umfassen könnte.

Die Bundesnetzagentur lehnt es hingegen ab, einen Zuschlag für Fremdkapitalnebenkosten auf den Fremdkapitalzinssatz zu gewähren. Sie führt hierzu in den Randziffern 248 und 250 unter anderem an, dass ein WACC nicht sämtliche real anfallende Kosten abdecken müsse. Zudem sei es eine Entscheidung des Emittenten, ob bspw. ein Underpricing von Anleihen erwogen werde. Darüber hinaus seien die Fremdkapitalnebenkosten überwiegend über das Budgetprinzip abgegolten. Randziffer 249 fügt außerdem hinzu, dass eine Refinanzierung der Kosten „bei einer typisierenden Gesamtbetrachtung“ möglich sein müsse und dass dies der Fall sei.

Forderung:

Die nicht über die aufwandsgleichen Kosten abgedeckten Fremdkapitalnebenkosten sollen über eine Fremdkapitalnebenkostenpauschale abgedeckt werden. Alternativ kann auch vollständig auf einen pauschalen Ansatz mit einer Fremdkapitalnebenkostenpauschale gewechselt werden. Eine doppelte Anerkennung ist hierbei auszuschließen. Für diese Pauschale ist auch zu prüfen, sofern die Bundesnetzagentur an einem fixiertem Fremdkapitalzinssatz für das Bestandsvermögen festhält, ob und wenn ja in welcher Höhe aufgrund der Unsicherheiten einer ex-ante Festlegung eine zusätzliche Prämie notwendig ist.

Formulierungsvorschlag Tenorziffer 5.5:

1 Ein Zuschlag für Fremdkapitalnebenkosten auf den kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatz wird gewährt. Der pauschale Zuschlag deckt sämtliche Fremdkapitalnebenkosten ab. 2 Eine Doppelanerkennung der Fremdkapitalnebenkosten als aufwandsgleiche Kosten und eine Vergütung über den Zuschlag ist ausgeschlossen. 3 Der Zuschlag kann eine zusätzliche Prämie aufgrund einer ex-ante Festlegung und aufgrund von Kosten durch Fremdkapitalaufnahme in außereuropäischen Märkten beinhalten.

Begründung:

Die Bundesnetzagentur weist in Randziffer 250 ihrer Begründung darauf hin, dass Fremdkapitalnebenkosten bereits überwiegend über das Budgetprinzip abgegolten seien. Wir möchten anmerken, dass eine pauschale Anerkennung von Fremdkapitalnebenkosten über einen Aufschlag auf den ermittelten kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatz gegenüber einer Anerkennung dieser in der Erlösobergrenze eindeutig vorzugswürdig ist.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Bei einem steigenden Investitionsvolumen im Laufe der Regulierungsperiode, so wie es in den nächsten Jahren zu erwarten ist, kann es dazu kommen, dass die im Basisjahr genehmigten (pagatorischen) Fremdkapitalnebenkosten zu einer deutlichen Unterdeckung der tatsächlich anfallenden, vom Investitionsvolumen abhängenden Fremdkapitalnebenkosten kommt. Eine pauschale Anerkennung durch einen Aufschlag ist dagegen in der Lage, steigendes oder fallendes Investitionsvolumen sachgerecht abzubilden.

Zudem ermöglicht ein Zuschlag auf den Fremdkapitalzinssatz, Kostenpositionen wie das Underpricing oder Unsicherheitsaufschläge aufgrund einer ex-ante Festlegung, die sich durch eine pagatorische Anerkennung bei einem WACC-Ansatz nicht in der Erlösobergrenze abbilden lassen können, weiterhin zu berücksichtigen. Zugleich bietet der Zuschlag mehr Flexibilität, insbesondere im Hinblick auf die von der Bundesnetzagentur favorisierte, von uns jedoch abgelehnte, Fixierung des Fremdkapitalzinssatzes für das Bestandsvermögen, um Zinsunsicherheiten zu adressieren.

Den Bedenken der Behörde, dass es zukünftig zu einer Doppelerkennung kommen könne, kann durch eine entsprechende Anpassung der anererkennungsfähigen Kosten in Strom- und GasNEF begegnet werden. Denn durch eine Streichung der Anerkennungsfähigkeit der tatsächlich angefallenen Fremdkapitalnebenkosten, wie beispielsweise Rechtsberatungskosten der Fremdkapitalaufnahme oder Ratinggebühren bei Einführung eines pauschalen Aufschlags, bestünde auch kein Risiko der Doppelerkennung von Kosten, wie es die Bundesnetzagentur in Randziffer 250 befürchtet. Dieses Vorgehen hat Netze BW auch in ihren Stellungnahmen zu den Entwürfen der Methodenfestlegungen StromNEF und GasNEF im Abschnitt zu Tenorziffer 7, Satz 3 vorgeschlagen. Solch eine pauschale Anerkennung wäre auch im Einklang mit dem Übergang zu einer pauschalen Kapitalkostenbestimmung durch den WACC und würde eine Vereinfachung darstellen.

Die Argumentation der Bundesnetzagentur gegen eine Berücksichtigung des Underpricings in Randziffer 248 können wir nicht nachvollziehen. Es wird argumentiert, dass der kalkulatorische Fremdkapitalzinssatz nicht sämtliche real anfallenden Kosten decken müsse und sich bei der Bestimmung an wettbewerblichen Prinzipien orientiert werden müsse. Außerdem wird darauf hingewiesen, dass laut eines NERA-Gutachtens aus dem Jahr 2023 Anleihemissionen deutscher Netzbetreiber nur selten unter Nennwert erfolgen würden und häufig eine Überzeichnung neu emittierter Anleihen beobachtet

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

werden könne.³⁶ Das führe theoretisch zu einer Verringerung eines möglichen Ausgabeaufschlags. Wir halten es an dieser Stelle für geboten und regen an, dass die Bundesnetzagentur diese Sachverhalte anhand der erfolgten Anleiheemissionen nachprüfen und die Ergebnisse transparent darstellen kann. Dies wäre auch bereits im Vorfeld des Festlegungsentwurfs angezeigt gewesen. Mit dieser empirischen Datengrundlage wäre eine belastbare Entscheidungsgrundlage bezüglich der Berücksichtigung und der Höhe des Underpricings geschaffen. Zugleich wäre diese Analyse über die Regulierungsperioden hinweg wiederholend durchzuführen, um neue Erkenntnisse zu berücksichtigen.

Denn wenn die Anleihen, welche in dem/den von der Bundesnetzagentur in der Einzelfestlegung ausgewählten Index/Indizes mit einem Abschlag ausgegeben wurden, wird dies nicht im Anleiheindex abgebildet, da es sich hierbei um Sekundärmarktrenditen handelt. Die damit verbundenen Kosten sind aber tatsächlich entstanden und müssen somit durch einen Aufschlag berücksichtigt werden, um eine Abbildung der tatsächlich entstandenen Kosten der Fremdkapitalaufnahme zu erzielen. Hierbei handelt es sich um Kosten, die tatsächlich so im Wettbewerb bei der Ausgabe von Anleihen entstehen. Werden Kosten für das Underpricing in anderen europäischen Ländern berücksichtigt, in Deutschland aber nicht, führt das zu einer Schlechterstellung deutscher Netzbetreiber. So führt beispielsweise der BNetzA-Gutachter Frontier Economics et al. (2025) in seinem Gutachten aus, dass Fremdkapitalnebenkosten typischerweise nicht abgebildet sind. Des Weiteren legen die Gutachten, mit Verweis auf zwei Quellen, dar, dass eine empirisch ermittelte Renditedifferenz von rund 20 Basispunkten pro Jahr existiert. Daher ist die pauschale Ablehnung, ohne eigene empirische Analysen, durch die Bundesnetzagentur nicht nachvollziehbar und wird von Netze BW nicht geteilt.

Wie wir bereits in unserer Stellungnahme zur Sachstandsveröffentlichung Anfang des Jahres angeregt haben, sollte aus Sicht der Netze BW geprüft werden, ob ein Fremdkapitalkostenaufschlag nicht auch zur Abdeckung von Unsicherheiten bezüglich der Fremdkapitalkosten dienen sollte. Die kalkulatorischen Fremdkapitalkosten werden anhand von Schätzungen ermittelt. Methodenimmanent birgt dies stets auch eine gewisse Schätzunsicherheit. Außerdem sollen diese laut Festlegungsentwurf für Bestandsinvestitionen ex-ante festgelegt werden, sodass dies zusätzliche Risiken im

³⁶ NERA Economics Consulting (2023): Fremdkapitalzinssatz bei Investitionen in Strom- und Gasverteilnetze. Kurzgutachten im Auftrag des BDEW.

Stellungnahme der Netze BW

zum Festlegungsentwurf von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes

Hinblick auf die Erreichung einer angemessenen Höhe des kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatzes zur Deckung der tatsächlich anfallenden Fremdkapitalkosten der Netzbetreiber bedeutet, wie im Abschnitt zu Tenorziffer 5.2 dargestellt. Diese Risiken sollten innerhalb eines pauschalen Aufschlags auf die Fremdkapitalkosten vergütet werden. Zur Herleitung des Fremdkapitalnebenkostenaufschlags könnte sich die Bundesnetzagentur an wissenschaftlicher Literatur, Entscheidungen anderer Regulierungsbehörden sowie auch Erkenntnissen aus existierenden Daten orientieren.

Insgesamt ist die Abdeckung der Fremdkapitalnebenkosten über einen pauschalen Aufschlag auf den Fremdkapitalzinssatz vorteilhaft gegenüber der von der Bundesnetzagentur angedachten, nur partiellen Anerkennung über den Weg der aufwandsgleichen Kosten. Ein pauschaler Aufschlag ermöglicht die Berücksichtigung steigender Investitionsvolumina während der Regulierungsperiode und kann gleichzeitig zusätzliche Kosten wie das Underpricing sowie Risiken in Bezug auf die Schätzunsicherheit, die aus der ex-ante Festlegung des Fremdkapitalzinssatzes resultieren, abdecken.