

# Die Bedeutung der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung für deutsche Strom- und Gasnetzbetreiber – eine Umfrage

12.6.2020

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler  
Lehrstuhl Finanzmanagement und Banken  
HHL Leipzig Graduate School of Management

## Management Summary

Die Bundesnetzagentur (BNetzA) wird voraussichtlich in 2021 die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung (EK I-Verzinsung) für die Betreiber von Gas- und Stromnetzen zur Bestimmung der Erlösobergrenzen für die 4. Regulierungsperiode (RegP) festlegen. Aufgrund der seit der letzten Festlegung weiter gesunkenen risikolosen Renditen von Bundesanleihen steht die Befürchtung im Raum, die EK I-Verzinsung (im weiteren „EK-Verzinsung“) könnte bei Beibehaltung der von der BNetzA verwendeten Bewertungsmethodik, insb. der Kombination von aktuellem Basiszinssatz und historischen Marktrisikoprämien, deutlich unterhalb des Wertes der aktuellen Regulierungsperiode von 6,91% vor Körperschaftsteuer bzw. 5,64 % nach Steuern für Neuanlagen (Aktivierung ab dem 1. Januar 2006) festgelegt werden.

Um die Einschätzung der Kapitalgeber zu Risiken und Renditeanforderungen im Netzbetrieb und zu möglichen Reaktionen auf eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung zu erfahren, hat der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW) Herrn Prof. Dr. Bernhard Schwetzler vom Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken an der HHL Leipzig Graduate School of Management beauftragt, eine Umfrage unter aktuellen und potenziellen Investoren durchzuführen.<sup>1</sup> Die Umfrage wurde vom 18.11.2019 bis zum 31.01.2020 als Online-Befragung durchgeführt.

An dieser Studie haben 204 aktuelle und potenzielle Investoren in Betreiber von Gas- und Stromnetzen teilgenommen. Folgende zentrale Ergebnisse wurden abgeleitet:

- Die Umfrage unter investierten und potenziellen Kapitalgebern in die deutschen Energienetze zeigt, dass bereits der aktuell geltende Eigenkapital-Zinssatz (EK-Zinssatz) mehrheitlich als unzureichend angesehen wird und ein künftiger EK-Zinssatz im Durchschnitt über alle Befragten nicht wesentlich unterhalb von 7 % vor Körperschaftsteuer bzw. 6 % nach Steuern liegen darf. Dabei zeigte sich, dass die Art des Investors - Kommune, industrieller Eigentümer und Finanzinvestoren - nur zu geringen Unterschieden führt. Nur acht von 204 Teilnehmern (3,9%) haben Renditeanforderungen angegeben, die unter 5% vor Körperschaftsteuer bzw. unter 4 % nach Steuern liegen.
- Die große Mehrheit der Teilnehmer erwartet zugleich zunehmende Investitionen in die Netze durch die Energiewende (> 90%), aber auch zunehmende Risiken für Investoren (87%). Dabei wurden neben den operativen Geschäftsrisiken und politische Risiken aus der Energiewende ebenfalls häufig Risiken aus dem regulatorischen Bereich thematisiert. Die Bedeutung dieser regulatorischen Risiken läßt sich aus den zahlreichen gerichtlichen Klagen gegen die Festlegung der Bundesnetzagentur zu EK-Zinssätzen und Produktivitätsfaktoren für die dritte Regulierungsperiode durch die Netzbetreiber ablesen. Auch Veränderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen durch wiederholte gesetzliche Anpassungen mit erheblichen Auswirkungen auf die Rendite von Netzinvestitionen werden in den Antworten der Teilnehmer thematisiert.
- Eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung durch die BNetzA wird nach Meinung der ganz überwiegenden Mehrheit der Teilnehmer negative (>90%)<sup>2</sup> oder sogar sehr negative (52%) Auswirkungen haben. Als wichtigste Konsequenz und Reaktion auf eine weitere Absenkung wurde mit deutlichem Abstand die Reduktion von künftigen Investitionen angegeben. Wegen der Priorität des Versorgungsauftrages der Netzbetreiber würde nach Aussagen von

---

<sup>1</sup> Regulierer in anderen Ländern stützen sich z.T. ebenfalls auf die Ergebnisse von Umfragen bei der Ermittlung von kalkulatorischen Kapitalkosten. So wurde in Schweden die verwendete Marktrisikoprämie bei der Festlegung über Umfragen unter Investoren ermittelt. Vgl. Energimarknadsinspektionen (2019): Kalkylränta för elnätsföretag för tillsynsperioden 2020-2023 – Bilaga 7.

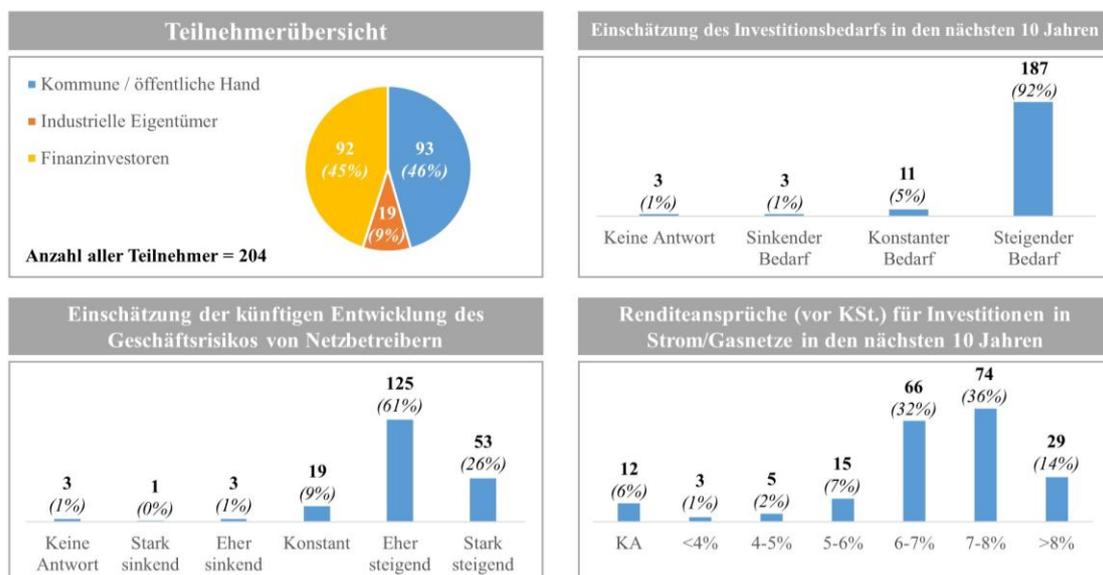
<sup>2</sup> Als Summe über die beiden Antworten „eher negative Auswirkungen“ und „sehr negative Auswirkungen“.

Teilnehmern vor allem der Netzausbau von einer Verlangsamung und Verringerung der Investitionstätigkeit betroffen. Dadurch könnte der für die Energiewende erforderliche Netzausbau deutlich in Verzug geraten. Als weitere mögliche Konsequenz wurde eine notwendige verstärkte Finanzierung von Investitionen mit Fremdkapital und damit verbundene perspektivische Probleme durch die Verschlechterung des Ratings, höhere Kreditkosten und steigende Ausfallrisiken thematisiert.

- Zur Validierung der Umfrageergebnisse wurden die Antworten von 15 noch nicht investierten Kapitalgebern aus der Stichprobe gesondert analysiert. Da diese Teilnehmer noch keine in bereits getätigten Netzinvestitionen gebundenen Interessen aufweisen, sind hier interessengeleitete Antworten auf die gestellten Fragen eher unwahrscheinlich. Die Antworten dieser Teilnehmer zeigten ein ähnliches Bild wie diejenigen der anderen Teilnehmer. Eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung wurde mehrheitlich negativ beurteilt; als wahrscheinlichste Reaktion auf eine Absenkung wurde ebenfalls die Verringerung von Investitionen angeführt. Die zur Abdeckung der Risiken erforderliche EK-Verzinsung war hier im Durchschnitt mit 6,6% vor Körperschaftsteuer bzw. 5,4 % nach Steuern nur leicht niedriger als diejenige der bereits investierten Kapitalgeber. Hier gab nur ein Teilnehmer eine Renditeforderung von unter 5% vor Körperschaftsteuer bzw. unter 4 % nach Steuern an.

Die folgende graphische Darstellung gibt einen Überblick über die Zusammensetzung der Stichprobe und die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage:

## Kurzzusammenfassung der Umfrageergebnisse



Aus den Ergebnissen dieser Umfrage lassen sich die folgenden Schlüsse ziehen:

1. Nach der ganz überwiegenden Einschätzung der Teilnehmer werden die Risiken für die Netzbetreiber und damit auch für deren Eigentümer bzw. Investoren in den kommenden Jahren deutlich zunehmen.

2. Die Festlegung der EK-Verzinsung durch die BNetzA sollte diese Einschätzung der Investoren reflektieren und berücksichtigen. Das gilt insbesondere für die Verwendung von aktuellen Schätzungen für die gestiegene Marktrisikoprämie in der Bewertungsgleichung.
3. Bei nicht ausreichender Berücksichtigung der Risiken besteht die Gefahr, dass durch die Vorgabe von zu niedrigen EK-Zinssätzen die finanzielle Attraktivität von Netzinvestitionen zurückfällt. Dies wäre vor dem Hintergrund des künftig steigenden Investitionsbedarfes in die Netze kontraproduktiv.

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	5
1. Einführung.....	6
1.1. Die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung für Netzbetreiber in Deutschland.....	6
1.2. Die aktuelle Entwicklung der Kapitalmarkttrenditen in Deutschland.....	7
2. Die Investorenumfrage .....	9
2.1. Motivation.....	9
2.2. Durchführung .....	10
3. Die Ergebnisse der Investorenumfrage.....	11
3.1. Die Stichprobe.....	11
3.2. Ergebnisse für alle Investoren.....	13
3.2.1. Die Einschätzung des künftigen Investitionsbedarfes .....	13
3.2.2. Kriterien und Zielvorgaben für Investitionsentscheidungen .....	14
3.2.3. Die regulatorische EK-Verzinsung – Bedeutung für Investitionsentscheidungen.....	18
3.2.4. Die regulatorische EK-Verzinsung – Folgen einer möglichen Absenkung.....	21
3.2.5. Die regulatorische EK-Verzinsung – Mindestanforderung der Investoren .....	30
3.3. Investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber – ein Vergleich.....	32
3.3.1. Einschätzung des Investitionsbedarfes: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber .....	32
3.3.2. Kriterien und Zielvorgaben für Investitionsentscheidungen: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber .....	34
3.3.3. Die regulatorische EK-Verzinsung – Bedeutung für Investitionsentscheidungen: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber .....	36
3.3.4. Die regulatorische EK-Verzinsung – Folgen einer möglichen Absenkung: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber .....	38
3.3.5. Mindestanforderung der Investoren: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber .....	45
3.3.6. Kernaussagen zum Abgleich investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber.....	46
4. Anhang: Vollständiger Fragebogen im Wortlaut .....	47

## 1. Einführung

### 1.1. Die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung für Netzbetreiber in Deutschland

Die Bundesnetzagentur (BNetzA) legt als Regulierungsbehörde für die Betreiber von Gas- und Stromnetzen zur Bestimmung der Erlösobergrenzen eine kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung (EK-Verzinsung) fest. Diese Festlegung erfolgt in der Regel zwei Jahre vor Beginn der eigentlichen Regulierungsperiode. Für die aktuell laufende 3. Regulierungsperiode (RegP) wurde die EK-Verzinsung am 5.10.2016 festgelegt. Für die nächste, 4. Regulierungsperiode (Beginn 2023 für Gas, 2024 für Strom) wird mit einer Festlegung im Jahr 2021 gerechnet.

Die Ermittlung der EK-Verzinsung erfolgt auf der Basis kapitalmarkttheoretischer Konzepte. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) erlaubt die Ermittlung einer Gleichgewichts-Wertpapierrendite als erwartete Verzinsung des investierten Eigenkapitals. Diese besteht aus zwei Komponenten:

- Einem risikolosen Basiszinssatz  $r_f$ .
- Einem Risikozuschlag bestehend aus der für alle Wertpapiere identischen Marktrisikoprämie (MRP) und dem individuellen Risikofaktor des betreffenden Wertpapiers, dem sog. Betafaktor. Dabei ist MRP die erwartete Überrendite eines breiten, voll diversifizierten Marktportefeuilles über dem risikolosen Zinssatz. Der Betafaktor bemisst sich nach der Kovariabilität der Rendite des betreffenden Wertpapiers und der Rendite dieses Marktportefeuilles.

Die grundlegende Annahme des CAPM lautet, dass die Streuung des Anlagebetrages auf verschiedene Wertpapiere die Möglichkeit bietet, kostenlos Risiko (i. S. von Streuung der erzielbaren Renditen) zu reduzieren. Rational handelnde, risikoaverse Investoren machen von dieser Möglichkeit in größtmöglichem Umfang Gebrauch und halten im Gleichgewicht identische Wertpapierportefeuilles, die alle verfügbaren Wertpapiere beinhalten. Aus diesem Grund ist für ein einzelnes Wertpapier nicht dessen isoliertes Risiko i. S. der Streuung der erzielbaren Rendite, sondern sein Risikobeitrag zum Gesamtportefeuille über die Kovarianz seiner Rendite mit derjenigen des Marktportefeuilles relevant.

Für die praktische Anwendung ist das CAPM als theoretisches Modell mit entsprechenden Schätzungen für seine Komponenten

- den risikolosen Zinssatz (Basiszinssatz)
- die Rendite des Marktportefeuilles und die daraus resultierende Marktrisikoprämie
- den Betafaktor

zu befüllen. Für die laufende 3. Regulierungsperiode hat die BNetzA hierfür die folgenden Größen verwendet:

- Für den risikolosen Basiszinssatz  $r_f$  den Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten über die letzten zehn Kalenderjahre. Der resultierende Schätzwert für  $r_f$  ist für die 3. Regulierungsperiode 2,49%.
- Der allgemeine „Zuschlag zur Abdeckung netzspezifischer unternehmerischer Wagnisse“ wurde in Anlehnung an das CAPM aus den zwei o. a. Komponenten ermittelt:
  - Marktrisikoprämie: Basierend auf dem Modell von Dimson/Marsh/Staunton wurde für ein internationales, weltweites Portefeuille eine Marktrisikoprämie von 3,8% angesetzt.

- Betafaktor: Über eine Peer Group von internationalen börsennotierten Netzbetreibern wurde ein Betafaktor geschätzt; dabei wurde eine Fremdkapitalquote von 60% angenommen. Der geschätzte Betafaktor beträgt 0,83.

Daraus errechnete die BNetzA einen Wert für die EK-Verzinsung nach Steuern für Neuanlagen in Höhe von

$$r_{EK,S} = r_f + MRP \cdot \beta = 2,49\% + 3,8\% \cdot 0,83 = 5,64\%$$

Unter Berücksichtigung der Körperschaftsteuer ergibt sich dadurch eine EK-Verzinsung von Neuanlagen vor Steuern in Höhe von

$$r_{EK} = 5,64\% \cdot 1,225 = 6,91\%$$

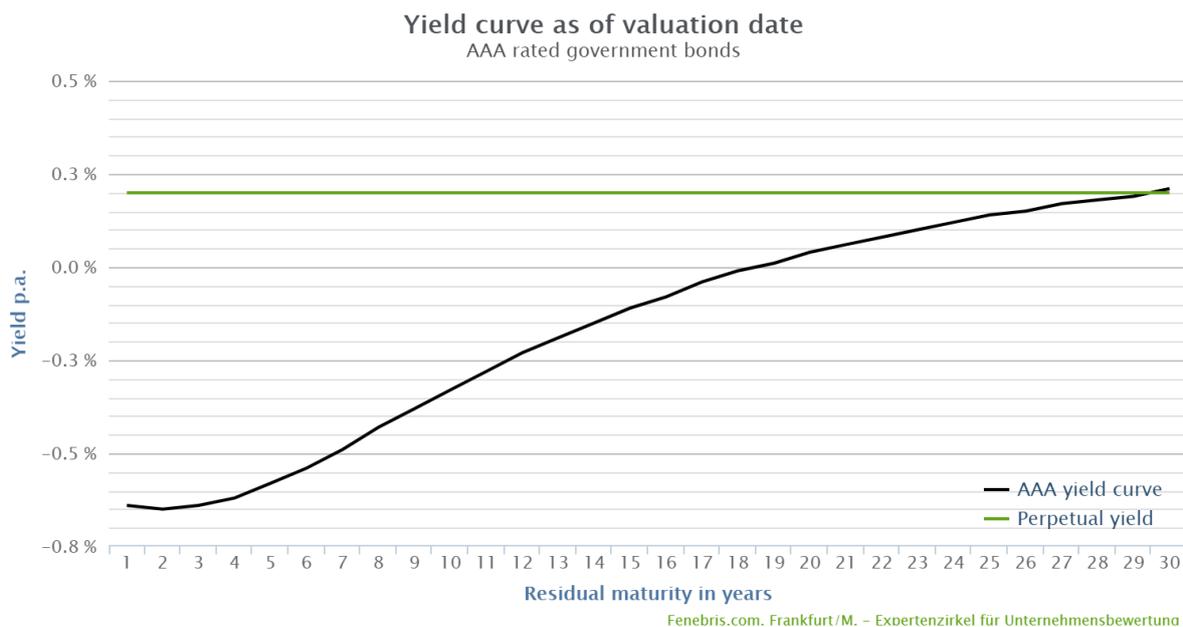
Die Höhe des von der BNetzA vorgegebenen kalkulatorischen Eigenkapital-Zinssatzes (EK-Zinssatz) ist nicht ohne Kritik geblieben. Zahlreiche Netzbetreiber argumentierten, dass dieser Zinssatz keine die Risiken des Netzbetriebes ausreichend kompensierende Rendite des eingesetzten Kapitals darstelle. Der EK-Zinssatz war daher Gegenstand von kontroversen Diskussionen und gerichtlichen Auseinandersetzungen. Das Oberlandesgericht Düsseldorf (OLG) übte in seinem Beschluss methodische Kritik an der Zinsermittlung durch die BNetzA<sup>3</sup>. Der Bundesgerichtshof (BGH) hat schließlich mit Urteil v. 9.7.2019 die Vorgehensweise der Netzagentur bei der Ermittlung der EK-Verzinsung als grundsätzlich zulässig beurteilt.<sup>4</sup>

## 1.2. Die aktuelle Entwicklung der Kapitalmarktrenditen in Deutschland

Die aktuelle Entwicklung der Kapitalmarktrenditen in Deutschland ist von einer weiterhin anhaltenden Niedrigzinsphase gekennzeichnet. Die Renditen von risikolosen Bundesanleihen sind gegenüber dem Festlegungszeitpunkt der 3. RegP noch weiter abgesunken und befinden sich über weite Teile des Laufzeitspektrums im negativen Bereich. Die folgende Graphik zeigt die mit Hilfe der sog. Svensson-Methode geschätzte Zinsstruktur für risikolose deutsche Staatsanleihen zum 28.2.2020:

<sup>3</sup> Oberlandesgericht Düsseldorf (2018): Beschluss im Verfahren VI-3 Kart 319/16 vom 22. März 2018.

<sup>4</sup> Vgl. Urteil v. 9.7.2019 EnVR 52/18.. Diese Auffassung wurde nochmals bestätigt durch das BGH Urteil v. 3.3.2020 EnVR 56/18.



Quelle: basiszinskurve.de, abgerufen am 1.3.2020

Man erkennt, dass für Laufzeiten unter 18 Jahren die Rendite der Bundesanleihen durchweg negativ ist. Für die Ermittlung der EK-Verzinsung ist ein einheitlicher, laufzeitunabhängiger risikoloser Zinssatz erforderlich. Der Fachausschuss Unternehmensbewertung des IDW (FAUB) lässt für Zwecke der Unternehmensbewertung vereinfachend die Anwendung eines einheitlichen risikolosen Basiszinssatzes zu. Dieser wird durch die Umrechnung der laufzeitabhängigen Zinssätze aus der Zinsstruktur abgeleitet. Der sog. Basiszinssatz betrug zum 1.4.2020 0,1%.<sup>5</sup>

Bezüglich der aktuellen Höhe der geschätzten Marktrisikoprämie wird derzeit intensiv diskutiert, wie sich der weitere Rückgang der risikolosen Verzinsung auf die Höhe der Marktrisikoprämie auswirkt. Hier stehen sich die beiden folgenden Auffassungen gegenüber:

- Die Rendite des Marktportefeuilles  $r_M$  ist konstant. Das bedeutet, dass der Rückgang des risikolosen Marktzinssatzes kompensiert wird durch einen exakt gleich hohen Anstieg der Marktrisikoprämie MRP.<sup>6</sup>
- Die Marktrisikoprämie selbst ist konstant. In diesem Fall führt der Rückgang des risikolosen Basiszinssatzes zu einer gleich hohen Reduktion der Marktrendite  $r_M$ . Es kommt nicht zu einer teilweisen Kompensation des Zinsrückganges durch die Veränderung der MRP.

Die ganz überwiegende Mehrheit der empirischen Studien zur Marktrisikoprämie stützt die erstgenannte Hypothese:

<sup>5</sup> Vgl. Crowe/Kleeberg Advisory Basiszinssätze Unternehmensbewertungen, abgerufen am 8.4.2020 von [https://www.kleeberg.de/fileadmin/download/uBew/Kleeberg\\_Basiszinssatze.pdf](https://www.kleeberg.de/fileadmin/download/uBew/Kleeberg_Basiszinssatze.pdf). Als Reaktion auf den Rückgang des Basiszinssatzes hat der FAUB seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie auf 6% - 8% angehoben.

<sup>6</sup> Für Unternehmen mit einem Betafaktor kleiner Eins führt diese Anpassung immer noch zu einem Rückgang der Eigenkapitalkosten. Dies ist für den von der BNetzA angenommenen Betafaktor von 0,83 der Fall.

- Die Europäische Zentralbank (EZB) schätzt die Marktrisikoprämie für den europäischen Aktienmarkt auf 7% - 8% ein.<sup>7</sup>
- Die Deutsche Bundesbank ermittelt für den Euroraum im Mai 2019 ebenfalls eine Marktrisikoprämie von ca. 8%.<sup>8</sup>
- In einer aktuellen Studie wird für die zweite Jahreshälfte 2019 eine künftige erwartete Rendite für deutsche Aktien in Höhe von 8,3% geschätzt. Verbunden mit einem risikolosen Basiszinssatz von 0,2% ergibt sich eine geschätzte Marktrisikoprämie von 8,1%.<sup>9</sup>

Der Fachausschuss Unternehmensbewertung des IDW (FAUB) hat sich unter Berücksichtigung dieser Ergebnisse ebenfalls der erstgenannten Auffassung angeschlossen und seine Empfehlung für die anzuwendende Bandbreite der Marktrisikoprämie im CAPM am 9.10.2019 von 5% - 7% um einen Prozentpunkt auf 6% - 8% erhöht.<sup>10</sup>

## 2. Die Investorenfrage

### 2.1. Motivation

Vor dem Hintergrund der aktuellen Zinsentwicklung auf den Kapitalmärkten bestehen bei den Betreibern von Gas- und Stromnetzen in Deutschland große Besorgnisse, dass die EK-Verzinsung unter Beibehaltung der vom BGH bestätigten Vorgehensweise für die nächste Regulierungsperiode eine noch weitere Absenkung erfährt und für Neuanlagen vor Steuern auf ein Niveau von unter 5% absinken könnte. Unterstellt man eine dem Vorgehen der BNetzA entsprechend ermittelte aktuelle durchschnittliche Umlaufrendite von ca. 0,7%, dann errechnet sich unter Beibehaltung der übrigen Schätzgrößen (MRP = 3,8%; Beta = 0,83; Steuerfaktor 1,225) ein EK-Zinssatz für Neuanlagen in Höhe von

$$r_{EK} = (0,7\% + 3,8\% \cdot 0,83) \cdot 1,225 = 4,72\%$$

Würde ein EK-Zinssatz in dieser Höhe von der BNetzA für die Bestimmung der Netzentgelte festgelegt, so wäre zu befürchten, dass die Erzielung einer risikogerechten Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital unmöglich gemacht wird und dass die Netzinvestitionen nicht in benötigtem Umfang durchgeführt werden können.

Um die Besorgnisse der Netzbetreiber zu validieren, hat mich der BDEW beauftragt, eine Umfrage unter aktuellen und potenziellen künftigen Investoren zum Thema EK-Verzinsung im regulierten Energienetzbetrieb durchzuführen. Die Erhebung möchte folgende Fragen beantworten:

- Wie ist die Einschätzung von Investoren bezüglich des künftigen Investitionsbedarfes in regulierte Energienetze?
- Wie ist die Einschätzung von Investoren bezüglich der künftigen Risiken aus dem Betreiben von regulierten Energienetzen?
- Was sind mögliche Konsequenzen und Reaktionen der Betreiber auf eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung durch die BNetzA für die nächste Regulierungsperiode?
- Welche EK-Verzinsung ist für bereits investierte Kapitalgeber mindestens erforderlich, um eine den Risiken angemessene Rendite zu erzielen?

<sup>7</sup> ECB Economic Bulletin 4/2018, S. 92. „In fact, since the start of the financial crisis increases in the ERP have largely offset the fall in the yield of the risk free assets.“ Ebd. S. 79

<sup>8</sup> Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Mai 2019, S. 44.

<sup>9</sup> Value Trust DACH Capital Market Study Dec. 31.2019, S.18, 19.

<sup>10</sup> Neue Kapitalkostenempfehlung des IDW v. 25.10.2019, abgerufen von <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158> am 8.4.2020.

- Welche EK-Verzinsung ist mindestens erforderlich, um noch nicht investierte Kapitalgeber zu Investitionen in die Versorgungsnetze zu bewegen?

Die letzte Fragestellung ist v.a. vor dem Hintergrund der sog. Energiewende von außerordentlicher Bedeutung; hier werden in den kommenden Jahren ganz erhebliche Investitionen in den Ausbau von Strom- und Gasnetzen erforderlich sein. Das wird m. E. auch die Gewinnung von neuen, bisher noch nicht engagierten Kapitalgebern für Investitionen notwendig machen. Dies wird jedoch nur dann gelingen, wenn die Investitionen in die Netze Aussicht auf auskömmliche, dem Risiko des Netzbetriebes angemessene Renditen haben.

## 2.2. Durchführung

Die Studie wurde als Online-Umfrage durchgeführt; die Teilnehmer konnten die Fragen am eigenen Computer beantworten. Die Teilnehmer konnten auf Wunsch ihre Identität offenlegen; 53 Teilnehmer machten davon Gebrauch.

Die Fragen hatten meistens kategorisierte Antwortmöglichkeiten, die von den Teilnehmern angeklickt werden konnten; hierzu zählt bspw. die Frage nach der Einteilung in verschiedene Investorengruppen. Daneben gab es Fragen, in denen die Teilnehmer ihre persönliche Einschätzung zu bestimmten Sachverhalten angeben mussten; z. B. wurde nach der Einschätzung des künftigen Risikos des Geschäftsmodells der Netzbetreiber gefragt. Für diese Fragen wurden ebenfalls verschiedene Kategorien (z. B. „stark ansteigend“ bis „stark abnehmend“) vorgegeben, um diese Einschätzung abzubilden. Für die statistische Auswertung wurden diesen Antworten dann Zahlen auf einer Skala (z. B. von 5 „stark ansteigend“ bis 1 „stark abnehmend“) zugewiesen.

Neben den kategorisierten Antworten wurde den Teilnehmern bei einigen Fragen zusätzlich die Möglichkeit gegeben, weitergehende Anmerkungen frei zu formulieren. In Frage 10 des Fragebogens („*Welche grundsätzlichen Risiken bestehen aus Ihrer Sicht zukünftig, d. h. ab der 4. Regulierungsperiode für Investitionen in Strom- und Gasnetze?*“) waren nur freie Antworten möglich. Für die Auswertung dieser Antworten haben wir die Kategorisierung selbst vorgenommen.

Der Vorwurf einer interessengeleiteten Beantwortung der Fragen in dieser Studie ist zumindest denkbar. Aus diesem Grund wird in einem eigenen Abschnitt der Auswertung zwischen den investierten und den nicht investierten Teilnehmern der Studie differenziert. Da die letztere Gruppe (noch) nicht an die bereits getätigten Investitionen gebunden ist, ist der mögliche Verdacht einer interessengeleiteten Beantwortung der Fragen dort nicht stichhaltig (vgl. Abschnitt 3.3.).

Darüber hinaus bietet der Fragebogen einige Möglichkeiten, die logische Konsistenz der abgegebenen Antworten zu überprüfen. Von besonderer Bedeutung ist hier der Vergleich der Antwort auf Frage 11 („*Schätzen Sie den aktuellen EK-Zinssatz von 6,91% als ausreichend ein?*“) mit derjenigen auf Frage 15 („*Welchen Renditeanspruch haben Sie für eine Investition in den nächsten 10 Jahren?*“). Für den Fall einer Einschätzung der aktuellen Verzinsung von 6,91% als „nicht ausreichend“ muss die Renditeforderung in Frage 15 höher als 6,91% sein (und umgekehrt). In der folgenden Auswertung der Antworten wird auf die unterschiedlichen Konsistenz-Checks bei den entsprechenden Fragen eingegangen und deren Ergebnisse inkl. der ggf. durchgeführten Anpassungen erläutert.

### 3. Die Ergebnisse der Investorenumfrage

#### 3.1. Die Stichprobe

Insgesamt haben an der Umfrage 204 Unternehmen/Investoren teilgenommen. Diese Anzahl ist m. E. ausreichend hoch, um repräsentative Rückschlüsse auf die Gesamtheit von Unternehmen/Investoren im Netzbereich ziehen zu können.

Gemäß § 2 EnWG i. V. m. mit § 1 EnWG sind alle Energieversorgungsunternehmen verpflichtet, eine „möglichst sichere, preisgünstige, verbraucherfreundliche, effiziente und umweltverträgliche leitungsgebundene Versorgung der Allgemeinheit mit Elektrizität und Gas, die zunehmend auf erneuerbaren Energien beruht“, sicherzustellen. Die Netzbetreiber selbst sind somit angehalten, neben ihren finanziellen Zielen auch die politischen Vorgaben des EnWG entsprechend zu berücksichtigen. Für industrielle Investoren und Finanzinvestoren ist jedoch davon auszugehen, dass sie finanzielle Zielsetzungen, wie die Erzielung einer bestimmten Rendite, höher gewichten als kommunale Investoren. Es bietet sich daher an, im Zuge der Auswertung der Antworten neben der gesamten Stichprobe auch diese 3 Gruppen getrennt zu betrachten.

Tabelle 1 zeigt die Verteilung der 204 Teilnehmer über die verschiedenen Kategorien:<sup>11</sup>

Antworten auf Frage 1 („In welchem Unternehmen / welcher Körperschaft sind Sie tätig?“)		
	# Antworten	%
Kommunen / öffentliche Hand	93	46%
Industrielle Eigentümer	19	9%
Private Equity Fonds	2	1%
Pensionskasse / -fonds	14	7%
Infrastrukturfonds	13	6%
Andere Finanzinvestoren	39	19%
Öffentliche Beteiligungsgesellschaften (ÖBGs)	24	12%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>

Tabelle 1: Teilnehmer an der Studie nach Investorengruppen

Mit 46% der Teilnehmer stellen die Kommunen bzw. die öffentliche Hand als Investor den größten Block der Investoren. Die zweitwichtigste Investorengruppe stellen als gemeinsamer Block alle Finanzinvestoren dar: Aus dieser Gruppe kommen insgesamt 92 (45%) der Teilnehmer. In dieser Gruppe befinden sich Private Equity Fonds (2), Pensionskassen/-fonds (14), Infrastrukturfonds (13), andere Finanzinvestoren (39)<sup>12</sup> und öffentliche Beteiligungsgesellschaften (24). Bei der tiefgehenden Analyse ist es vor allem sinnvoll, die Gruppe der öffentlichen Beteiligungsgesellschaften (ÖBG) gesondert zu analysieren. Hierbei handelt es sich im Regelfall um einen Zusammenschluss verschiedener Kommunen zu einer gemeinsamen Betreibergesellschaft für die Versorgungsnetze. Die ÖBG nehmen somit eine Stellung zwischen den kommunalen Eignern einerseits und den Finanzinvestoren andererseits ein. Schließlich ist die Gruppe der industriellen Investoren mit 19 Teilnehmern (9%) eine weitere homogene Gruppe der Teilnehmer.

Insgesamt 15 Teilnehmer der Studie haben angegeben, derzeit (noch) nicht im Netzbereich investiert zu sein. Davon sind zwei aus der Gruppe der kommunalen Eigentümer und 13 aus der Gruppe der Finanzinvestoren. Die Antworten dieser Gruppe sind aus mehreren Gründen von besonderem

<sup>11</sup> Die Prozentangaben sind gerundet.

<sup>12</sup> Ein Teilnehmer der Umfrage ist eine international tätige strategische Beratungsgesellschaft mit Klienten im Bereich der Netzinvestoren. Aufgrund der fachlichen Expertise haben wir den Teilnehmer trotz des fehlenden eigenen finanziellen Engagements in der Stichprobe belassen. Er hat sich selbst der Gruppe „andere Finanzinvestoren“ zugeordnet.

Interesse für diese Studie: Diese Investoren haben ihre Investitionsentscheidung noch nicht getroffen und weisen daher eine andere Interessenlage auf als bereits investierte Gruppen. Da die Kapitalbindung in Netzinvestitionen extrem lang ist, sind Investoren an bereits getroffene Entscheidungen ökonomisch sehr langfristig gebunden. Eine Revision der Investitionsentscheidung über einen Ausstieg aus dem Investment ist im Regelfall sehr langwierig und teuer. Investoren, die bereits investiert sind, könnten sich deshalb dem Vorwurf ausgesetzt sehen, die Fragen dieser Studie interessengeleitet zu beantworten: Es ist zumindest denkbar, dass das Bestreben, bereits getätigte Investitionen in regulierte Netze zu „schützen“, Einfluss auf die Beantwortung einiger Fragen aus dieser Studie hat. Auf der anderen Seite liegt eine solche Interessenlage bei noch nicht investierten Gruppen nicht vor, da sie noch nicht an bereits getätigte Investitionen gebunden sind. Diese Investorengruppe kann vollkommen frei über künftige Investitionen entscheiden und ist deshalb ein Gradmesser für die Glaubwürdigkeit der Antworten aller Investoren. Wir werden deshalb im Zuge der Auswertung der Studie in einer eigenen Sektion die Antworten der nicht investierten Gruppe mit denen der bereits investierten Gruppe vergleichen.

Die Tabellen 2 und 3 zeigen die Verteilung über die beiden angesprochenen Kategorien:

<b>Antworten auf Frage 2 („Investiert Ihr Unternehmen / ein von Ihnen beaufsichtigtes Unternehmen heute bereits in Strom-/Gasnetze?“)</b>		
	# Antworten	%
Nein	15	7%
Ja	189	93%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>

Tabelle 2: Teilnehmer nach Status „investiert/nicht investiert“

<b>Antworten auf Frage 2 („Investiert Ihr Unternehmen / ein von Ihnen beaufsichtigtes Unternehmen heute bereits in Strom-/Gasnetze?“) nach Investorengruppen</b>				
	<b>Kommunen / öffentliche Hand</b>		<b>Industrielle Eigentümer</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Nein	2	2%	0	0%
Ja	91	98%	19	100%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>

	<b>ÖBGs</b>		<b>Finanzinvest. exkl. ÖBGs</b>		<b>Finanzinvest. total</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Nein	0	0%	13	19%	13	14%
Ja	24	100%	55	81%	79	86%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>

Tabelle 3: Teilnehmer nach Status „investiert/nicht investiert“ über Investorengruppen

## 3.2. Ergebnisse für alle Investoren

### 3.2.1. Die Einschätzung des künftigen Investitionsbedarfes

Die Frage 3 der Studie („Was ist Ihre Einschätzung hinsichtlich des Bedarfs an Investitionen in Strom-/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) zielt auf die Einschätzung der Investoren hinsichtlich des Investitionsbedarfes in die Energienetze. Die Bundesregierung und die Regulierungsbehörde erwarten auch vor dem Hintergrund der Energiewende im Zuge der angestrebten Ausweitung der dezentralen, CO<sub>2</sub>-neutralen Energieerzeugung einen zunehmenden Bedarf an Investitionen in die Energieverteilungsnetze. Die Antworten auf die Frage 3 („Was ist Ihre Einschätzung hinsichtlich des Bedarfs an Investitionen in Strom-/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) zeigt die folgende Tabelle 4 über alle Investoren:<sup>13</sup>

Antworten auf Frage 3 („Was ist Ihre Einschätzung hinsichtlich des Bedarfs an Investitionen in Strom-/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“)		
	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	3	1%
1 Stark sinkender Bedarf	1	0%
2 Eher sinkender Bedarf	2	1%
3 Konstanter Bedarf	11	5%
4 Eher steigender Bedarf	97	48%
5 Stark steigender Bedarf	90	44%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,4 / 5,0</b>	

Tabelle 4: Einschätzung der Entwicklung des künftigen Investitionsbedarfs

Mit mehr als 90% der Teilnehmer rechnet die ganz überwiegende Mehrheit mit einem steigenden oder stark steigenden Bedarf an Investitionen in die Netze. Die folgende Tabelle 5 zeigt, dass diese Einschätzung quer über alle Investorengruppen geteilt wird:

<sup>13</sup> Für die Ermittlung eines Durchschnittswertes der geäußerten Einschätzung wurde durchgehend eine Skala von 1 „stark sinkender Bedarf“ bis 5 „stark steigender Bedarf“ verwendet. Die Kategorie „keine Antwort möglich“ wurde bei der Berechnung nicht berücksichtigt.

**Antworten auf Frage 3 („Was ist Ihre Einschätzung hinsichtlich des Bedarfs an Investitionen in Strom-/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) nach Investorengruppen**

	Kommunen / öffentliche Hand		Industrielle Eigentümer	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	2	2%	0	0%
1 Stark sinkender Bedarf	0	0%	0	0%
2 Eher sinkender Bedarf	1	1%	0	0%
3 Konstanter Bedarf	5	5%	3	16%
4 Eher steigender Bedarf	56	60%	5	26%
5 Stark steigender Bedarf	29	31%	11	58%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,2 / 5,0</b>		<b>4,4 / 5,0</b>	

	ÖBGs		Finanzinvest. exkl. ÖBGs		Finanzinvest. total	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	1	1%	1	1%
1 Stark sinkender Bedarf	1	4%	0	0%	1	1%
2 Eher sinkender Bedarf	1	4%	0	0%	1	1%
3 Konstanter Bedarf	1	4%	2	3%	3	3%
4 Eher steigender Bedarf	11	46%	25	37%	36	39%
5 Stark steigender Bedarf	10	42%	40	59%	50	54%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,2 / 5,0</b>		<b>4,6 / 5,0</b>		<b>4,5 / 5,0</b>	

Tabelle 5: Einschätzung der Entwicklung des künftigen Investitionsbedarfs nach Investorengruppen

Die nachfolgenden Fragen 4 bis 7 der Studie zielen auf die Bedeutung von unterschiedlichen Zielvorgaben auf die bereits getroffene bzw. noch zu treffende Investitionsentscheidung und die Rolle der EK-Verzinsung in der Festlegung der Netzentgelte für diese Entscheidung ab.

### 3.2.2. Kriterien und Zielvorgaben für Investitionsentscheidungen

Frage 4 lautet: „Gibt es Zielvorgaben für Ihre Investitionsentscheidungen in Strom- und Gasnetze?“ Die Übersicht in Tabelle 6 zeigt, dass die ganz überwiegende Mehrheit der Teilnehmer (> 80%) auf der Basis von expliziten Vorgaben entscheidet:

**Antworten auf Frage 4 („Gibt es Zielvorgaben für Ihre Investitionsentscheidungen in Strom- und Gasnetze?“)**

	# Antworten	%
Nein	34	17%
Ja	170	83%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>

Tabelle 6: Vorgabe von Kriterien für Investitionsentscheidungen

Dabei zeigen sich einige Unterschiede über die verschiedenen Investorengruppen:

Antworten auf Frage 4 („Gibt es Zielvorgaben für Ihre Investitionsentscheidungen in Strom- und Gasnetze?“) nach Investorengruppen				
	Kommunen / öffentliche Hand		Industrielle Eigentümer	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Nein	17	18%	2	11%
Ja	76	82%	17	89%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>

	ÖBGs		Finanzinvest. exkl. ÖBGs		Finanzinvest. total	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Nein	3	12%	12	18%	15	16%
Ja	21	88%	56	82%	77	84%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>

Tabelle 7: Vorgabe von Kriterien für Investitionsentscheidungen nach Investorengruppen

Bei den kommunalen/öffentlich-rechtlichen Eignern ist der Anteil an Antworten ohne explizite Vorgaben leicht höher (18%) als bei industriellen Eigentümern und ÖBGs (11% bzw. 12%). Für diesen Unterschied gibt es m. E. historische Ursachen: Viele Kommunen haben schon seit mehr als 70 Jahren eigene Stadtwerke bzw. Anteile am regionalen Energieversorger. Über diesen langen Zeitraum hatte sich in einigen Fällen nie die Frage gestellt, ob das Eigentum an diesen Netzen bzw. dem Energieversorger für die betreffende Kommune ein lohnendes Investment war. Fragen der Versorgungssicherheit standen deutlich im Vordergrund, so dass sich bislang offensichtlich auch noch nicht die Notwendigkeit ergab, getätigte Investitionen und durchzuführende Ersatzinvestitionen einer expliziten Überprüfung anhand eines vorgegebenen Kriteriums oder eines ökonomischen Kalküls zu unterwerfen.

Frage 5 („Wie wichtig sind die folgenden Zielvorgaben für Sie?“) untersucht, wie wichtig bestimmte vorgegebene Kriterien für die Investitionsentscheidungen sind bzw. waren. Dabei werden 4 unterschiedliche Kriterien angeführt, die von den Teilnehmern auf einer Skala von 1 (sehr unwichtig) bis 5 (sehr wichtig) zu bewerten waren. Tabelle 8 zeigt die allgemeinen Ergebnisse:

Antworten auf Frage 5 („Wie wichtig sind die folgenden Zielvorgaben für Sie?“)		Mittelwert
Politische / gesetzliche Vorgaben		3,9
Gewinnvorgaben in absoluten Größen		3,9
Renditevorgaben (z.B. Kapitalkosten oder interner Zinsfuß)		4,3
Vergleich mit Alternativanlagen		3,8

Tabelle 8: Bedeutung von Kriterien für Investitionsentscheidungen

Renditevorgaben haben mit einem Wert von 4,3 (aus 5) die höchste Bedeutung, gefolgt von politischen Vorgaben und absoluten Gewinnvorgaben und einem Vergleich mit Alternativanlagen. Interessant sind hier die unterschiedlichen Wertungen für die verschiedenen Investorengruppen:

**Antworten auf Frage 5 („Wie wichtig sind die folgenden Zielvorgaben für Sie?“) nach Investorengruppen**

	<b>Kommunen / öffentliche Hand</b> Mittelwert	<b>Industrielle Eigentümer</b> Mittelwert
Politische / gesetzliche Vorgaben	4,0	3,6
Gewinnvorgaben in absoluten Größen	4,1	4,0
Renditevorgaben	4,0	4,5
Vergleich mit Alternativenanlagen	3,4	4,2

	<b>ÖBGs</b> Mittelwert	<b>Finanzinvest. exkl. ÖBGs</b> Mittelwert	<b>Finanzinvest. total</b> Mittelwert
Politische / gesetzliche Vorgaben	4,3	3,7	3,9
Gewinnvorgaben in absoluten Größen	3,9	3,8	3,8
Renditevorgaben	3,9	4,7	4,5
Vergleich mit Alternativenanlagen	3,5	4,4	4,1

Tabelle 9: Bedeutung von Kriterien für Investitionsentscheidungen nach Investorengruppen

Hier zeigen sich deutliche Unterschiede: Für **kommunale Eigner** weisen politische Vorgaben eine hohe Bedeutung (4,0 von 5), für die **öffentlichen Beteiligungsgesellschaften** sogar die höchste Bedeutung (4,3 von 5) als Investitionskriterien auf. Das zeigt sich auch bei den zusätzlich abgegebenen freien Kommentaren zu dieser Frage: Bei kommunalen Eignern wurden von 9 zusätzlichen Antworten als Kriterien mit politischem Hintergrund die Antworten „Energiewende/Klimapolitik“ 3 mal, der Erhalt von Arbeitsplätzen 4 mal und die Daseinsvorsorge bzw. die Sicherstellung des kommunalen Einflusses auf die Versorgung 3 mal aufgeführt.<sup>14</sup> Für die öffentlichen Beteiligungsgesellschaften zeigt sich ein ähnliches Bild: Hier wurden von 5 zusätzlichen Angaben ebenfalls politische Kriterien wie die Daseinsvorsorge (1x) und die Energiewende (2x) genannt.<sup>15</sup> Ökonomische Kriterien für die Entscheidung sind wichtig, rangieren aber lediglich daneben (Kommunen) oder knapp dahinter (ÖBGs). Bemerkenswert ist hier ferner, dass die Bedeutung von alternativen Renditen für beide Eignergruppen die relativ niedrigste Bedeutung über alle Kriterien aufweist (3,4 bzw. 3,5 von 5). Das ist bei Kommunen wenig überraschend: Hier konkurriert die Investition in das Strom- und Gasnetz nicht direkt mit anderen Anlagealternativen, weil die kommunalen Eigner das im Netz gebundene Kapital nicht einfach in andere Anlagen umschichten können. Investitionen in Assets, die sich außerhalb des Feldes der „Daseinsvorsorge“ befinden, sind für kommunale Eigentümer nur schwierig zu realisieren. Für die öffentlichen Beteiligungsgesellschaften gilt vor dem Hintergrund eines ähnlich niedrigen Wertes das gleiche Argument: Für die beteiligten Kommunen ist trotz der nur mittelbaren Beteiligung die Konkurrenz zu diesen Netzinvestitionen in Form von alternativen Investments außerhalb des entsprechenden Sektors nur gering ausgeprägt. Alternativ erzielbare Renditen haben daher eine niedrigere Bedeutung.

Im Gegensatz dazu stehen bei **industriellen Eigentümern** finanzielle Entscheidungskriterien im Vordergrund. Hier haben interne Renditevorgaben und vergleichbare alternative Renditen deutlich stärkeres Gewicht (4,5 bzw. 4,2 von 5) als absolute Gewinnvorgaben und politische Vorgaben (4,0 bzw. 3,6 von 5). Da industrielle Eigentümer deutlich geringeren politischen Beschränkungen in ihrer Investitionstätigkeit unterliegen und dadurch ihre finanziellen Mittel freier allozieren können, spielen

<sup>14</sup> Finanzielle Kriterien wie die Erhaltung der Kreditwürdigkeit/der Zugang zu Krediten wurden 5 mal angeführt.

<sup>15</sup> Als weitere ausgeführte Einflussfaktoren wurden der Zugang zu Krediten (1x) und technische Vorgaben (2x) genannt.

hier konkurrierende Investitionsmöglichkeiten und somit auch vergleichbare Alternativrenditen eine deutlich größere Rolle. Die niedrige Bedeutung politischer Vorgaben zeigt sich auch bei den abgegebenen erweiterten Kommentaren (n=2): Hier werden mit Zugang zu Krediten/Höhe der Verschuldung und dem strategischen Fit ausschließlich ökonomisch begründete Kriterien erläutert.

Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der Analyse der Antworten für die Gruppe der **Finanzinvestoren (exkl. ÖBG)**: Auch hier haben finanzielle Kriterien (Renditevorgaben 4,7 und Alternativanlagen 4,4) deutlich höhere Bedeutung als politische Vorgaben und absolute Gewinnvorgaben (3,7 bzw. 3,8). Das zeigt sich auch bei den abgegebenen erweiterten Stellungnahmen (n=7): Hier stehen finanzielle Kenngrößen (Cash Flows 3x) und andere ökonomische Faktoren (Ressourcenallokation 1x, ESG Faktoren 2x) im Vordergrund. Die politischen Kriterien, die genannt werden, haben im Gegensatz zu den kommunalen Eignern und den öff. Beteiligungsgesellschaften wiederum einen direkten ökonomischen, auf die Interessen der Investorenweisenden Hintergrund: Als wichtiges Kriterium für Investitionen wird die Stabilität der regulatorischen Rahmenbedingungen genannt (3x).

Frage 6 („Wie relevant sind die folgenden Eingangsparameter für Ihre Zielvorgaben?“) zielt auf die finanzwirtschaftlichen Vorgaben für die Investitionsentscheidungen und deren Quelle ab. Hier stehen interne Vorgaben, Kennzahlen von Kapitalmärkten, Empfehlungen von Verbänden und Vorgaben von finanzierenden Banken als Auswahl zur Verfügung. Tabelle 10 zeigt die Verteilung der Antworten über alle Teilnehmer:

Antworten auf Frage 6 („Wie relevant sind die folgenden Eingangsparameter für Ihre Zielvorgaben?“)	
	Mittelwert
Interne Vorgaben	4,3
Beobachtbare Kennzahlen am Kapitalmarkt	3,7
Empfehlungen von Verbänden und Wirtschaftsprüfern	3,2
Vorgaben finanzierender Banken	3,6

Tabelle 10: Bedeutung von Kriterien für Investitionsentscheidungen (Detail)

Mit Abstand haben intern entwickelte quantitative Vorgaben (z. B. absolute Beiträge für den Haushalt bei Kommunen, Renditeanforderungen) die größte Bedeutung. Die Analyse der einzelnen Untergruppen von Investoren zeigt wieder ein ähnliches Bild wie die Antworten zu Frage 5:

Antworten auf Frage 6 („Wie relevant sind die folgenden Eingangsparameter für Ihre Zielvorgaben?“) nach Investorengruppen		
	Kommunen / öffentliche Hand Mittelwert	Industrielle Eigentümer Mittelwert
Interne Vorgaben	4,1	4,7
Beobachtbare Kennzahlen am Kapitalmarkt	3,5	4,1
Empfehlungen von Verbänden und Wirtschaftsprüfern	3,5	3,2
Vorgaben finanzierender Banken	3,8	4,1

	ÖBGs Mittelwert	Finanzinvest. exkl. ÖBGs Mittelwert	Finanzinvest. total Mittelwert
Interne Vorgaben	4,1	4,5	4,4
Beobachtbare Kennzahlen am Kapitalmarkt	3,5	4,0	3,9
Empfehlungen von Verbänden und Wirtschaftsprüfern	3,2	2,7	2,9
Vorgaben finanzierender Banken	3,6	3,3	3,4

Tabelle 11: Bedeutung von Kriterien für Investitionsentscheidungen (Detail) nach Investorengruppen

Auch hier haben alternativ erzielbare Renditen auf dem Kapitalmarkt als Vergleichsmaßstab für kommunale Eigner und für öffentliche Beteiligungsgesellschaften (2 x 3,5) eine deutlich niedrigere Bedeutung als für industrielle Eigentümer und die Finanzinvestoren exkl. Öffentliche BG (4,1 bzw. 4,0). Ursache ist wiederum die deutlich größere Freiheit für die beiden letztgenannten Investoren, ihre Mittel auch in anderen Sektoren/Ländern und Assets zu investieren. Die breiteren Außenalternativen schlagen sich daher auch in den verwendeten Kriterien für Investitionsentscheidungen nieder. Das zeigt sich auch in den abgegebenen freien Kommentaren zu dieser Frage: Für Finanzinvestoren (exkl. ÖBG) wird an dieser Stelle einmal explizit auf die Renditeerwartungen der Anteilseigner verwiesen. Interessant ist hier ebenfalls, dass von Kommunen und öffentlichen Beteiligungsgesellschaften dort, wo sie auf anderswo erzielbare Renditen verweisen, als Vergleichsmaßstab lediglich die Renditen von anderen Versorgungsunternehmen herangezogen werden. Dies verdeutlicht nochmals die niedrige Relevanz von Investitionsalternativen außerhalb des Versorgungsbereiches für diese Investorengruppe.

### 3.2.3. Die regulatorische EK-Verzinsung – Bedeutung für Investitionsentscheidungen

Die Fragen 7-15 behandeln die Bedeutung der regulatorischen EK-Verzinsung für die Investitionsentscheidung und mögliche Konsequenzen im Falle einer weiteren Absenkung dieser Größe durch die BNetzA.

Frage 7 lautet: „Welche Bedeutung hat der von der BNetzA festgelegte EK-Zinssatz für Ihre Investitionsentscheidung in Strom-/Gasnetze?“. Tabelle 12 zeigt die Antworten über alle Investorengruppen:

Antworten auf Frage 7 („Welche Bedeutung hat der von der BNetzA festgelegte EK-Zinssatz für Ihre Investitionsentscheidung in Strom-/Gasnetze?“)		
	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	2	1%
1 Sehr niedrige Bedeutung	2	1%
2 Eher niedrige Bedeutung	15	7%
3 Durchschnittliche Bedeutung	47	23%
4 Eher hohe Bedeutung	134	66%
5 Stark hohe Bedeutung	4	2%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>3,6 / 5,0</b>	

Tabelle 12: Bedeutung der kalkulatorischen EK-Verzinsung für die Investitionsentscheidung

Man erkennt, wie wichtig die festgelegte EK-Verzinsung für die Investoren der Energienetzbetreiber ist: Nur 17 von 204 Antworten (8%) lauten „sehr niedrige bzw. niedrige Bedeutung“. Dagegen attestieren 68% der Umfrageteilnehmer (138 von 204) dieser Größe eine hohe oder sehr hohe Bedeutung für ihre Investitionsentscheidung. Tabelle 13 zeigt die Verteilung über die verschiedenen Investorengruppen:

**Antworten auf Frage 7 („Welche Bedeutung hat der von der BNetzA festgelegte EK-Zinssatz für Ihre Investitionsentscheidung in Strom-/Gasnetze?“) nach Investorengruppen**

	Kommunen / öffentliche Hand		Industrielle Eigentümer	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	1	1%	0	0%
1 Sehr niedrige Bedeutung	1	1%	0	0%
2 Eher niedrige Bedeutung	5	5%	2	11%
3 Durchschnittliche Bedeutung	27	29%	1	5%
4 Eher hohe Bedeutung	56	60%	16	84%
5 Stark hohe Bedeutung	3	3%	0	0%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>3,6 / 5,0</b>		<b>3,7 / 5,0</b>	

	ÖBGs		Finanzinvest. exkl. ÖBGs		Finanzinvest. total	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	1	1%	1	1%
1 Sehr niedrige Bedeutung	1	4%	0	0%	1	1%
2 Eher niedrige Bedeutung	2	8%	6	9%	8	9%
3 Durchschnittliche Bedeutung	6	25%	13	19%	19	21%
4 Eher hohe Bedeutung	15	63%	47	69%	62	67%
5 Stark hohe Bedeutung	0	0%	1	1%	1	1%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>3,5 / 5,0</b>		<b>3,6 / 5,0</b>		<b>3,6 / 5,0</b>	

Tabelle 13: Bedeutung der kalkulatorischen EK-Verzinsung für die Investitionsentscheidung nach Investorengruppen

Hier zeigen sich wiederum leichte Unterschiede zwischen den Investorengruppen: Während bei Kommunen und ÖBGs lediglich 63% der Investoren eine hohe bis sehr hohe Bedeutung angeben, sind dies bei industriellen Eigentümern und Finanzinvestoren exkl. ÖBG 84% bzw. 70%. Dieses Ergebnis reflektiert nochmals die unterschiedliche Bedeutung von finanziellen Zielsetzungen zwischen den beiden Gruppen: Während für Kommunen und ÖBGs politische Zielsetzungen eine vergleichbare Gewichtung wie finanzielle Zielsetzungen aufweisen<sup>16</sup>, stehen bei industriellen Investoren und Finanzinvestoren die letzteren über den politischen Zielen.

Die Kapitalbindungsdauer bei Netzinvestitionen ist extrem lang. Sie wird gemäß den Vorgaben der Strom- und Gasnetzentgeltverordnung regelmäßig mit 40 bis 50 Jahren veranschlagt. Dagegen wird unter den aktuellen Regeln die kalkulatorische EK-Verzinsung für die Ermittlung des Ausgangsniveaus bzw. der Erlösobergrenze (als Basis für die Netzentgelte) in regelmäßigen Abständen für eine Dauer von jeweils lediglich 5 Jahren (eine sog. Regulierungsperiode) festgelegt. Vor diesem Hintergrund wird mit Frage 8 („Wie wichtig ist Ihnen (...) die Stabilität der regulatorischen Verzinsungsbedingungen – gemessen an der Höhe des EK-Zinssatzes – über mehrere Regulierungsperioden?“) untersucht, ob die

<sup>16</sup> Die beiden Fälle mit „sehr niedriger Bedeutung“ stammen aus den Investorengruppen „kommunale Eigentümer“ und „öffentliche Beteiligungsgesellschaften“. Beide Teilnehmer antworten auf die nachfolgende Frage 9 nach den möglichen Effekten einer weiteren Absenkung des EK-Zinssatzes mit „keine Auswirkungen“. Andererseits sind beide Teilnehmer in Frage 11 der Ansicht, die aktuelle EK-Verzinsung von 6,91% sei „nicht ausreichend“ und geben ihre eigene Renditeforderung (logisch konsistent) mit höher als 8% an.

dadurch verursachte Fluktuation der EK-Verzinsung von den aktuellen und potenziellen Investoren als problematisch angesehen wird. Tabelle 14 zeigt die Verteilung der Antworten über alle Investoren:

<b>Antworten auf Frage 8 („Wie wichtig ist Ihnen (...) die Stabilität der regulatorischen Verzinsungsbedingungen – gemessen an der Höhe des EK-Zinssatzes – über mehrere Regulierungsperioden?“)</b>		
	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	3	1%
1 Sehr unwichtig	0	0%
2 Eher unwichtig	1	0%
3 Neutral	6	3%
4 Eher wichtig	38	19%
5 Sehr wichtig	156	76%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,7 / 5,0</b>	

Tabelle 14: Bedeutung der Stabilität der EK-Verzinsung für die Investitionsentscheidung

Die große Mehrheit der Investoren schätzt eine mögliche Stabilität der vorgegebenen EK-Verzinsung als sehr wichtig ein: Der Durchschnittswert für die zugeordnete Bedeutung auf einer Skala von 1 bis 5 liegt bei 4,7. Nur 7 von 204 Antworten geben an, dass die Stabilität der EK-Verzinsung „neutral“ oder „eher unwichtig“ sei. Tabelle 15 zeigt die Ergebnisse über die verschiedenen Investorengruppen:

<b>Antworten auf Frage 8 („Wie wichtig ist Ihnen (...) die Stabilität der regulatorischen Verzinsungsbedingungen – gemessen an der Höhe des EK-Zinssatzes – über mehrere Regulierungsperioden?“) nach Investorengruppen</b>				
	<b>Kommunen / öffentliche Hand</b>		<b>Industrielle Eigentümer</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	1	1%	0	0%
1 Sehr unwichtig	0	0%	0	0%
2 Eher unwichtig	1	1%	0	0%
3 Neutral	1	1%	1	5%
4 Eher wichtig	18	19%	1	5%
5 Sehr wichtig	72	77%	17	89%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,8 / 5,0</b>		<b>4,8 / 5,0</b>	

	<b>ÖBGs</b>		<b>Finanzinvest. exkl. ÖBGs</b>		<b>Finanzinvest. total</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	2	3%	2	2%
1 Sehr unwichtig	0	0%	0	0%	0	0%
2 Eher unwichtig	0	0%	0	0%	0	0%
3 Neutral	2	8%	2	3%	4	4%
4 Eher wichtig	4	17%	15	22%	19	21%
5 Sehr wichtig	18	75%	49	72%	67	73%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,7 / 5,0</b>		<b>4,7 / 5,0</b>		<b>4,7 / 5,0</b>	

Tabelle 15: Bedeutung der Stabilität der kalkulatorischen EK-Verzinsung für die Investitionsentscheidung nach Investorengruppen

Hier sind keine großen Unterschiede zwischen den einzelnen Gruppen erkennbar; in allen Investorenklassen liegt der Anteil der „wichtig und sehr wichtig“-Antworten bei mehr als 90%.

Die Antworten auf diese Frage weisen auf eine spezielle Anforderung der hier angesprochenen Investoren hin: Die Kapitalbindung bei Netzinvestitionen ist extrem lang. Weil der Regulierer mit seinen Entscheidungen die Profitabilität und damit auch den Wert des Assets stark beeinflussen kann, sind Investoren bei negativen Entscheidungen der Regulierungsbehörde in ihrem Asset „gefangen“ („trapped“). Ein Exit durch Verkauf ist nur zu einem im Falle einer negativen Entscheidung des Regulierers deutlich gesunkenen Wert des Assets möglich. Daher spielt das Vertrauen der Investoren darauf, dass ggf. auftretende mögliche „HoldUp“-Situationen aufgrund von (unvermeidlichen) Lücken in den Regulierungsvorschriften nicht zu ihren Lasten ausgenutzt werden, eine große Rolle bei Investitionsentscheidungen. Die offenen Antworten zu den späteren Fragen, insb. zu Frage 10 („Welche grundsätzlichen Risiken bestehen aus Ihrer Sicht zukünftig, d. h. ab der 4. Regulierungsperiode für Investitionen in Strom- und Gasnetze?“), zeigen ebenfalls, dass die Verlässlichkeit der Regulierungsbehörde hier eine ganz herausragende Bedeutung für die Investoren aufweist.

### 3.2.4. Die regulatorische EK-Verzinsung – Folgen einer möglichen Absenkung

Frage 9 („Welchen Einfluss hat das Szenario einer drohenden Absenkung der EK-Verzinsung auf Ihre aktuellen Investitionsentscheidungen?“) zielt vor diesem Hintergrund darauf ab, die Konsequenzen einer möglichen weiteren Absenkung des EK-Zinssatzes aus Investorensicht abzufragen. Tabelle 16 zeigt die Antworten über alle Investorenklassen:

<b>Antworten auf Frage 9 („Welchen Einfluss hat das Szenario einer drohenden Absenkung der EK-Verzinsung auf Ihre aktuellen Investitionsentscheidungen?“)</b>		
	<b># Antworten</b>	<b>%</b>
Keine Antwort möglich	2	1%
1 Sehr negative Auswirkungen	106	52%
2 Eher negative Auswirkungen	79	39%
3 Keine Auswirkungen	11	5%
4 Eher positive Auswirkungen	3	1%
5 Sehr positive Auswirkungen	3	1%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>1,6 / 5,0</b>	

Tabelle 16: Einschätzung der Auswirkungen einer weiteren Absenkung der kalkulatorischen EK – Verzinsung

Offensichtlich werden mit einer weiteren Absenkung der EK-Verzinsung deutlich negative Auswirkungen verbunden: 185 von 204 Investoren sehen die Konsequenzen negativ bis sehr negativ; die Durchschnittsbewertung auf einer Skala von 1 bis 5 beträgt 1,6. Lediglich 6 Investoren sehen eher positive oder sehr positive Auswirkungen. Die Auswertung über die verschiedenen Investorengruppen zeigt die folgende Tabelle 17.

**Antworten auf Frage 9 („Welchen Einfluss hat das Szenario einer drohenden Absenkung der EK-Verzinsung auf Ihre aktuellen Investitionsentscheidungen?“) nach Investorengruppen**

	Kommunen / öffentliche Hand		Industrielle Eigentümer	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	1	1%	0	0%
1 Sehr negative Auswirkungen	44	47%	12	63%
2 Eher negative Auswirkungen	42	45%	5	26%
3 Keine Auswirkungen	4	4%	1	5%
4 Eher positive Auswirkungen	1	1%	0	0%
5 Sehr positive Auswirkungen	1	1%	1	5%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>1,6 / 5,0</b>		<b>1,6 / 5,0</b>	

	ÖBGs		Finanzinvest. exkl. ÖBGs		Finanzinvest. total	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	1	1%	1	1%
1 Sehr negative Auswirkungen	14	58%	36	53%	50	54%
2 Eher negative Auswirkungen	7	29%	25	37%	32	35%
3 Keine Auswirkungen	3	13%	3	4%	6	7%
4 Eher positive Auswirkungen	0	0%	2	3%	2	2%
5 Sehr positive Auswirkungen	0	0%	1	1%	1	1%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>1,5 / 5,0</b>		<b>1,6 / 5,0</b>		<b>1,6 / 5,0</b>	

Tabelle 17: Einschätzung der Auswirkungen einer weiteren Absenkung der kalkulatorischen EK-Verzinsung nach Investorengruppen

Hier lassen sich ebenfalls keine größeren Unterschiede zwischen den einzelnen Investorengruppen feststellen; die Durchschnittswerte der Antworten variieren zwischen 1,5 und 1,6.<sup>17</sup> Aufschlussreich sind die offenen Antworten der unterschiedlichen Investorenkategorien:

- Bei **kommunalen Eignern** gab es insgesamt 11 zusätzliche Erläuterungen. Dabei wurde in 6 Fällen eine Verringerung der Investitionen als eine mögliche Konsequenz genannt. Zugleich wurde in einigen dieser Fälle auch auf den Versorgungsauftrag der kommunalen Eigentümer und die Aufrechterhaltung der Versorgungssicherheit verwiesen, die eine signifikante Verringerung der Ersatzinvestitionen und Instandhaltungsmaßnahmen aus haftungsrechtlichen Gründen nicht zulasse.<sup>18</sup> Bei Erweiterungsinvestitionen sei dieses Haftungsrisiko allerdings deutlich niedriger; deshalb sei zu befürchten, dass der im Zuge der politischen Vorgaben der „Energiewende“ erforderliche Netzausbau besonders von einer Verringerung und/oder Verlangsamung der Investitionen betroffen sei. 4 Antworten zogen explizit eine Verschiebung von Investitionen in andere Sektoren als Reaktion auf eine mögliche Absenkung in Erwägung.

<sup>17</sup> Interessant sind 3 Fälle, die „sehr positive Auswirkungen“ einer Verringerung erwarten: In Frage 11 nach der Angemessenheit der aktuellen Verzinsung von 6,9% geben 2 von ihnen „nicht ausreichend“ als Antwort. In Frage 15 werden Renditeforderungen zwischen 5,5% und 7,5% als Zielsetzung genannt.

<sup>18</sup> Ein Kommentar lautet: „Eine mögliche weitere Absenkung ist ärgerlich, aber nicht zu ändern.“ Die Beurteilung des betreffenden Investors lautete dann (notgedrungen), die Absenkung habe „keine Auswirkungen“.

- Bei den **industriellen Eigentümern** gab es 3 zusätzliche Kommentare, die alle auf die Konkurrenz von Netzinvestitionen mit anderen Investitionsalternativen hinweisen.
- 10 zusätzliche Anmerkungen gab es bei den Finanzinvestoren. Die 3 Kommentare von **öffentlichen Beteiligungsgesellschaften** zielten auf eine Reduktion der Investitionen ins Netz<sup>19</sup> und die Konkurrenz zu alternativen Investitionsprojekten ab und verwiesen darauf, dass bei einer weiteren Absenkung die Risiken des Netzgeschäftes nicht mehr abgedeckt werden könnten. Bei den restlichen **Finanzinvestoren (exkl. ÖBG)** stand wiederum der Verweis auf andere Investitionsalternativen (3x) im Mittelpunkt<sup>20</sup>; auch die Reduktion von Investitionen wurde als mögliche Reaktion genannt (2x). 2 Finanzinvestoren verwiesen allerdings explizit auf existierende Verpflichtungen aus dem Netzentwicklungsplan und „andere Erwägungen“, die eine solche Reaktion beeinflussen könnten.

Frage 10 („Welche grundsätzlichen Risiken bestehen aus Ihrer Sicht zukünftig, d. h. ab der 4. Regulierungsperiode für Investitionen in Strom- und Gasnetze?“) richtete sich an die Einschätzung von grundsätzlichen Risiken von zukünftigen Investitionen in Strom- und Gasnetze. Die Teilnehmer konnten ihre Einschätzung in offenen Antworten formulieren; sie machten ausgiebig hiervon Gebrauch. Für die Auswertung haben wir dabei die aufgeführten Erläuterungen zu zusätzlichen Risiken in 3 Gruppen eingeteilt: Operative Risiken, politische Risiken und finanzwirtschaftliche Risiken. Wir haben die Antworten wiederum für die unterschiedlichen Investorengruppen gegliedert.

- Für die **kommunalen Eigentümer** wurden insgesamt 65 mal zusätzliche Erläuterungen abgegeben. Wir haben hier zur besseren Übersichtlichkeit die Antworten noch einmal untergliedert in exogene Risiken außerhalb des Entscheidungsbereiches der Eigentümer und zusätzliche (endogene) Risiken, die sich aus der Reaktion der Eigentümer auf eine mögliche weitere Absenkung des EK-Zinssatzes durch die BNetzA ergeben.
  - Operative Risiken
    - Exogen: Bei den zusätzlichen exogenen Risiken stehen die operativen Konsequenzen aus der Energiewende im Mittelpunkt. Hier wurde die Reduktion der operativen Marge (3x), die Notwendigkeit hoher Investitionen in die Netzerweiterung (2x) und der Ausbau der E-Mobilität (1x) angeführt. Zusätzlich wurde auf die erhöhten Kosten des Leitungsbaus hingewiesen (2x).
    - Endogen: Als indirekte, aus der Reaktion der Netzbetreiber resultierende Risiken wurde vor allem auf negative Konsequenzen aus einer Reduktion der Investitionen in das Netz abgestellt. Zunächst wurde eine Verringerung der Investitionen als eine mögliche Reaktion der kommunalen Investoren angeführt (5x); auch hier wurde differenziert zwischen Ersatzinvestitionen und Investitionen in den Netzausbau. Die Reduktion der Investitionen verringere die Netzqualität und erhöhe damit die Störanfälligkeit des Netzes (5x).
  - Politische Risiken
    - Exogen: Hier wurden vor allem regulatorische Vorgaben durch die BNetzA als ein möglicher Faktor für ein erhöhtes Risiko genannt (7x). Zusätzlich werden noch erhöhte Risiken aus dem politischen Bereich durch Bürgerbegehren und damit verbundene, nicht einkalkulierte Auflagen angeführt.
    - Endogen: Als Konsequenz einer möglichen Absenkung des EK-Zinssatzes und der damit als Reaktion verbundenen Reduktion der Investitionen ergibt sich die Verlangsamung der Umsetzung der Energiewende als ein wichtiges

<sup>19</sup> Hier wurde auch die kritische Überprüfung von Ersatz- und Modernisierungsinvestitionen angeführt.

<sup>20</sup> Insbesondere Infrastrukturfonds verwiesen auf die Konkurrenz in Form von regulierten Assets in anderen Ländern.

- zusätzliches politisches Risiko (4x). Auch die mögliche Gefährdung des Versorgungsauftrages des Netzbetreibers wird als zusätzliches Risiko angeführt (6x).
- Finanzwirtschaftliche Risiken: Hier sind ganz überwiegend mögliche Konsequenzen angeführt, die sich aus der Reaktion der Netzbetreiber auf eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung ergeben könnten. Zunächst wurde auf die sinkende Rendite und den verringerten Wert der Investition als mögliches Risiko abgestellt (17x). Daraus resultiert als weiteres zusätzliches Risiko eine Verschlechterung der Kreditwürdigkeit (8x). 27 mal wurde die Reduktion der Investitionen und 2x die Investition in alternative Projekte als mögliche Reaktion und zusätzliches Risiko angeführt.
  - Für **industrielle Eigentümer** gab es 13 zusätzliche Erläuterungen bezüglich künftiger Risiken.
    - Bei den operativen Risiken wurde die Verringerung der Investitionen ins Netz und der resultierende Rückgang der Versorgungssicherheit thematisiert.
    - Politische Risiken wurden vor allem bei den regulatorischen Rahmenbedingungen gesehen (4x). Auch das Scheitern der Energiewende aufgrund zu eines zu langsamen Netzausbaus wird als zusätzliches politisches Risiko formuliert (2x).<sup>21</sup>
    - Der Schwerpunkt der Kommentare lag hier auf den finanzwirtschaftlichen Risiken: Die Antworten verweisen auf die Entwertung der bereits getätigten Investitionen als Konsequenz einer weiteren Absenkung der EK-Verzinsung (5x), und als mögliche Reaktion auf die Reduktion der Investitionen in das Netz (4x) und die Umschichtung von Investitionen in andere Bereiche (4x). Finanzierungsseitig wurde eine höhere Verschuldung und eine mögliche Verschlechterung des Ratings der betreffenden Unternehmen als negative Konsequenz angeführt.
  - Für die **Finanzinvestoren** wurde die Auswertung der Antworten für die operativen Risiken wiederum für die beiden Kategorien ÖBG und restliche Finanzinvestoren getrennt vorgenommen:
    - Für die Kategorie „operative Risiken“ gab es insgesamt 20 zusätzliche Anmerkungen:
      - **Öffentliche Beteiligungsgesellschaften:** Die Mehrheit der Anmerkungen thematisierte den höheren Kapitalbedarf verursacht durch die stärkere Beanspruchung der Netze im Zuge der Energiewende (4x). Auch die höheren Kosten für den Leitungsbau und die Schwierigkeiten bei der Erreichung der Effizienzziele wurden angeführt (jeweils 1x).
      - **Finanzinvestoren (exkl. ÖBG):** Auch hier standen operative Risiken im Mittelpunkt, die sich aus der Umsetzung der Energiewende ergeben. Gestiegene Investitionsbedarfe ins Netz (3x), gestiegene technische Anforderungen an das Netz (Einspeisung Renewables, Sektorenkopplung, Fuel Switch und Änderungen bei der Gasversorgung).
    - In die Kategorie „politische Risiken“ fielen insgesamt 13 zusätzliche Anmerkungen. Im Zentrum standen hier zum einen politische Vorgaben aus der Energiewende und die Hürden bei deren Umsetzung (10x). Zum anderen äußerten die Umfrageteilnehmer ihre Sorge bezüglich der Risiken, die sich aus der Umsetzung der regulatorischen Vorgaben ergeben könnten (6x).
    - Bei den finanzwirtschaftlichen Risiken gab es insgesamt 44 Kommentare der Finanzinvestoren. Mit Abstand am häufigsten wurde die Reduktion von Investitionen in die Netze als Reaktion auf eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung angeführt

---

<sup>21</sup> Der betreffende Teilnehmer verweist auch darauf, dass wegen der langen Vorlaufzeiten der Investitionen eine von den Regulierungsbehörden möglicherweise beabsichtigte „schnelle Nachjustierung“ durch eine nachträgliche Anpassung des Zinssatzes zu spät komme und keine Auswirkungen mehr habe.

(23x) und auf die dadurch verursachte Verzögerung bei der Umsetzung der Energiewende verwiesen. Die Entwertung der getätigten Investitionen (12x) und die Erschwernis des Zugangs zu Fremdkapital aufgrund der niedrigeren EK-Verzinsung und einem ggf. verschlechterten Rating (7x) wurden als weitere finanzwirtschaftliche Risiken genannt.

Die aktuell geltende kalkulatorische EK-Verzinsung beträgt 6,91% vor KSt für Neuanlagen. Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische EK-Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) bat die Teilnehmer der Studie um eine Einschätzung, ob sie diese Verzinsung als ausreichend ansehen. Tabelle 18 zeigt die Antworten über alle Investorengruppen:

<b>Antworten auf Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische EK-Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“)</b>		
	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	20	10%
Nicht ausreichend	127	62%
Ausreichend	57	28%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>

Tabelle 18: Einschätzung der aktuellen kalkulatorischen EK-Verzinsung

Man erkennt, dass die ganz überwiegende Mehrheit der Investoren bereits die aktuelle EK-Verzinsung als nicht ausreichend empfindet: 127 von 184 Antworten (69%) fielen negativ aus. Dieses Ergebnis zeigt sich auch bei der Analyse der unterschiedlichen Investorengruppen in Tabelle 19:

<b>Antworten auf Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische EK-Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) nach Investorengruppen</b>				
	<b>Kommunen / öffentliche Hand</b>		<b>Industrielle Eigentümer</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	6	6%	4	21%
Nicht ausreichend	67	72%	10	53%
Ausreichend	20	22%	5	26%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>

	<b>ÖBGs</b>		<b>Finanzinvest. exkl. ÖBGs</b>		<b>Finanzinvest. total</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	1	4%	9	13%	10	11%
Nicht ausreichend	16	67%	34	50%	50	54%
Ausreichend	7	29%	25	37%	32	35%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>

Tabelle 19: Einschätzung der aktuellen kalkulatorischen EK-Verzinsung nach Investorengruppen

Auch hier wird durchgehend die aktuelle Verzinsung von 6,91% mehrheitlich als „nicht ausreichend“ bewertet.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Überraschend ist der Anteil der Antworten mit „ausreichend“ bei industriellen Eigentümern und bei Finanzinvestoren (exkl. ÖBG) etwas höher (26% bzw. 37%) als bei den kommunalen Eigentümern (22%). Eine mögliche Interpretation dieses auf den ersten Blick kontra-intuitiven Ergebnisses ist der Umstand, dass bei kommunalen Netzeigentümern trotz der Relevanz von politischen, nicht finanziellen

Die Regulierungsbehörde legt die kalkulatorische EK-Verzinsung über einen **künftigen Zeitraum** fest. Für die Beurteilung der Angemessenheit ist deshalb auf die Einschätzung von künftigen Risiken durch die Investoren abzustellen. Frage 12 („Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Diskussion (Energiewende) die künftige Entwicklung des Geschäftsrisikos von Netzbetreibern ein?“) fragt deshalb ab, wie Investoren die Entwicklung des Geschäftsrisikos für die Netzbetreiber einschätzen. Tabelle 20 zeigt die Antworten über alle Investorengruppen:

<b>Antworten auf Frage 12 („Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Diskussion (Energiewende) die künftige Entwicklung des Geschäftsrisikos von Netzbetreibern ein?“)</b>		
	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	3	1%
1 Stark sinkendes Risiko	1	0%
2 Eher sinkendes Risiko	3	1%
3 Konstantes Risiko	19	9%
4 Eher steigendes Risiko	125	61%
5 Stark steigendes Risiko	53	26%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,1 / 5,0</b>	

Tabelle 20: Einschätzung des künftigen Geschäftsrisikos für Netzbetreiber

Man erkennt, dass die ganz überwiegende Mehrheit der Investoren davon ausgeht, dass vor dem Hintergrund der gesetzgeberischen Maßnahmen zur Umsetzung der Energiewende das Risiko für die Netzbetreiber in Zukunft steigen wird: 178 von 204 Antworten sieht ein steigendes bzw. stark steigendes Risiko. Auf der Skala von 1 bis 5 lautet der Durchschnittswert der Einschätzung 4,1. Diese Einschätzung zieht sich gleichmäßig über alle Investorengruppen:

<b>Antworten auf Frage 12 („Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Diskussion (Energiewende) die künftige Entwicklung des Geschäftsrisikos von Netzbetreibern ein?“) nach Investorengruppen</b>				
	<b>Kommunen / öffentliche Hand</b>		<b>Industrielle Eigentümer</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	1	1%	0	0%
1 Stark sinkendes Risiko	0	0%	0	0%
2 Eher sinkendes Risiko	2	2%	0	0%
3 Konstantes Risiko	3	3%	2	11%
4 Eher steigendes Risiko	57	61%	13	68%
5 Stark steigendes Risiko	30	32%	4	21%
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,3 / 5,0</b>		<b>4,1 / 5,0</b>	

Zielsetzungen und Investitionskriterien die Notwendigkeit besteht, mit den Erlösen aus dem Netzbetrieb einen Beitrag zur Finanzierung der kommunalen Haushalte zu leisten. Angesichts der Haushaltslage zahlreicher Kommunen ist dies offensichtlich bereits bei der derzeit geltenden EK-Verzinsung nicht mehr in erforderlichem Umfang möglich.

	ÖBGs		Finanzinvest. exkl. ÖBGs		Finanzinvest. Total	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	2	3%	2	2%
1 Stark sinkendes Risiko	1	4%	0	0%	1	1%
2 Eher sinkendes Risiko	1	4%	0	0%	1	1%
3 Konstantes Risiko	1	4%	13	19%	14	15%
4 Eher steigendes Risiko	15	63%	40	59%	55	60%
5 Stark steigendes Risiko	6	25%	13	19%	19	21%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,0 / 5,0</b>		<b>4,0 / 5,0</b>		<b>4,0 / 5,0</b>	

Tabelle 21: Einschätzung des künftigen Geschäftsrisikos für Netzbetreiber nach Investorengruppen

Hier ist die Einschätzung der kommunalen Eigentümer etwas pessimistischer als diejenige der anderen Investorengruppen. Eine mögliche Ursache hierfür könnte der Umstand sein, dass kommunale Eigentümer gegenüber anderen Investoren lokal stärker an ihr Investment gebunden sind und daher den o. a. künftigen Risiken stärker ausgesetzt sind bzw. diese weniger gut an anderer Stelle kompensieren können.<sup>23</sup>

Die beiden folgenden Fragen 13 („Unter der Annahme, dass Sie bereits in Strom-/Gasnetzen investiert sind: Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit einer oder mehreren der folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) und 14 („Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) fokussieren die wahrscheinlichen Reaktionen der Investoren auf eine mögliche weitere Absenkung der EK-Verzinsung, differenziert nach bereits investierten und noch nicht investierten Kapitalgebern. In der Umfrage haben die investierten und die nicht investierten Teilnehmer gleichermaßen beide Fragen beantwortet. Tabelle 22 zeigt die Gewichtung von vorgeschlagenen Maßnahmen für bereits investierte Kapitalgeber auf einer Skala von 1 bis 5 über alle Investoren:<sup>24</sup>

**Antworten auf Frage 13 („Unter der Annahme, dass Sie bereits in Strom-/Gasnetzen investiert sind: Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit einer oder mehreren der folgenden Maßnahmen reagieren werden?“)**

	Mittelwert
Verringerung der finanziellen Mittel für Investitionen	4,1
Finanzierung der Investitionen mit höherem Fremdkapital (FK)-Anteil	3,3
Hinnahme niedrigerer Beiträge	2,4
Abgabe / Veräußerung	2,9

Tabelle 22: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der kalkulatorischen EK-Verzinsung (bereits getätigte Investitionen)

Mit Abstand die wichtigste Maßnahme ist die Reduktion von weiteren geplanten Investitionen. Interessant ist hier wiederum die differenzierte Auswertung nach den unterschiedlichen Investorengruppen:

<sup>23</sup> Die (namentlich nicht bekannte) öffentliche Beteiligungsgesellschaft mit der Antwort „stark sinkendes Risiko“ in Tabelle 21 hat in Frage 11 die aktuelle EK-Verzinsung von 6,9% als „nicht ausreichend“ beurteilt. Die höhere Renditeforderung würde eigentlich auf eine steigende Risikoeinschätzung schließen lassen.

<sup>24</sup> Die Einschätzung der Bedeutung der vorgeschlagenen Reaktion wurde wiederum auf einer Skala von 1 „sehr unwahrscheinlich“ bis 5 „sehr wahrscheinlich“ gemessen.

**Antworten auf Frage 13 („Unter der Annahme, dass Sie bereits in Strom-/Gasnetzen investiert sind: Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit einer oder mehreren der folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) nach Investorengruppen**

	<b>Kommunen / öffentliche Hand Mittelwert</b>	<b>Industrielle Eigentümer Mittelwert</b>
Verringerung der finanziellen Mittel für Investitionen	4,1	4,4
Finanzierung der Investitionen mit höherem FK-Anteil	3,4	3,1
Hinnahme niedrigerer Beiträge zum Haushalt/zur GuV	2,7	2,2
Abgabe / Veräußerung	2,5	3,4

	<b>ÖBGs Mittelwert</b>	<b>Finanzinvest. exkl. ÖBGs Mittelwert</b>	<b>Finanzinvest. total Mittelwert</b>
Verringerung der finanziellen Mittel für Investitionen	4,1	4,0	4,0
Finanzierung der Investitionen mit höherem FK-Anteil	3,6	3,1	3,2
Hinnahme niedrigerer Beiträge zum Haushalt/zur GuV	2,3	2,3	2,3
Abgabe / Veräußerung	2,9	3,3	3,2

Tabelle 23: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der kalkulatorischen EK-Verzinsung (bereits getätigte Investitionen) nach Investoren-gruppen

Hier zeigen sich deutliche Unterschiede in den erwogenen Maßnahmen zwischen kommunalen Eignern und öffentlichen Beteiligungsgesellschaften einerseits und industriellen Eigentümern und Finanzinvestoren (exkl. ÖBG) andererseits: Für die letztgenannte Gruppe ist eine mögliche Veräußerung der Netzbeteiligung mit einer Gewichtung von 3,4 bzw. 3,3 als Option hinter der Verringerung der Investitionen die zweitwichtigste Reaktion auf eine mögliche Absenkung der kalkulatorischen EK-Verzinsung. Hintergrund ist wiederum die höhere Bedeutung von finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen bzw. niedrigere Bedeutung von politischen Zielsetzungen einerseits und die Möglichkeit zu Investitionen außerhalb des Netzbereiches andererseits. Dagegen dürfte die Veräußerung des eigenen Stadtwerks zu einem wesentlichen Teil oder in Gänze für kommunale Eigentümer aus politischen Gründen in der Regel nicht in Frage kommen. Darüber hinaus weisen kommunale Eigner/ÖBG deutlich geringere Optionen auf, bei Veräußerung der Netzbeteiligung in andere Beteiligungen zu investieren. Daher ist hier die Bedeutung der Maßnahme „Finanzierung der Investitionen mit einem höheren Fremdkapitalanteil“ höher als die Möglichkeit zur Veräußerung (3,4 bzw. 3,6 vs. 2,5 bzw. 2,9). Interessant ist m. E. noch der Unterschied hinsichtlich der Option „Veräußerung der Beteiligung“ zwischen Kommunen und öffentlichen Beteiligungsgesellschaften: Da die in einer ÖBG gebündelten Kommunen keine unmittelbare und alleinige Eigentümerschaft an den Netzen haben, sind sie offensichtlich auch eher bereit als die Kommunen, sich im Fall einer Verschlechterung der Profitabilität von diesen zu trennen (2,9 vs. 2,5 Punkte).

Die bei dieser Frage möglichen freien Kommentare unterstützen die gemachten Bewertungen. Kommunale Eigner verweisen auf die (schwierige) Notwendigkeit, alternative Investitionsmöglichkeiten zu suchen (6x). Die verstärkte Finanzierung mit Fremdkapital wird mit Verweis auf die Dividendenansprüche der kommunalen Eigentümer problematisiert. Schließlich wird auch darauf verwiesen, dass eine ggf. erwogene Veräußerung der Beteiligung aufgrund der niedrigeren Bewertung ebenfalls problematisch sei. Industrielle Eigentümer verweisen auf die geplante Reduzierung von notwendigen Investitionen und den möglichen Verkauf der Beteiligung als mögliche

Reaktionen auf eine weitere Absenkung des EK-Zinssatzes. Finanzinvestoren erwägen Kostensenkungsmaßnahmen und einen möglichen Verkauf der Beteiligung als Reaktion.<sup>25</sup>

In Frage 14 („Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) wird die Reaktion der Investoren auf eine weitere mögliche Absenkung des EK-Zinssatzes aus dem Blickwinkel eines noch nicht investierten Kapitalgebers abgefragt. Die folgende Tabelle 24 gibt die Antworten über alle Investorengruppen wieder:

<b>Antworten auf Frage 14 („Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?“)</b>	
	Mittelwert
Verzicht auf Durchführung der Investition	4,0
Finanzierung der Investition mit höherem FK-Anteil	3,2

Tabelle 24: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der kalkulatorischen EK-Verzinsung (noch nicht getätigte Investitionen)

Von den beiden gegebenen Reaktionsmöglichkeiten wird der Verzicht auf die entsprechende Investition als wahrscheinlicher eingeschätzt als die Realisierung der Investition mit einem erhöhten Fremdkapitalanteil. Auf einer Skala von 1 bis 5 erhält diese Maßnahme mit einem Durchschnittswert von 4,0 eine sehr hohe Bedeutung. Aufschlussreich ist wiederum die Aufschlüsselung der Antworten über die verschiedenen Investorengruppen:

<b>Antworten auf Frage 14 („Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) nach Investorengruppen</b>			
	<b>Kommunen / öffentliche Hand</b>	<b>Industrielle Eigentümer</b>	
	Mittelwert	Mittelwert	
Verzicht auf Durchführung der Investition	4,0	4,2	
Finanzierung der Investition mit höherem FK-Anteil	3,3	3,3	

	<b>ÖBGs</b>	<b>Finanzinvest. exkl. ÖBGs</b>	<b>Finanzinvest. total</b>
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Verzicht auf Durchführung der Investition	3,8	4,0	3,9
Finanzierung der Investition mit höherem FK-Anteil	3,3	3,0	3,1

Tabelle 25: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der kalkulatorischen EK-Verzinsung (noch nicht getätigte Investitionen) nach Investorengruppen

Man kann an der Differenz der Durchschnittswerte für die beiden Optionen die unterschiedliche Bedeutung der Netzinvestitionen für 2 unterschiedliche Investorengruppen ablesen: Für kommunale Eigner und ÖBGs ist diese Differenz mit 0,7 bzw. 0,5 niedriger als für industrielle Eigner und Finanzinvestoren exkl. ÖBG (0,9 bzw. 1,0). Diese Einschätzung, verbunden mit den leicht niedrigeren Werten für die Bedeutung einer Reduktion der Investitionen, verweist auf die stärkere Bindung der kommunalen Eigner und ÖBGs an die Netzinvestitionen: Diese beiden Eigentümergruppen verfolgen nicht ausschließlich finanzwirtschaftliche Ziele; der Erhalt von Arbeitsplätzen, die Umsetzung von klimapolitischen Zielen und die Aufrechterhaltung der Versorgung als Zielsetzung führen dazu, dass

<sup>25</sup> Hier ergeben sich keine nennenswerten Unterschiede zwischen ÖBGs und den restlichen Finanzinvestoren.

auch künftige Investitionen eher durchgeführt und mit Fremdkapital finanziert werden als bei industriellen Eignern und Finanzinvestoren. Die weiteren Erläuterungen und freien Kommentare zu dieser Frage (6x) geben das Spektrum der Reaktionsmöglichkeiten wieder: Als Maßnahmen werden der Verzicht auf die Investition, die Reduktion des investierten Betrages und eine höhere Finanzierung mit Fremdkapital angeführt.

### 3.2.5. Die regulatorische EK-Verzinsung – Mindestanforderung der Investoren

Die letzte Frage der Studie (Frage 15: „Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) bezieht sich auf die Renditeforderung der Netzinvestoren. Dabei wurde der EK-Zinssatz der aktuellen Regulierungsperiode von 6,91% als Vergleichsmaßstab vorgegeben. Die Teilnehmer konnten ihre Renditeforderung in ein schrittweises Schema zwischen 4% und 8% mit einer Schrittweite von 1% eintragen. Die folgende Tabelle 26 gibt die Renditeforderung über alle Investorengruppen wieder:

Antworten auf Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“)		
	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	12	6%
<4%	3	1%
4-5%	5	2%
5-6%	15	7%
6-7%	66	32%
7-8%	74	36%
>8%	29	14%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsrendite</b>	<b>7,0%</b>	

Tabelle 26: Renditeforderung für Investitionen in Strom- und Gasnetz

Die durchschnittliche Renditeforderung über alle Investoren liegt bei 7%; das entspricht etwa der EK-Verzinsung der laufenden Regulierungsperiode von 6,91%. Der Durchschnittswert wurde über die Verwendung der jeweiligen Mitte der unterschiedlichen Klassen berechnet. Aufgrund der verwendeten Einteilung der Renditeforderung ist der ermittelte Durchschnittswert als eine sehr konservative Schätzung einzuordnen; alle Renditeforderungen oberhalb 8% werden pauschal mit einem Wert von 8,5% in die Durchschnittsberechnung einbezogen.<sup>26</sup> Zusätzlich ist anzumerken, dass für mehr als die Hälfte der relevanten Antworten (103 von 192, das sind 53,46%) die Renditeforderung oberhalb von 7% liegt; damit wäre bereits der aktuelle EK-Zinssatz nicht ausreichend, um die geforderte Rendite zu erwirtschaften. Im Falle einer weiteren Absenkung des EK-Zinssatzes stehen Werte von unter 5% zur Diskussion. Tabelle 26 zeigt, dass in diesem Fall gerade 8 Investoren (4,1% der Antworten) diese Verzinsung als ausreichend empfinden würden.

<sup>26</sup> Man kann deshalb aus der geringen Differenz zwischen der geäußerten durchschnittlichen Renditeforderung und der aktuellen kalkulatorischen EK-Verzinsung nicht den Schluss ziehen, die Investoren wären im Durchschnitt mit der aktuellen Verzinsung zufrieden.

Tabelle 27 zeigt die Aufteilung der Antworten auf die unterschiedlichen Investorengruppen:

Antworten auf Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) nach Investorengruppen					
	Kommunen / öffentliche Hand		Industrielle Eigentümer		
	# Antworten	%	# Antworten	%	
Keine Antwort möglich	4	4%	2	11%	
<4%	2	2%	0	0%	
4-5%	1	1%	0	0%	
5-6%	5	5%	0	0%	
6-7%	29	31%	8	42%	
7-8%	39	42%	5	26%	
>8%	13	14%	4	21%	
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>	
<b>Durchschnittsrendite</b>	<b>7,1%</b>		<b>7,3%</b>		

	ÖBGs		Finanzinvest. exkl. ÖBGs		Finanzinvest. total	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	2	8%	4	6%	6	7%
<4%	0	0%	1	1%	1	1%
4-5%	2	8%	2	3%	4	4%
5-6%	2	8%	8	12%	10	11%
6-7%	6	25%	23	34%	29	32%
7-8%	10	42%	20	29%	30	33%
>8%	2	8%	10	15%	12	13%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>92</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsrendite</b>	<b>6,9%</b>		<b>6,9%</b>		<b>6,9%</b>	

Tabelle 27: Renditeforderung für Investitionen in Strom- und Gasnetz nach Investorengruppen

Die Unterschiede zwischen den einzelnen Investorengruppen sind nicht groß: Zwischen dem niedrigsten Durchschnittswert von 6,9% (ÖBG und Finanzinvestoren) und dem höchsten Durchschnittswert von 7,3% (ind. Eigentümer) liegen lediglich 0,4 Prozentpunkte. Auch hier ist auffallend, dass die kommunalen Eigner trotz der hohen Bedeutung von nicht finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen eine über dem angegebenen Durchschnitt liegende Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals fordern (7,1%). Dies lässt sich wiederum dadurch erklären, dass auch bei hoher Relevanz von politischen Zielsetzungen kommunale Eigentümer auf einen signifikanten Beitrag der Netzbetreiber zum jeweiligen Haushalt angewiesen sind. Über alle Investorengruppen ist die Anzahl an Investoren, die eine EK-Verzinsung von unter 5% als ausreichend einstufen extrem niedrig: Für Finanzinvestoren exkl. ÖBG insgesamt haben lediglich 4,6% (3 von 65 Fällen), für kommunale Eigner lediglich 3,4% (3 von 89) der Antworten Renditeansprüche unterhalb von 5% angegeben. Die separate Auswertung von ÖBGs zeigt mit 9,1% (2 von 22) einen etwas höheren Wert; die Ursache hierfür ist wiederum die Relevanz von nicht finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen für diese Investorengruppe.<sup>27</sup> Für die Gruppe der industriellen Eigentümer gibt es keine einzige Antwort mit einer geforderten EK-Rendite von unter 6%.

Der Vergleich der Antwort auf Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische EK-Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) mit derjenigen auf Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“)

<sup>27</sup> Die Auswertung ist aufgrund der niedrigeren Anzahl von Investoren weniger aussagekräftig.

ermöglicht eine Überprüfung der logischen Konsistenz der gegebenen Antworten: Wer die aktuelle EK-Verzinsung von 6,9% als nicht ausreichend deklariert, muss in Frage 15 eine Renditeforderung angeben, die über 6,9% liegt (und umgekehrt). Die folgende Abbildung zeigt diejenigen Fälle, bei denen die Antworten widersprüchlich ausgefallen sind:

Antworten zu Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische EK-Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) in der Horizontalen und Antworten zu Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/ Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) in der Vertikalen							
	<4%	4-5%	5-6%	6-7%	7-8%	>8%	Total
Nicht ausreichend	1	1	3	0	0	0	<b>5</b>
Ausreichend	0	0	0	0	10	0	<b>10</b>
<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>15</b>

Tabelle 28: Konsistenzprüfung der Antworten zu Fragen 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische EK-Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) und 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“)

- In 10 Fällen wurde trotz der Angabe in Frage 11, der aktuelle EK-Zinssatz von 6,9% sei ausreichend, in Frage 15 eine höhere Renditeforderung als 7% angegeben.
- In 5 Fällen wurde trotz der Antwort „nicht ausreichend“ in Frage 11 in Frage 15 eine Renditeforderung angegeben, die niedriger als 6% war.

Angesichts der Kategorisierung der Antwortmöglichkeiten und der damit verbundenen möglichen Interpretationsspielräume haben wir uns zu folgendem Vorgehen bei der Behandlung dieser Inkonsistenzen entschlossen: Abweichungen von 1 Prozentpunkt nach oben oder unten ausgehend vom Intervall 6-7% werden als Unschärfe der Antworten akzeptiert; somit verbleiben lediglich 2 Problemfälle, die trotz „nicht ausreichender“ EK-Verzinsung von 6,9% Renditeforderungen von unter 5% aufweisen. Die durchgeführte Bereinigung dieser Fälle in der Auswertung von Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) hat allerdings lediglich vernachlässigbare Auswirkungen auf das Ergebnis: Wegen der hohen Zahl an Beobachtungen steigt die durchschnittliche Renditeforderung aller Investoren dadurch lediglich von 7,01% auf 7,04% an.

### 3.3. Investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber – ein Vergleich

#### 3.3.1. Einschätzung des Investitionsbedarfes: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber

Von besonderem Interesse sind die Antworten von denjenigen Investoren, die derzeit noch nicht in Netzen investiert sind: Eine interessengeleitete Beantwortung der Fragen als möglicher Kritikpunkt an der Studie trifft in diesen Fällen nicht zu. Die Investoren weisen keine in bereits getätigten Netzinvestitionen gebundene Interessen auf. Sie haben zudem die Möglichkeit, das noch nicht eingesetzte Kapital ohne zusätzliche Kosten oder Nachteile in andere, konkurrierende Investitionsmöglichkeiten zu stecken. Sie können deshalb Fragen nach möglichen Konsequenzen einer Absenkung der EK-Verzinsung ohne mögliche Eigeninteressen beantworten.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Auf den ersten Blick haben auch nicht investierte Kapitalgeber ein Interesse daran, dass die EK-Verzinsung des Regulierers möglichst hoch ausfällt. Auf der anderen Seite erhöht eine höhere EK-Verzinsung auch

Insgesamt haben 15 Teilnehmer angegeben, noch nicht in Netzen investiert zu sein. Tabelle 29 zeigt die Verteilung über die Investorengruppen im Vergleich mit der gesamten Stichprobe:

Antworten auf Frage 1 („In welchem Unternehmen / welcher Körperschaft sind Sie tätig?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich						
	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Kommunen / öffentliche Hand	93	46%	91	48%	2	13%
Industrielle Eigentümer	19	9%	19	10%	0	0%
Private Equity Fonds	2	1%	2	1%	0	0%
Pensionskasse / -fonds	14	7%	14	7%	0	0%
Infrastrukturfonds	13	6%	12	6%	1	7%
Andere Finanzinvestoren	39	19%	27	14%	12	80%
ÖBGs	24	12%	24	13%	0	0%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>

Tabelle 29: Investierte/nicht investierte Teilnehmer der Studie

Im Vergleich zu den bereits investierten Teilnehmern ist die Kategorie „Andere Finanzinvestoren“ hier mit 12 Teilnehmern deutlich stärker vertreten.<sup>29</sup> 2 Investoren zählen zu den kommunalen Investoren; ein noch nicht investierter Teilnehmer ist in der (hier besonders interessanten) Kategorie „Infrastrukturfonds“.

Die Einschätzung des künftigen Investitionsbedarfes entspricht der Beurteilung der bereits investierten Kapitalgeber. Tabelle 30 zeigt die Antworten auf die entsprechende Frage 3 („Was ist Ihre Einschätzung hinsichtlich des Bedarfs an Investitionen in Strom-/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“):

Antworten auf Frage 3 („Was ist Ihre Einschätzung hinsichtlich des Bedarfs an Investitionen in Strom-/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich						
	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	3	1%	3	2%	0	0%
Stark sinkender Bedarf	1	0%	1	1%	0	0%
Eher sinkender Bedarf	2	1%	2	1%	0	0%
Konstanter Bedarf	11	5%	11	6%	0	0%
Eher steigender Bedarf	97	48%	88	47%	9	60%
Stark steigender Bedarf	90	44%	84	44%	6	40%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>

Tabelle 30: Einschätzung der Entwicklung des künftigen Investitionsbedarfes nach investierten/nicht investierten Kapitalgebern

Hier gehen alle Teilnehmer von einem „eher steigenden“ oder „stark steigenden“ Bedarf an Investitionen aus.

den Wert der Investition und damit den Einstiegspreis des Investors. Dadurch gleichen sich die beiden Effekte für die noch nicht investierten Kapitalgeber theoretisch aus.

<sup>29</sup> Hierzu zählt auch die oben genannte strategische Beratungsgesellschaft.

### 3.3.2. Kriterien und Zielvorgaben für Investitionsentscheidungen: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber

Die Fragen 4 bis 6 richten sich wiederum an die Zielsetzungen der Kapitalgeber bei Investitionen ins Netz. Frage 4 („Gibt es Zielvorgaben für Ihre Investitionsentscheidungen in Strom-/Gasnetze?“) richtet sich auf die Existenz von solchen Zielvorgaben:

Antworten auf Frage 4 („Gibt es Zielvorgaben für Ihre Investitionsentscheidungen in Strom-/Gasnetze?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich						
	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Vorgabe	34	17%	27	14%	7	47%
Vorgabe	170	83%	162	86%	8	53%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>

Tabelle 31: Vorgabe von Kriterien für Investitionsentscheidungen nach investierten/nicht investierten Kapitalgebern

Die Antwort der nicht investierten potenziellen Kapitalgeber ist überraschend: Nahezu die Hälfte hat lt. eigener Einschätzung keine Zielvorgaben für Investitionsentscheidungen. Die Aufteilung über die verschiedenen Investorengruppen gibt tieferen Einblick:

Antworten auf Frage 4 („Gibt es Zielvorgaben für Ihre Investitionsentscheidungen in Strom-/Gasnetze?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer						
	Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand		Nicht investierte Infrastrukturfonds		Nicht investierte andere Finanzinvestoren	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Vorgaben	2	100%	0	0%	5	42%
Vorgaben	0	0%	1	100%	7	58%
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>

Tabelle 32: Vorgabe von Kriterien für Investitionsentscheidungen bei nicht investierten Kapitalgebern nach Investorengruppen

2 von den 7 Fällen ohne Zielvorgaben fallen in die Kategorie „kommunale Eigner“; 5 Fälle sind „andere Finanzinvestoren“. Davon ist eine Antwort von der o.a. Beratungsgesellschaft.<sup>30</sup> Bei den verbleibenden 4 anderen Finanzinvestoren lässt die Antwort „keine Kriterien für Investitionsentscheidung“ die Vermutung zu, das es sich möglicherweise um Investoren/Fonds mit nicht ausschließlich finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen (z.B. Förderung von Investitionen in bestimmten Technologien, Regionen oder Bundesländern) handelt.<sup>31</sup>

<sup>30</sup> Die folgenden konkreten Fragen nach Zielvorgaben 5 und 6 wurden von diesem Teilnehmer dann nicht beantwortet.

<sup>31</sup> Dies lässt sich zumindest für einen Fall belegen: Einer der Investoren ist eine Kreissparkasse. Von den verbleibenden 3 Teilnehmern dieser Gruppe hatte keiner seine Identität angegeben.

Frage 5 („Wie wichtig sind die folgenden Zielvorgaben für Sie?“) konkretisiert die Angaben bezüglich der Zielsetzungen:<sup>32, 33</sup>

<b>Antworten auf Frage 5 („Wie wichtig sind die folgenden Zielvorgaben für Sie?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich</b>			
	<b>Alle Teilnehmer</b>	<b>Alle investierten Teilnehmer</b>	<b>Alle nicht investierten Teilnehmer</b>
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Politische / gesetzliche Vorgaben	3,9	3,9	4,4
Gewinnvorgaben in absoluten Größen	3,9	4,0	3,8
Renditevorgaben	4,3	4,2	4,9
Vergleich mit Alternativenanlagen	3,8	3,8	4,6

Tabelle 33: Bedeutung von Kriterien für Investitionsentscheidungen nach investierten/nicht investierten Kapitalgebern

Hier gibt es einige bemerkenswerte Unterschiede, die bei der Betrachtung der verschiedenen Investorengruppen noch deutlicher werden.

<b>Antworten auf Frage 5 („Wie wichtig sind die folgenden Zielvorgaben für Sie?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer</b>			
	<b>Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand</b>	<b>Nicht investierte Infrastrukturfonds</b>	<b>Nicht investierte andere Finanzinvestoren</b>
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Politische / gesetzliche Vorgaben	n/a	5,0	4,3
Gewinnvorgaben in absoluten Größen	n/a	5,0	3,6
Renditevorgaben	n/a	5,0	4,9
Vergleich mit Alternativenanlagen	n/a	5,0	4,6

Tabelle 34: Bedeutung von Kriterien für Investitionsentscheidungen bei nicht investierten Kapitalgebern nach Investorengruppe

Die höhere Bedeutung der politischen/gesetzlichen Vorgaben (4,4 vs. 3,9) wird nicht von den Antworten der kommunalen Eigner, sondern ganz überwiegend von denjenigen der „anderen Finanzinvestoren“ getrieben (4,3). Die nicht investierten Kommunen hatten konsequenterweise keine Angaben zu konkreten Zielsetzungen gemacht.<sup>34</sup> Die höhere Bedeutung von internen Renditevorgaben und vor allem von alternativen Anlagen passt hingegen wieder eher in das Bild des „klassischen“ Finanzinvestors mit finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen. In der offenen Sektion für Antworten wurden von einem nicht investierten Kapitalgeber aus der Gruppe „andere Finanzinvestoren“ als konkrete Angaben ausschließlich finanzwirtschaftliche Zielsetzungen wie „Dividend Yield“, „maximum Leverage“ genannt.

Die Frage nach konkreten Eingangsparametern war unter Frage 6 („Wie relevant sind die folgenden Eingangsparameter für Ihre Zielvorgaben?“) zu beantworten.

<sup>32</sup> Die Einschätzung der Bedeutung wurde wiederum auf einer Skala von 1 „sehr unwichtig“ bis 5 „sehr wichtig“ gemessen.

<sup>33</sup> Die Anzahl von Beobachtungen der investierten Kapitalgeber ist deutlich höher als diejenige der nicht investierten Kapitalgeber. Deshalb ergibt sich häufig in den gerundeten Durchschnittswerten kein Unterschied zwischen den Antworten für alle Kapitalgeber und denjenigen der investierten Kapitalgeber.

<sup>34</sup> Sie hatten in der vorhergehenden Frage 4 alle mit „keine Kriterien“ für Investitionsentscheidungen geantwortet.

**Antworten auf Frage 6 („Wie relevant sind die folgenden Eingangsparameter für Ihre Zielvorgaben?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich**

	<b>Alle Teilnehmer</b>	<b>Alle investierten Teilnehmer</b>	<b>Alle nicht investierten Teilnehmer</b>
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Interne Vorgaben	4,3	4,3	4,8
Beobachtbare Kennzahlen am Kapitalmarkt	3,7	3,7	4,4
Empfehlungen von Verbänden und Wirtschaftsprüfern	3,2	3,2	2,9
Vorgabe finanzierender Banken	3,6	3,6	3,8

Tabelle 35: Bedeutung von Kriterien für Investitionsentscheidungen (Detail) nach investierten/nicht investierten Kapitalgebern

Hier ergaben sich keine bemerkenswerten Unterschiede zu der Gruppe der bereits investierten Kapitalgeber.

**3.3.3. Die regulatorische EK-Verzinsung – Bedeutung für Investitionsentscheidungen: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber**

Gemäß Frage 7 („Welche Bedeutung hat der von der BNetzA festgelegte EK-Zinssatz für Ihre Investitionsentscheidung in Strom-/Gasnetze?“) wird die Bedeutung der EK-Verzinsung im Durchschnitt von bereits investierten und noch nicht investierten Kapitalgebern gleich beurteilt:

**Antworten auf Frage 7 („Welche Bedeutung hat der von der BNetzA festgelegte EK-Zinssatz für Ihre Investitionsentscheidung in Strom-/Gasnetze?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich**

	<b>Alle Teilnehmer</b>		<b>Alle investierten Teilnehmer</b>		<b>Alle nicht investierten Teilnehmer</b>	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	2	1%	1	1%	1	7%
1 Sehr niedrige Bedeutung	2	1%	2	1%	0	0%
2 Eher niedrige Bedeutung	15	7%	14	7%	1	7%
3 Durchschnittliche Bedeutung	47	23%	43	23%	4	27%
4 Eher hohe Bedeutung	134	66%	126	67%	8	53%
5 Sehr hohe Bedeutung	4	2%	3	2%	1	7%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>3,6 / 5,0</b>		<b>3,6 / 5,0</b>		<b>3,6 / 5,0</b>	

Tabelle 36: Bedeutung der kalkulatorischen EK-Verzinsung für die Investitionsentscheidung nach investierten/nicht investierten Kapitalgebern

Der durchschnittliche Punktwert der Bedeutung beträgt für beide Gruppen 3,6 (auf einer Skala von 1 bis 5). Auch die Verteilung der Antworten selbst ist ähnlich: In beiden Fällen beurteilt nur ein geringer Anteil von 7% bis 8% der Antworten die Bedeutung als „niedrig“.

**Antworten auf Frage 7 („Welche Bedeutung hat der von der BNetzA festgelegte EK-Zinssatz für Ihre Investitionsentscheidung in Strom-/Gasnetze?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer**

	Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand		Nicht investierte Infrastrukturfonds		Nicht investierte andere Finanzinvestoren	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	1	100%	0	0%
1 Sehr niedrige Bedeutung	0	0%	0	0%	0	0%
2 Eher niedrige Bedeutung	0	0%	0	0%	1	8%
3 Durchschnittliche Bedeutung	1	50%	0	0%	3	25%
4 Eher hohe Bedeutung	0	0%	0	0%	8	67%
5 Sehr hohe Bedeutung	1	50%	0	0%	0	0%
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,0 / 5,0</b>		<b>n/a</b>		<b>3,6 / 5,0</b>	

Tabelle 37: Bedeutung der kalkulatorischen EK – Verzinsung für die Investitionsentscheidung für nicht investierten Kapitalgebern nach Investorengruppen

Auch hier sind die Antworten aus der nicht investierten Gruppe „andere Finanzinvestoren“ bemerkenswert: Ein Teilnehmer beurteilt die Bedeutung als „eher niedrig“; hier handelt es sich allerdings wiederum um die Beratungsgesellschaft ohne eigene Investitionsabsicht, so dass diese Antwort nur wenig aussagekräftig ist. 3 Teilnehmer beurteilen die Bedeutung als „durchschnittlich“; die Antworten weisen hier wiederum auf eine mögliche stärkere Bedeutung von nicht finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen bei diesen Finanzinvestoren hin.<sup>35</sup>

Die in Frage 8 („Wie wichtig ist Ihnen (...) die Stabilität der regulatorischen Verzinsungsbedingungen – gemessen an der Höhe des EK-Zinssatzes – über mehrere Regulierungsperioden?“) thematisierte Stabilität der vom Regulierer festgelegten Verzinsung im Zeitablauf wird auch von nicht investierten Kapitalgebern als wichtig bis sehr wichtig beurteilt (4,4 von 5 Punkten). Die Bedeutung liegt etwas unterhalb derjenigen von bereits investierten Kapitalgebern (4,8/5 Punkten).

**Antworten auf Frage 8 („Wie wichtig ist Ihnen (...) die Stabilität der regulatorischen Verzinsungsbedingungen – gemessen an der Höhe des EK-Zinssatzes – über mehrere Regulierungsperioden?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich**

	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	3	1%	2	1%	1	7%
1 Sehr unwichtig	0	0%	0	0%	0	0%
2 Eher unwichtig	1	0%	0	0%	1	7%
3 Neutral	6	3%	6	3%	0	0%
4 Eher wichtig	38	19%	33	17%	5	33%
5 Sehr wichtig	156	76%	148	78%	8	53%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,7 / 5,0</b>		<b>4,8 / 5,0</b>		<b>4,4 / 5,0</b>	

Tabelle 38: Bedeutung der Stabilität der kalkulatorischen EK – Verzinsung für die Investitionsentscheidung für investierte/nicht investierten Kapitalgeber

Die einzige Antwort mit „eher unwichtig“ stammt von einem nicht investierten kommunalen Eigner.

<sup>35</sup> Hierzu zählt wiederum die o.a. Sparkasse.

**Antworten auf Frage 8 („Wie wichtig ist Ihnen (...) die Stabilität der regulatorischen Verzinsungsbedingungen – gemessen an der Höhe des EK-Zinssatzes – über mehrere Regulierungsperioden?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer**

	Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand		Nicht investierte Infrastrukturfonds		Nicht investierte andere Finanzinvestoren	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	1	100%	0	0%
1 Sehr unwichtig	0	0%	0	0%	0	0%
2 Eher unwichtig	1	50%	0	0%	0	0%
3 Neutral	0	0%	0	0%	0	0%
4 Eher wichtig	1	50%	0	0%	4	33%
5 Sehr wichtig	0	0%	0	0%	8	67%
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>3,0 / 5,0</b>		<b>n/a</b>		<b>4,7 / 5,0</b>	

Tabelle 39: Bedeutung der Stabilität der kalkulatorischen EK-Verzinsung für die Investitionsentscheidung für nicht investierten Kapitalgeber nach Investorengruppe

Für alle anderen nicht investierten Gruppen ist die Bedeutung der Stabilität so hoch wie für die bereits investierte Gruppe.

### 3.3.4. Die regulatorische EK-Verzinsung – Folgen einer möglichen Absenkung: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber

Die Konsequenzen einer möglichen Absenkung der EK-Verzinsung werden von den nicht investierten Kapitalgebern ebenfalls mehrheitlich negativ beurteilt (Frage 9: „Welchen Einfluss hat das Szenario einer drohenden Absenkung der EK-Verzinsung auf Ihre aktuellen Investitionsentscheidungen?“). Tabelle 40 zeigt den Vergleich mit den bereits Investierten:

**Antworten auf Frage 9 („Welchen Einfluss hat das Szenario einer drohenden Absenkung der EK-Verzinsung auf Ihre aktuellen Investitionsentscheidungen?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich**

	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	2	1%	2	1%	0	0%
1 Sehr negative Auswirkungen	106	52%	101	53%	5	33%
2 Eher negative Auswirkungen	79	39%	71	38%	8	53%
3 Keine Auswirkungen	11	5%	9	5%	2	13%
4 Eher positive Auswirkungen	3	1%	3	2%	0	0%
5 Sehr positive Auswirkungen	3	1%	3	2%	0	0%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>1,6 / 5,0</b>		<b>1,6 / 5,0</b>		<b>1,8 / 5,0</b>	

Tabelle 40: Einschätzung der Auswirkungen einer weiteren Absenkung der kalkulatorischen EK – Verzinsung für investierte/nicht investierte Kapitalgeber

Der Durchschnittswert der Beurteilung ist leicht positiver als bei den bereits investierten Kapitalgebern (1,8 vs. 1,6). Die beiden Fälle mit der Antwort „keine Auswirkungen“ stammen von kommunalen Investoren und „anderen Finanzinvestoren“ (jeweils 1x). In der offenen Sektion machte ein Teilnehmer der Studie aus der Gruppe der „anderen Finanzinvestoren“ detailliertere Angaben: Eine drohende

Absenkung sei „kein Dealbreaker“, andere Erwägungen seien ebenfalls wichtig.<sup>36</sup> Auch diese Antwort zeigt, dass sich in der Gruppe „andere Finanzinvestoren“ auch Fonds befinden, bei denen neben finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen auch andere Ziele mit der Investitionsentscheidung verbunden werden.

Die Antworten auf die (offene) Frage 10 („Welche grundsätzlichen Risiken bestehen aus Ihrer Sicht zukünftig, d.h. ab der 4. Regulierungsperiode für Investitionen in Strom- und Gasnetze?“) nach den grundsätzlichen Risiken einer Investition in Gas- und Stromnetze sind auch für die noch nicht investierten Kapitalgeber in die einzelnen Investorengruppen und ggf. in die 3 Bereiche „operative Risiken“, „politische Risiken“ und „finanzielle Risiken“ unterteilt:

- Für die Investoren aus dem **kommunalen Bereich** haben beide Teilnehmer die Gelegenheit zu Kommentaren genutzt. Bei den operativen Risiken wurde einmal auf die Gefahr der verringerten Instandhaltung als eine mögliche Konsequenz der weiteren Absenkung der EK-Verzinsung hingewiesen. Auf Seiten der finanziellen Risiken wurden die Entwertung von getätigten Investitionen und die erhöhten Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Fremdkapital angeführt.
- Bei den nicht investierten **Finanzinvestoren** machten 5 Teilnehmer aus der Gruppe „andere Finanzinvestoren“ weitere Aussagen bezüglich der Risikofaktoren. Als operatives Risiko wurde spezifisch auf die Notwendigkeit der Sektorenkopplung im Bereich der Gasnetze verwiesen. Als politisches Risiko für Investoren wurde einmal pauschal die Gefahr einer politischen Einflussnahme genannt. Bezüglich möglicher finanzieller Risiken wird in 4 Anmerkungen auf die niedrigeren Renditen, die Möglichkeit einer Absenkung des Ratings und die Gefahr von Investoren, auf einem wertlosen Investment („stranded Asset“) nach möglichen weiteren Entscheidungen des Regulierers mit negativen ökonomischen Konsequenzen zu sitzen, angegeben.<sup>37</sup>

Insgesamt ist hier festzuhalten, dass sich die Antworten auf die Frage nach den möglichen künftigen Risiken für die beiden Gruppen von Investoren nicht nennenswert unterscheiden.

Auch die Antworten auf Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) fallen etwas positiver aus als bei den bereits Investierten:

---

<sup>36</sup> Der betreffende Investor beantwortete Frage 9 nach möglichen Reaktionen auf eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung mit „keine Auswirkungen“.

<sup>37</sup> Bemerkenswert ist an dieser Stelle, dass 4 von diesen 5 „anderen Finanzinvestoren“ bei der späteren Frage 11 antworten, dass sie die aktuelle EK-Verzinsung von 6,91% als ausreichend empfinden. Die Antworten auf Frage 10 zeigen, dass sie eine weitere Absenkung trotzdem als deutlich nachteilig einstufen.

**Antworten auf Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich**

	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	20	10%	18	10%	2	13%
Nicht ausreichend	127	62%	121	64%	6	40%
Ausreichend	57	28%	50	26%	7	47%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>

Tabelle 41: Einschätzung der aktuellen kalkulatorischen EK-Verzinsung für investierte/nicht investierte Kapitalgeber

Hier sind mehr als die Hälfte der Antworten der Ansicht, dass die aktuelle Verzinsung ausreicht (53,8%); das ist deutlich mehr als der Anteil bei den investierten Kapitalgebern (29,2%). Die Aufteilung auf die verschiedenen Investorengruppen belegt, dass der Großteil der „ausreichenden“ Antworten wiederum aus dem Bereich der anderen Finanzinvestoren stammt:

**Antworten auf Frage 11 („Wie bewerten Sie die kalkulatorische Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer**

	Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand		Nicht investierte Infrastrukturfonds		Nicht investierte andere Finanzinvestoren	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	1	100%	1	8%
Nicht ausreichend	1	50%	0	0%	5	42%
Ausreichend	1	50%	0	0%	6	50%
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>

Tabelle 42: Einschätzung der aktuellen kalkulatorischen EK-Verzinsung für nicht investierte Kapitalgeber nach Investorengruppen

50% der Antworten aus der Gruppe der „anderen Finanzinvestoren“ (6 aus 12) beurteilt die aktuelle Verzinsung als „ausreichend“. Adjustiert man die Antwort um die hier enthaltene, nicht als Investor auftretende Beratungsgesellschaft, verbleiben noch 5 „andere Finanzinvestoren“ mit „ausreichender“ Einschätzung.<sup>38</sup> Auch dieses Ergebnis weist darauf hin, dass sich in dieser Gruppe offensichtlich einige Investoren/Fonds befinden, bei denen nicht ausschließlich finanzwirtschaftliche Zielsetzungen verfolgt werden. Bei den kommunalen, nicht investierten Kapitalgebern ist ein Teilnehmer mit der aktuellen Verzinsung zufrieden.

Die Einschätzung der künftigen Risiken fällt für die nicht investierten Kapitalgeber ebenfalls etwas optimistischer aus (Frage 12: „Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Diskussion (Energiewende) die künftige Entwicklung des Geschäftsrisikos von Netzbetreibern ein?“)

<sup>38</sup> Hierzu zählt allerdings nicht die o.a. Sparkasse.

**Antworten auf Frage 12 („Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Diskussion (Energiewende) die künftige Entwicklung des Geschäftsrisikos von Netzbetreibern ein?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich**

	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	3	1%	3	2%	0	0%
1 Stark sinkendes Risiko	1	0%	1	1%	0	0%
2 Eher sinkendes Risiko	3	1%	3	2%	0	0%
3 Konstantes Risiko	19	9%	14	7%	5	33%
4 Eher steigendes Risiko	125	61%	116	61%	9	60%
5 Stark steigendes Risiko	53	26%	52	28%	1	7%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>4,1 / 5,0</b>		<b>4,2 / 5,0</b>		<b>3,7 / 5,0</b>	

Tabelle 43: Einschätzung des künftigen Geschäftsrisikos für Netzbetreiber für investierte/nicht investierte Kapitalgeber

Der Durchschnittswert der Einschätzungen liegt mit 3,7 niedriger als bei allen Investoren (4,1). Das liegt daran, dass 5 Teilnehmer die Entwicklung der Risiken aus der Energiewende als neutral („konstantes Risiko“) einstufen. Tabelle 44 verdeutlicht, dass diese Einschätzung wiederum größtenteils durch die Antworten der Kategorien der nicht investierten „anderen Finanzinvestoren“ und Kommunen getrieben wird:

**Antworten auf Frage 12 („Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Diskussion (Energiewende) die künftige Entwicklung des Geschäftsrisikos von Netzbetreibern ein?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer**

	Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand		Nicht investierte Infrastrukturfonds		Nicht investierte andere Finanzinvestoren	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	0	0%	0	0%
1 Stark sinkendes Risiko	0	0%	0	0%	0	0%
2 Eher sinkendes Risiko	0	0%	0	0%	0	0%
3 Konstantes Risiko	1	50%	0	0%	4	33%
4 Eher steigendes Risiko	1	50%	1	100%	7	58%
5 Stark steigendes Risiko	0	0%	0	0%	1	8%
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsantwort</b>	<b>3,5 / 5,0</b>		<b>4,0 / 5,0</b>		<b>3,8 / 5,0</b>	

Tabelle 44: Einschätzung des künftigen Geschäftsrisikos für Netzbetreiber für nicht investierte Kapitalgeber nach Investorengruppen

Hier beurteilen 4 von 12 Teilnehmern (inkl. der Beratungsgesellschaft) die Risiken als „gleichbleibend“.

Die leicht optimistischere Einschätzung der nicht investierten Kapitalgeber zeigt sich ebenfalls bei den abgefragten Reaktionen auf eine weitere Absenkung der EK-Verzinsung im Fall einer bereits getätigten Investition in Frage 13 („Unter der Annahme, dass Sie bereits in Strom-/Gasnetzen investiert sind: Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit einer oder mehreren der folgenden Maßnahmen reagieren werden?“):<sup>39, 40</sup>

<sup>39</sup> Die Frage wurde von den nicht investierten Kapitalgebern unter der Fiktion beantwortet, dass sie bereits investiert wären.

<sup>40</sup> Die Einschätzung der Bedeutung der Reaktion wurde wiederum auf einer Skala von 1 „sehr unwahrscheinlich“ bis 5 „sehr wahrscheinlich“ gemessen.

**Antworten auf Frage 13 („Unter der Annahme, dass Sie bereits in Strom-/Gasnetzen investiert sind: Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit einer oder mehreren der folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich**

	<b>Alle Teilnehmer</b>	<b>Alle investierten Teilnehmer</b>	<b>Alle nicht investierten Teilnehmer</b>
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Verringerung der finanziellen Mittel für Investitionen	4,1	4,1	3,6
Finanzierung der Investitionen mit höherem FK-Anteil	3,3	3,3	3,2
Hinnahme niedrigerer Beiträge	2,4	2,4	2,8
Abgabe / Veräußerung	2,9	2,9	2,8

Tabelle 45: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der kalkulatorischen EK-Verzinsung (bereits getätigte Investitionen) für investierte/nicht investierte Kapitalgeber

Die Reduktion der Investitionen wird als immer noch wichtigste, insgesamt aber etwas weniger wahrscheinliche Reaktion beurteilt als bei den bereits investierten Kapitalgebern (3,6 statt 4,1). Die Handlungsoptionen „Finanzierung mit höherem Fremdkapital-Anteil“ und „Veräußerung“ werden für beide Gruppen ganz ähnlich beurteilt. Die unterschiedliche Beurteilung der Handlungsoption „geringere Beiträge zum kommunalen Haushalt“ erklärt sich beim Blick auf die Verteilung der einzelnen Untergruppen:

**Antworten auf Frage 13 („Unter der Annahme, dass Sie bereits in Strom-/Gasnetzen investiert sind: Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit einer oder mehreren der folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer**

	<b>Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand</b>	<b>Nicht investierte Infrastruktur-fonds</b>	<b>Nicht investierte andere Finanz-investoren</b>
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Verringerung der finanziellen Mittel für Investitionen	4,0	n/a	3,6
Finanzierung der Investitionen mit höherem FK-Anteil	4,0	n/a	3,1
Hinnahme niedrigerer Beiträge	4,0	n/a	2,6
Abgabe / Veräußerung	2,5	n/a	2,8

Tabelle 46: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der EK-Verzinsung (bereits getätigte Investitionen) für nicht investierte Kapitalgeber nach Investorengruppen

Der hohe Durchschnittswert für die nicht investierten Kapitalgeber wird verursacht durch die Antworten der nicht investierten Kommunen: Hier ist der Wert für die Handlungsoption, (notgedrungen) niedrigere Beiträge zum Haushalt zu akzeptieren mit 4,0/5,0 deutlich höher als für die nicht investierten anderen Finanzinvestoren.

Die folgende Frage 14 („Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) richtet sich direkt an die noch nicht investierten Teilnehmer der Studie. Sie erkundigt sich nach den möglichen Reaktionen auf eine mögliche weitere Absenkung der EK-Verzinsung.

Tabelle 47 zeigt die Antworten für beide Investorengruppen:

Antworten auf Frage 14 („Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich			
	Alle Teilnehmer	Alle investierten Teilnehmer	Alle nicht investierten Teilnehmer
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Verzicht auf Durchführung der Investition	4,0	4,0	3,7
Finanzierung der Investition mit höherem FK-Anteil	3,2	3,2	3,3
<b>Differenz beider Mittelwerte</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3<sup>41</sup></b>

Tabelle 47: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der EK-Verzinsung (noch nicht getätigte Investitionen) für investierte/nicht investierte Kapitalgeber

Man erkennt, dass auch hier die angegebene Reaktion der nicht investierten Kapitalgeber etwas moderater ausfällt: Die Option „Verzicht auf Durchführung der Option“ wird mit einem Wert von 3,7/5 beurteilt gegenüber einem Wert von 4,0/5 für bereits investierte Kapitalgeber.<sup>42</sup> Die Finanzierung mit mehr Fremdkapital wird als eine etwas wahrscheinlichere Reaktion eingestuft (3,3/5 vs. 3,2/5).<sup>43</sup> Diese Antworten vermitteln zunächst den Eindruck, bei noch nicht investierten Kapitalgebern würde eine mögliche Absenkung der EK-Verzinsung als weniger negativ empfunden als bei den bereits investierten. Dieser Eindruck ist aus mehreren Gründen irreführend:

- In dieser Frage ist als Option der vollständige **Verzicht** auf die Durchführung der Investition (in Energienetze) angeführt. Dies ist eine deutlich stärkere Reaktion auf die in den Fragen zuvor für die bereits investierten Investoren angebotene **Verringerung des Investitionsbetrages**. Die „Hürde“ für diese Antwort liegt also höher als bei den Fragen zuvor; daher ist es nicht überraschend, dass die Zustimmung hierzu auch etwas geringer ausfällt.
- Der Verzicht auf die Realisierung ist immer noch deutlich höher als die Option der Durchführung mit einem erhöhten Fremdkapitalanteil.
- Schließlich wird der im Vergleich niedrigere Wert der Option „Verzicht auf die Investition“ wiederum durch eine spezielle Investorengruppe aus dem Bereich „andere Finanzinvestoren“ getrieben. Das zeigt die detaillierte Darstellung der Antworten über die verschiedenen Investorengruppe der nicht investierten Kapitalgeber:

<sup>41</sup> Der Unterschied zur Differenz der Mittelwerte ergibt sich durch Rundungsdifferenzen.

<sup>42</sup> Hier gehen wir davon aus, dass die bereits investierten Kapitalgeber diese Frage unter der Fiktion beantworten, sie wären noch nicht investiert.

<sup>43</sup> Die Differenz zwischen den Mittelwerten der beiden Reaktionsmöglichkeiten ist für die nicht investierten Kapitalgeber entsprechend niedriger (0,3 vs. 0,8).

**Antworten auf Frage 14 („Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der EK-Zinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer**

	<b>Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand</b>	<b>Nicht investierte Infrastruktur- fonds</b>	<b>Nicht investierte andere Finanz- investoren</b>
	Mittelwert	Mittelwert	Mittelwert
Verzicht auf Durchführung der Investition	4,0	5,0	3,5(3,6)
Finanzierung der Investition mit höherem FK-Anteil	4,0	2,0	3,3(3,3)
<b>Differenz beider Mittelwerte</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,2(0,4)<sup>44</sup></b>

Tabelle 48: Einschätzung von Maßnahmen als Reaktion auf eine mögliche Absenkung der EK-Verzinsung (noch nicht getätigte Investitionen) für nicht investierte Kapitalgeber nach Investorengruppen

Man erkennt, dass der niedrige Durchschnittswert der Handlungsoption „Verzicht auf die Investition“ durch den niedrigen Wert der Investorengruppe „andere Finanzinvestitionen“ verursacht wird (3,5/5). Auch hier spielt die Beratungsgesellschaft eine besondere Rolle: Sie schätzt als einziger nicht investierter Teilnehmer die Option „Realisierung mit einem höheren Fremdkapitalanteil“ als realistischer („eher wahrscheinlich“) ein als den Verzicht auf die Durchführung der Investition („eher unwahrscheinlich“). Wegen der fehlenden Investoreneigenschaft wird diese Aussage in der Interpretation der Ergebnisse weniger gewichtet. Die Zahlen in Klammern in Tabelle 48 zeigen, dass ohne diese Beobachtung die Differenz zwischen den Einschätzungen der beiden Optionen leicht höher ausfällt (0,4 statt 0,2). Der nicht investierte Infrastrukturfonds beurteilt die Handlungsoption „Verzicht auf die Investition“ als deutlich wahrscheinlichere Reaktion mit einem Wert von 5/5. Bemerkenswert ist an dieser Stelle auch, dass die Option „Realisierung der Investition mit einem höheren Fremdkapitalanteil“ für den Infrastrukturfonds offensichtlich nicht in Frage kommt (2/5). Die nicht investierten Kommunen schätzen die beiden genannten Reaktionsmöglichkeiten als gleichwertig ein.

<sup>44</sup> Der Unterschied zur Differenz der Mittelwerte ergibt sich durch Rundungsdifferenzen.

### 3.3.5. Mindestanforderung der Investoren: investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber

Zentral ist wiederum die Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/ Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) nach den Renditeforderungen. Tabelle 45 zeigt die Verteilung und die Durchschnittswerte für die investierten und die nicht investierten Kapitalgeber:

Antworten auf Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/ Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) – Investierte und nicht investierte Umfrageteilnehmer im Vergleich						
	Alle Teilnehmer		Alle investierten Teilnehmer		Alle nicht investierten Teilnehmer	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	12	6%	11	6%	1	7%
<4%	3	1%	2	1%	1	7%
4-5%	5	2%	5	3%	0	0%
5-6%	15	7%	11	6%	4	27%
6-7%	66	32%	63	33%	3	20%
7-8%	74	36%	70	37%	4	27%
>8%	29	14%	27	14%	2	13%
<b>Total</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>189</b>	<b>100%</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsrendite</b>	<b>7,0%</b>		<b>7,0%</b>		<b>6,6%</b>	

Tabelle 49: Renditeforderung für Investitionen in Strom- und Gasnetz für investierte/nicht investierte Kapitalgeber

Für die nicht investierten Kapitalgeber fällt die Renditeforderung mit durchschnittlich 6,6% etwas niedriger aus als für alle Kapitalgeber mit 7,0%. Tabelle 46 zeigt allerdings, dass der niedrigere Wert durch eine einzige Antwort, eine Renditeforderung von unter 4%, stark beeinflusst wird; aufgrund der niedrigen Anzahl von Beobachtungen schlägt diese Antwort deutlich auf den Durchschnittswert durch<sup>45</sup>. Ohne diese Antwort würde sich ein Durchschnittswert von 6,8% und somit eine deutlich niedrigere Differenz zu den bereits investierten Kapitalgebern ergeben. Die genauere Aufteilung der Antworten auf die verschiedenen Untergruppen zeigt die folgende Tabelle 50:

Antworten auf Frage 15 („Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/ Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?“) – Übersicht der nicht investierten Umfrageteilnehmer						
	Nicht investierte Kommunen / öffentliche Hand		Nicht investierte Infrastrukturfonds		Nicht investierte andere Finanzinvestoren	
	# Antworten	%	# Antworten	%	# Antworten	%
Keine Antwort möglich	0	0%	0	0%	1	8%
<4%	1	50%	0	0%	0	0%
4-5%	0	0%	0	0%	0	0%
5-6%	0	0%	0	0%	4	33%
6-7%	1	50%	0	0%	2	17%
7-8%	0	0%	0	0%	4	33%
>8%	0	0%	1	100%	1	8%
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>
<b>Durchschnittsrendite</b>	<b>5,0%</b>		<b>8,5%</b>		<b>6,7%</b>	

Tabelle 50: Renditeforderung für Investitionen in Strom- und Gasnetz für nicht investierte Kapitalgeber nach Investorengruppen

Hier zeigen sich wiederum deutliche Unterschiede: Der durchschnittliche Wert der nicht investierten 2 kommunalen Eigentümer liegt bei lediglich 5,0%; hierfür ist wiederum die einzelne Einschätzung

<sup>45</sup> Es handelt sich hier um eine namentlich nicht bekannte Kommune; in Frage 11 wurde korrekt die aktuelle EK-Verzinsung von 6,9% als „ausreichend“ angegeben. In Frage 9 gab der Teilnehmer an, eine Absenkung der EK-Verzinsung habe „keine Auswirkungen“.

einer Zielrendite von unter 4% verantwortlich. Der einzelne Infrastrukturfonds hat lt. eigener Auskunft eine Renditeforderung von mehr als 8%; in der Gruppe der anderen Finanzinvestoren errechnet sich ein Durchschnittswert von 6,7%. 4 Teilnehmer aus dieser Gruppe weisen eine Renditeforderung zwischen 5% und 6%, 4 weitere Teilnehmer eine Forderung von 7% bis 8% sowie ein Investor eine Renditeforderung von mehr als 8% auf.

### **3.3.6. Kernaussagen zum Abgleich investierte vs. nicht investierte Kapitalgeber**

Insgesamt zeigt die Analyse der Antworten für die nicht investierten Kapitalgeber ein vergleichbares Bild mit den Einschätzungen der bereits investierten Kapitalgeber:

- Die Anzahl an Investoren, die eine Renditeforderung von weniger als 5% aufweisen (dies wäre der Wert, der bei einer erneuten Absenkung der EK-Verzinsung zu erwarten ist), ist extrem niedrig. Aus der Gruppe der nicht investierten Kapitalgeber ist dies gerade ein Investor.
- Die Renditeforderung der kommunalen Eigentümer ist niedriger als diejenige der Finanzinvestoren. Auch bei den nicht investierten Kapitalgebern verfolgt diese Investorengruppe nicht ausschließlich finanzwirtschaftliche Zielsetzungen mit der Investition in Gas- und Stromnetze.

Die Zusammenfassung der gesamten Ergebnisse der Umfrage befindet sich in einem Management Summary am Anfang dieses Dokuments.

#### 4. Anhang: Vollständiger Fragebogen im Wortlaut

1. In welchem Unternehmen / welcher Körperschaft sind Sie tätig?

Für alle Umfrageteilnehmer		
<input type="radio"/> Kommune/öffentliche Hand	<input type="radio"/> Pensionskasse/ -fond	<input type="radio"/> Öffentliche Beteiligungsgesellschaft
<input type="radio"/> Industrieller Eigentümer	<input type="radio"/> Infrastrukturfonds	
<input type="radio"/> Private Equity Fonds	<input type="radio"/> Anderer Finanzinvestor	

2. Investiert Ihr Unternehmen / ein von Ihnen beaufsichtigtes Unternehmen heute bereits in Strom-/Gasnetze?

Für alle Umfrageteilnehmer
<input type="radio"/> Nein
<input type="radio"/> Ja

3. Was ist Ihre Einschätzung hinsichtlich des Bedarfs an Investitionen in Strom-/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren?

Für alle Umfrageteilnehmer				
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Stark sinkender Bedarf	Eher sinkender Bedarf	Konstanter Bedarf	Eher steigender Bedarf	Stark steigender Bedarf
<input type="radio"/>				
Keine Antwort möglich				

4. Gibt es Zielvorgaben für Ihre Investitionsentscheidungen in Strom-/Gasnetze? Wenn ja, welche Zielvorgaben gibt es und wie wichtig sind diese für Sie?

Für alle Umfrageteilnehmer
<input type="radio"/> Nein
<input type="radio"/> Ja

5. Wenn Frage 4 mit „Ja“ beantwortet wurde: Wie wichtig sind die folgenden Zielvorgaben für Sie?

Für alle Teilnehmer aus der Gruppe „Kommune/öffentliche Hand“, die mit „Ja“ geantwortet haben					
	Sehr unwichtig	Eher unwichtig	Neutral	Eher wichtig	Sehr wichtig
Politische/gesetzliche Vorgaben	<input type="radio"/>				
Gewinnvorgaben in absoluten Größen (z.B. von Kommunen)	<input type="radio"/>				
Renditevorgaben (z.B. Kapitalkosten oder interner Zinsfuß)	<input type="radio"/>				
Vergleich mit Alternativenanlagen (z.B. via Benchmarking)	<input type="radio"/>				
Andere Vorgaben	(offenes Textfeld)				

Für alle Teilnehmer aus der Gruppe „Industrielle Eigentümer“, die mit „Ja“ geantwortet haben					
	Sehr unwichtig	Eher unwichtig	Neutral	Eher wichtig	Sehr wichtig
Politische/gesetzliche Vorgaben	<input type="radio"/>				
Gewinnvorgaben in absoluten Größen	<input type="radio"/>				
Renditevorgaben (z.B. Kapitalkosten oder interner Zinsfuß)	<input type="radio"/>				
Vergleich mit Alternativenanlagen (z.B. via Benchmarking)	<input type="radio"/>				
Andere Vorgaben	(offenes Textfeld)				

Für alle Teilnehmer aus der Gruppe „Finanzinvestoren“, die mit „Ja“ geantwortet haben					
	Sehr unwichtig	Eher unwichtig	Neutral	Eher wichtig	Sehr wichtig
Politische/gesetzliche Vorgaben	<input type="radio"/>				
Gewinnvorgaben in absoluten Größen	<input type="radio"/>				
Renditevorgaben (z.B. Kapitalkosten oder interner Zinsfuß)	<input type="radio"/>				
Vergleich mit Alternativenanlagen (z.B. via Benchmarking)	<input type="radio"/>				
Andere Vorgaben	(offenes Textfeld)				

6. Wie relevant sind die folgenden Eingangsparameter für Ihre Zielvorgaben?

Für alle Teilnehmer aus der Gruppe „Kommune/öffentliche Hand“, die Frage 4 mit „Ja“ beantwortet haben					
	Sehr irrelevant	Eher irrelevant	Neutral	Eher relevant	Sehr relevant
Interne Vorgaben (z.B. aus dem Haushalt)	<input type="radio"/>				
Beobachtbare Kennzahlen am Kapitalmarkt	<input type="radio"/>				
Empfehlungen von Verbänden und Wirtschaftsprüfern	<input type="radio"/>				

Vorgaben finanzierender Banken	<input type="radio"/>				
Andere Quellen	(offenes Textfeld)				

<b>Für alle Teilnehmer aus der Gruppe „Industrielle Eigentümer“, die Frage 4 mit „Ja“ beantwortet haben</b>					
	Sehr irrelevant	Eher irrelevant	Neutral	Eher relevant	Sehr relevant
Interne Vorgaben (z.B. aus Budget/Wirtschaftsplan)	<input type="radio"/>				
Beobachtbare Kennzahlen am Kapitalmarkt	<input type="radio"/>				
Empfehlungen von Verbänden und Wirtschaftsprüfern	<input type="radio"/>				
Vorgaben finanzierender Banken	<input type="radio"/>				
Andere Quellen	(offenes Textfeld)				

<b>Für alle Teilnehmer aus der Gruppe „Finanzinvestoren“, die Frage 4 mit „Ja“ beantwortet haben</b>					
	Sehr irrelevant	Eher irrelevant	Neutral	Eher relevant	Sehr relevant
Interne Vorgaben (z.B. Mindest-/Target-IRR)	<input type="radio"/>				
Beobachtbare Kennzahlen am Kapitalmarkt	<input type="radio"/>				
Empfehlungen von Verbänden und Wirtschaftsprüfern	<input type="radio"/>				
Vorgaben finanzierender Banken	<input type="radio"/>				
Andere Quellen	(offenes Textfeld)				

7. Welche Bedeutung hat der von der BNetzA festgelegte Eigenkapitalzinssatz (EKI-Zinssatz) für Ihre Investitionsentscheidung in Strom-/Gasnetze?

Für alle Umfrageteilnehmer				
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sehr niedrige Bedeutung	Eher niedrige Bedeutung	Durchschnittliche Bedeutung	Eher hohe Bedeutung	Sehr hohe Bedeutung
<input type="radio"/>				
Keine Antwort möglich				

8. Investitionen in Strom- und Gasnetze gehen mit einer langen Kapitalbindung über 40-50 Jahre einher. Wie wichtig ist Ihnen vor diesem Hintergrund die Stabilität der regulatorischen Verzinsungsbedingungen – gemessen an der Höhe des EKI-Zinssatzes – über mehrere Regulierungsperioden?

Für alle Umfrageteilnehmer				
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sehr unwichtig	Eher unwichtig	Neutral	Eher wichtig	Sehr wichtig
<input type="radio"/>				
Keine Antwort möglich				

9. Welchen Einfluss hat das Szenario einer drohenden Absenkung der Eigenkapitalverzinsung auf Ihre aktuellen Investitionsentscheidungen?

Für alle Umfrageteilnehmer				
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sehr negative Auswirkungen	Eher negative Auswirkungen	Keine Auswirkungen	Eher positive Auswirkungen	Sehr positive Auswirkungen
<input type="radio"/>				
Keine Antwort möglich				
Plus: (Textfeld für zusätzliche Kommentare)				

10. Welche grundsätzlichen Risiken bestehen aus Ihrer Sicht zukünftig, d.h. ab der 4. Regulierungsperiode für Investitionen in Strom- und Gasnetze?

Alle Umfrageteilnehmer
Textbox

11. Wie bewerten Sie die kalkulatorische Verzinsung nach der aktuell geltenden 3. RegP von aktuell 6,91% vor KSt. (nach Steuern 5,64%)? Ist sie Ihrer Meinung nach ausreichend, um die aktuellen Risiken zu kompensieren?

Alle Umfrageteilnehmer	
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nicht ausreichend	Ausreichend
<input type="radio"/>	
Keine Antwort möglich	

12. Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Diskussion (Energiewende) die künftige Entwicklung des Geschäftsrisikos von Netzbetreibern ein?

Für alle Umfrageteilnehmer				
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Stark sinkendes Risiko	Eher sinkendes Risiko	Konstantes Risiko	Eher steigendes Risiko	Stark steigendes Risiko
<input type="radio"/>				
Keine Antwort möglich				

13. Unter der Annahme, dass Sie bereits in Strom-/Gasnetzen investiert sind: Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie auf den Rückgang der Eigenkapitalzinssätze mit einer oder mehreren der folgenden Maßnahmen reagieren werden?

*Hinweis: Das Prinzip der Versorgungssicherheit als Grundvoraussetzung für die Energieversorgung soll mit dieser Frage nicht in Abrede gestellt werden.*

Für alle Teilnehmer aus der Gruppe „Kommune/öffentliche Hand“					
	Sehr unwahrsch.	Eher unwahrsch.	Neutral	Eher wahrsch.	Sehr wahrsch.
Verringerung der finanziellen Mittel für Investitionen	<input type="radio"/>				
Finanzierung der Investitionen mit höherem Fremdkapital-Anteil	<input type="radio"/>				
Hinnahme niedrigerer Beiträge zum kommunalen Haushalt	<input type="radio"/>				
Abgabe / Veräußerung von Konzessionsgebieten	<input type="radio"/>				
Sonstige Maßnahmen	(offenes Textfeld)				

Für alle anderen Teilnehmer					
	Sehr unwahrsch.	Eher unwahrsch.	Neutral	Eher wahrsch.	Sehr wahrsch.
Verringerung der finanziellen Mittel für Investitionen	<input type="radio"/>				
Finanzierung der Investitionen mit höherem FK-Anteil	<input type="radio"/>				
Hinnahme niedrigerer Beiträge	<input type="radio"/>				
Veräußerung der Beteiligung	<input type="radio"/>				
Sonstige Maßnahmen	(offenes Textfeld)				

14. Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie als potenzieller Neu-Investor auf den Rückgang der Eigenkapitalzinssätze mit den folgenden Maßnahmen reagieren werden?

Für alle Umfrageteilnehmer					
	Sehr unwahrsch.	Eher unwahrsch.	Neutral	Eher wahrsch.	Sehr wahrsch.
Verzicht auf Durchführung der Investition	<input type="radio"/>				
Finanzierung der Investition mit höherem FK-Anteil	<input type="radio"/>				
Sonstige Maßnahmen	(offenes Textfeld)				

15. Welche Renditeansprüche haben Sie für eine Investition in Strom/Gasnetze in den nächsten 10 Jahren? Bitte beziehen Sie sich auf den Zinssatz vor Körperschaftsteuer. Für die aktuelle dritte Regulierungsperiode liegt dieser bei 6,91% (nach Steuern 5,64%).

Für alle Umfrageteilnehmer					
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
<4%	4-5%	5-6%	6-7%	7-8%	>8%
<input type="radio"/>					
Keine Antwort möglich					

16. Freiwillige Angabe: Unternehmen/Institution, das/die Sie als Investor vertreten

Alle Umfrageteilnehmer
Textbox