

Positionspapier

Eigenkapitalverzinsung für Strom- und Gasnetze in der 3. Regulierungsperiode - Maßnahmen

BDEW-Empfehlungen

Berlin, 12.10.2015

A. Zusammenfassung

In den nächsten Jahren sind massive Investitionen in den Ausbau und die Erneuerung der Strom- und Gasnetze erforderlich, um die Energiewende zum Erfolg zu führen. Aufgrund der für das Netzgeschäft typischen, hohen und langfristig ausgerichteten Kapitalbindung ist dabei eine stabile und kapitalmarktgerechte Verzinsung des Eigenkapitals ein entscheidender Erfolgsfaktor. Die konkrete Höhe des Eigenkapitalzinssatzes ist Teil der Rahmenbedingungen, die den Netzbetreibern jeweils für die Dauer einer Regulierungsperiode als Kalkulationsbestandteil ihrer Netzentgelte vorgegeben werden. Für die 3. Regulierungsperiode (Gas: 2018 – 2022; Strom 2019 – 2023) muss die Bundesnetzagentur (BNetzA) den Eigenkapitalzinssatz spätestens in 2016 festlegen. Von besonderer Brisanz ist dabei die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten. Infolge der Finanz- und Eurokrise sind die Renditen für quasi risikofreie Wertpapiere seit 2008 auf ein historisch einmalig niedriges Niveau gesunken. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass bei rückläufigen Renditen risikofreier Wertpapiere die Aufschläge für risikobehaftete Investments (Marktrisikoprämie) steigen. Im Ergebnis bleiben die Renditeanforderungen der Investoren damit auf einem relativ stabilen Niveau. Die bisher angewandte Methode der Behörde zur Ableitung des Eigenkapitalzinssatzes wird diesen beiden Aspekten jedoch nicht gerecht und würde damit zu einer deutlichen Unterschätzung der tatsächlichen Eigenkapitalkosten für die 3. Regulierungsperiode führen. Anpassungen sind erforderlich, um Netzbetreibern eine risikoadäquate Verzinsung zu ermöglichen und die Finanzierung der erforderlichen Investitionen zu sichern.

B. Hintergrund

Der BDEW hat bereits in seinem Positionspapier zur Evaluierung und Weiterentwicklung der Anreizregulierung vom 21. März 2014 auf die Notwendigkeit der Korrektur von Inkonsistenzen bei der zukünftigen Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze hingewiesen. Ein aktuelles Gutachten der Professoren Hoffjan/Posch (TU Dortmund) zeigt folgende methodische Mängel auf:

- Der in der Strom/Gasnetzentgeltverordnung (Strom/GasNEV) vorgegebene 10-Jahres-Durchschnitt (rückgerechnet vom Festlegungszeitpunkt) der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere ist zu kurz und daher nicht repräsentativ, um hieraus den zukunftsbezogenen risikolosen Basiszins für die nächste Regulierungsperiode abzuleiten. Die seit 2008 andauernde Finanz- und Eurokrise mit ihren Sondereffekten verzerrt den durchschnittlichen Basiszins nach unten, sodass er als Schätzer für die Zukunft nicht mehr geeignet ist. Deutschland als „sicherer Hafen“ für Kapitalanleger und den hieraus im Vergleich zu anderen Ländern besonders niedrigen Renditen deutscher Bundesanleihen ist hiervon besonders betroffen. Ohne eine stärkere Glättung, die über eine Ausweitung des Referenzzeitraumes erreicht werden kann, wirkt dieses „Zinstal“ unverhältnismäßig bei der Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes für die 3. Regulierungsperiode. Dieser Effekt betrifft sowohl die Zinssatzermittlung für das sog. Eigenkapital I (EK I: Betriebsnotwendiges Eigenkapital $\leq 40\%$ des betriebsnotwendigen Vermögens (BNV)) als auch die separate Zinsermittlung für das EK II (Betriebsnotwendiges EK $> 40\%$ des BNV). Aufgrund des hohen Anteils quasi-risikofreier Wertpapiere (2 Drittel) in Form der Anleihen der öffentlichen Hand und der Hypothe-

kenpfandbriefe besteht beim EK II-Zins die gleiche Problematik wie beim EK I-Zinssatz und damit ebenso dringender Handlungsbedarf.

- Aus kapitalmarkttheoretischer Sicht geht ein Rückgang des risikolosen Basiszinses mit einem Anstieg der Marktrisikoprämie als Differenz der (Aktien-)Marktrendite und des risikolosen Basiszinses einher (und umgekehrt). Diese Sichtweise wird auch vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) gestützt, das aktuell infolge der Finanzkrise eine deutliche Anhebung der Marktrisikoprämie im Kontext der Kapitalkostenermittlung empfiehlt. Im Ergebnis ist damit mittel- und langfristig auch bei schwankenden Einzelkomponenten von einer relativ stabilen Renditeanforderung der Eigenkapitalgeber auszugehen. Die derzeitige Methode der BNetzA kann diese Wechselbeziehung (sog. inverse Korrelation) aus mehreren Gründen nicht abbilden:
 - Die Referenzzeiträume für den risikolosen Basiszins (10 Jahre) und die Marktrisikoprämie (115 Jahre) fallen zu stark auseinander. Für eine konsistentere Ableitung sollte der Referenzzeitraum für den Basiszins verlängert und so dem der Marktrisikoprämie zumindest angenähert werden.
 - Ein weiteres methodisches Problem besteht darin, dass die BNetzA unterschiedliche Referenzmärkte zur Ableitung des risikolosen Basiszinses (Deutschland) und der Marktrisikoprämie (Weltmarkt) heranzieht. Die bisherige Methodik der BNetzA kann den Anstieg der Marktrisikoprämie in Deutschland, der aus dem besonders starken Absinken des deutschen risikolosen Basiszinses resultiert, daher nicht abbilden. Um der besonderen Zins- und Renditesituation in Deutschland im Rahmen der EK-Zinsermittlung für die 3. Regulierungsperiode Rechnung zu tragen, müssen die Verhältnisse des deutschen Kapitalmarktes bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie entsprechend stärker berücksichtigt werden.

C. Empfehlung

Die bisherige Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes sollte wie folgt angepasst werden:

- **Der Referenzzeitraum für die Durchschnittsermittlung des risikofreien Basiszinses sollte von 10 auf mindestens 20 Jahre** verlängert werden, um hierdurch die Effekte der Finanzkrise und der andauernden Eurokrise zu glätten und somit eine stabilere und weniger volatile Basis für die 3. Regulierungsperiode zu erhalten. Damit wird auch der extrem langen Kapitalbindung in den Strom- und Gasnetzen Rechnung getragen. Die Zeitraumverlängerung betrifft sowohl die Zinssatzermittlung für das betriebsnotwendige Eigenkapital (EK I-Zins) als auch den EK II-Zins. Hierfür sind Anpassungen des Verordnungsgebers in den § 7 Abs. 4 und § 7 Abs. 7 Strom/GasNEV erforderlich.
- **Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie müssen die Verhältnisse des deutschen Kapitalmarktes und des Weltmarktes zu gleichen Teilen berücksichtigt werden.** Sollte die BNetzA auch für die 3. Regulierungsperiode die Marktrisikoprämie weiterhin ausschließlich auf Basis des Weltmarktes bestimmen, droht eine deutliche

Unterschätzung der Eigenkapitalkosten der Strom- und Gasnetzbetreiber, **weil der in Deutschland derzeit erfolgende Rückgang des risikofreien Basiszinses nicht durch einen entsprechenden Anstieg der Marktrisikoprämie nach BNetzA-Methodik kompensiert wird.** Hierfür sind Anpassungen des Verordnungsgebers in den §§ 7 Abs. 5 Strom/GasNEV erforderlich.