

Berlin, 14. März 2025

BDEW Bundesverband
der Energie- und
Wasserwirtschaft e.V.
Reinhardtstraße 32
10117 Berlin
www.bde

Stellungnahme

Begleitschreiben der BNetzA zum Methodengutachten Frontier, Randl, Zechner

BDEW-Stellungnahme zur vorläufigen Einordnung der Erkenntnisse der BNetzA aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW) in Berlin und seine Landesorganisationen vertreten mehr als 2.000 Unternehmen. Das Spektrum der Mitglieder reicht von lokalen und kommunalen über regionale bis hin zu überregionalen Unternehmen. Sie repräsentieren rund 90 Prozent des Strom- und gut 60 Prozent des Nah- und Fernwärmeabsatzes, über 90 Prozent des Erdgasabsatzes, über 95 Prozent der Energienetze sowie 80 Prozent der Trinkwasserförderung und rund ein Drittel der Abwasserentsorgung in Deutschland.

Der BDEW ist im Lobbyregister für die Interessenvertretung gegenüber dem Deutschen Bundestag und der Bundesregierung sowie im europäischen Transparenzregister für die Interessenvertretung gegenüber den EU-Institutionen eingetragen. Bei der Interessenvertretung legt er neben dem anerkannten Verhaltenskodex nach § 5 Absatz 3 Satz 1 LobbyRG, dem Verhaltenskodex nach dem Register der Interessenvertreter (europa.eu) auch zusätzlich die BDEW-interne Compliance Richtlinie im Sinne einer professionellen und transparenten Tätigkeit zugrunde. Registereintrag national: R000888. Registereintrag europäisch: 20457441380-38

Inhaltsverzeichnis

1	BDEW-Anforderungen an eine Methodenfestlegung	3
1.1	Anforderungen an die Grundsätze für eine WACC-Kapitalverzinsungsmethode.....	4
1.2	Anforderungen an eine Methodenfestlegung zur Eigenkapitalverzinsung.....	6
1.3	Anforderungen an eine Methodenfestlegung zur Fremdkapitalverzinsung	8
2	Spezifische Anmerkungen/Erläuterungen.....	9
2.1	Capital Asset Pricing Model (CAPM) und weitere Kapitalmarktmodelle	9
2.2	Risikofreier Zinssatz	10
2.3	Methoden zur Bestimmung der Marktrisikoprämie.....	10
2.4	Kapitalquote.....	13
2.5	Fremdkapitalkostensatz.....	13
3	Anhang.....	19

1 BDEW-Anforderungen an eine Methodenfestlegung

Die bisherigen Expertenaustausche zur pauschalen Erstattung von Kapitalkosten und Methoden zur Bestimmung der eingehenden Zinssätze und Finanzierungsquoten und das am 16.01.2025 von der BNetzA vorgelegte Papier zur vorläufigen Einordnung der Erkenntnisse aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode nebst dem Gutachten von Frontier Economics und den Professoren Randl/Zechner zeigen auf, dass die BNetzA grundsätzlich bereit ist, die **Methodik zur Bestimmung der Kapitalkosten für Eigen- und Fremdkapital methodisch weiterzuentwickeln**. Die ist auch aus Sicht des BDEW dringend geboten und daher zu begrüßen!

Aus Sicht des BDEW ist der Prozess der Expertenaustausche und die gemeinsame Diskussion über die methodische Weiterentwicklung zur Kapitalverzinsung der richtige Weg und sollte in dieser Form auch künftig weiter fortgesetzt werden. Zudem sollte er auch für andere Themenkomplexe im Rahmen des NEST-Prozesses durchgeführt werden.

Darüber hinaus weist der BDEW darauf hin, dass der BNetzA am 03.02.2025 im Vorfeld des am 05.02.2025 durchgeführten 3. Expertenaustausches in Bonn bereits **umfangreiche Unterlagen mit sehr konkreten Vorschlägen und Maßnahmen** insbesondere zur Ermittlung der EK- und FK-Kostensätze übermittelt wurden (siehe insbes. BDEW-Präsentation 3. Expertenaustausch Kapitalverzinsung sowie NERA-Präsentation zur Methodik Eigenkapitalverzinsung). Diese Unterlagen wurden von der BNetzA am 07.02.2025 auf der BNetzA-Homepage veröffentlicht. Die Inhalte konnten laut Auskunft der BNetzA vom 05.02.2025 aber noch nicht in dem am 16.01.2025 von der BNetzA veröffentlichten Einordnungsschreiben und dem Gutachten von Frontier Economics und den Professoren Randl und Zechner abschließend berücksichtigt werden. Der BDEW fordert die BNetzA daher auf, diese wichtigen Inhalte der Branchenkonsultation abschließend gesamthaft zu würdigen und **in der Konsultation zur Methodenfestlegungen zur Kapitalverzinsung zu berücksichtigen**.

Die Netzbetreiber brauchen schnell Klarheit

Vor dem Hintergrund der immensen Investitionsbedarfe - aktuell und in den kommenden Jahren - **benötigen die Netzbetreiber und deren Investoren im Zuge der Umstellung auf das WACC-Modell schnell Klarheit**, wie die Eigen- und Fremdkapitalkostensätze im Rahmen des WACC-Modells für die 5. Regulierungsperiode methodisch ermittelt werden sollen. Nur so können mit **hinreichend konkreten Abschätzungen über die zu erwartenden Niveaus der Kapitalkostensätze** im Sinne einer „Korridor-Sicherheit“ die Netzbetreiber ihre Investitionsentscheidungen treffen. Eines steht dabei fest: Eine bloße Vereinfachung und Pauschalierung der Kapitalkostenkalkulation durch die Einführung des WACC-Modells ist kein Selbstzweck und würde deutlich zu kurz greifen.

Nur wenn die regulatorischen Verzinsungsbedingungen gegenüber dem Status quo in der 4. Regulierungsperiode deutlich verbessert werden und der Eigenkapitalzinssatz auch für das bereits investierte Kapital im Rahmen der Ermittlung des Ausgangsniveaus deutlich angehoben wird, können die hohen Investitionen für die kommenden Jahre wirtschaftlich abgesichert und auch getätigt werden.

Der BDEW erwartet von der BNetzA daher, dass die Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung im Ergebnis **klare methodische Leitplanken und Referenzpunkte zur Validierung** der nachgelagerten Einzelfestlegungen setzt, anhand derer die BNetzA innerhalb ihres Ermessensspielraums die Eigen- und Fremdkapitalkosten kapitalmarktgerecht und dem Stand der Wissenschaft entsprechend festlegt. Nur so kann hinreichende Planungssicherheit für Netzbetreiber und Investoren sichergestellt und ein methodischer Rahmen gesetzt werden, der auch einer gerichtlichen Überprüfung standhält.

In den nachfolgenden Abschnitten dieser Stellungnahme fasst der BDEW daher die **konkreten Anforderungen der Netzbetreiber** zusammen, die im Rahmen der Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung von der BNetzA zu berücksichtigen sind (Kapitel 1) und bezieht darüber hinaus detaillierter Stellung zur sachgerechten Ausgestaltung der einzelnen Bausteine in einem WACC-Kapitalverzinsungsmodell (Kapitel 2).

1.1 Anforderungen an die Grundsätze für eine WACC-Kapitalverzinsungsmethode

Zunächst weist der BDEW daraufhin, dass bei der keineswegs trivialen Einführung des in der internationalen Regulierungspraxis üblichen WACC-Modells für die deutschen Strom- und Gasnetzbetreiber darauf zu achten ist, dass es aufgrund der Systemumstellung **nicht zu einer systematischen Schlechterstellung** bei der Ermittlung der Kapitalkosten im Vergleich zum Status Quo nach den Vorgaben der Strom- und GasNEV kommen darf. Beispielhaft sei die Behandlung der Zuschüsse bei der Ermittlung der Verzinsungsbasis genannt.

Im Eckpunktepapier zum NEST-Prozess der BNetzA vom 17.01.2024 heißt es auf Seite 20: *„Mit der Einführung eines WACC würde eine Angleichung an den internationalen Standard und mit der stärkeren Standardisierung eine höhere Transparenz und Planbarkeit für Investoren erreicht.“*

Mit der Ablösung der Kapitalkostenkalkulation nach den Vorgaben der Strom- und GasNEV sollen gleichzeitig spezifische **Besonderheiten der bisherigen Kalkulationspraxis in Deutschland abgeschafft** werden. Beispielhaft sei der Entfall der kalkulatorischen Gewerbesteuer auf das „EK II“ genannt. Die erzielbaren Renditen auf das investierte Kapital werden mit der Einführung des WACC-Modells für Investoren damit **zweifelsfrei deutlich transparenter und planbarer** als bisher. Dies führt zu einer deutlich verbesserten Vergleichbarkeit mit internationalen Märkten. Insbesondere Investoren werden künftig die festgelegten Renditeparameter

sehr genau analysieren, da diese nun direkt mit anderen Ländern vergleichbar sind. Der von der BNetzA festgelegte Eigenkapitalzinssatz ist das maßgebliche Kriterium für die Wettbewerbsfähigkeit der regulatorischen Investitionsbedingungen und muss sich dem internationalen Vergleich stellen. Gleichzeitig muss der pauschale Fremdkapitalkostensatz marktgerecht bestimmt werden.

Mit der Einführung des WACC-Modells an sich wird aber noch kein Beitrag zur Verbesserung der regulatorischen Investitionsbedingungen geleistet. Dies kann nur dann erreicht werden, wenn die Methodik der Bestimmung der Eigen- und Fremdkapitalkosten, der Höhe nach, ein kapitalmarktgerechtes Niveau sicherstellt.

Im Einzelnen ist dies durch folgende Grundsätze sicherzustellen (detaillierte Erläuterung ff.)

- › Eigenkapitalkosten sind nach dem anerkannten Modell des **Capital Asset Pricing-Modells (CAPM)** zu ermitteln.
 - Die einzelnen **Parameter des CAPM** - insbesondere der risikolose Zinssatz und die Marktrisikoprämie - sind dabei modellkonform **so konsistent wie möglich aufeinander abzustimmen**.
 - Da es sich bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten nach dem CAPM stets um eine **prognostische Entscheidung (Schätzung)** für den künftigen Anwendungszeitraum handelt, sind die einzelnen Parameter, insbesondere die Marktrisikoprämie, und auch das Gesamtergebnis der Höhe der ermittelten Eigenkapitalkosten **durch mehrere methodischen Verfahren und Referenzwerte bestmöglich abzusichern und zu plausibilisieren**.
- › Auch wenn die **Ermittlung der Fremdkapitalkosten** im WACC-Modell methodenimmanent pauschaliert für alle Netzbetreiber erfolgt, muss dabei das Ziel verfolgt werden, die **tatsächlichen Fremdkapitalzinsen zuzüglich der anfallenden Nebenkosten der Fremdfinanzierung bestmöglich abzudecken**. Die vollständige Anerkennung der tatsächlichen Fremdkapitalkosten ist eine Stärke im bisherigen Regulierungssystem. Das zukünftige WACC-Modell mit pauschaler Ermittlung muss die Kosten des Fremdkapitals daher bestmöglich und nahe am Kapitalmarkt abbilden, damit Netzbetreiber ihre Finanzierung weiterhin **risikoneutral** und **kapitalmarktorientiert** ausrichten können. Eine marktgerechte Abbildung ist essenziell, um nationale und internationale Kapitalgeber anzuziehen und den Zugang zu langfristiger Finanzierung sicherzustellen.
- › Bzgl. der Bestimmung der **Eigen- und Fremdkapitalquote im WACC-Modell** begrüßt der BDEW auch vor dem Hintergrund der damit erzielten Planungssicherheit die von der BNetzA frühzeitig kommunizierte Absicht, die Eigenkapitalquote für die 5. Regulierungsperiode auf dem bisherigen Niveau von 40% zu belassen. Der BDEW weist aber eindringlich

darauf hin, dass das **Niveau von 40% eine mindestens erforderliche Untergrenze für die Eigenkapitalquote** darstellt, die auch künftig insbesondere auch zur Sicherstellung angemessener Fremdkapitalkonditionen keinesfalls unterschritten werden darf. Dies belegt auch das Gutachten von Frontier Economics/Randl/Zechner, wonach die regulatorischen Eigenkapitalquoten im internationalen Vergleich in einer Bandbreite zwischen 40% und 60% liegen.

1.2 Anforderungen an eine Methodenfestlegung zur Eigenkapitalverzinsung

Zur Festlegung der Eigenkapitalkosten soll weiterhin das CAPM herangezogen werden. Der bloße Rückgriff auf dieses allgemein wissenschaftlich anerkannte Kapitalmarktmodell stellt jedoch noch keine wettbewerbsfähige Eigenkapitalverzinsung sicher. Diese kann nur gewährleistet werden, wenn das **CAPM nach aktuellem Stand der Wissenschaft** angewendet bzw. die Modell-Parameter dementsprechend ermittelt werden. Besondere Bedeutung kommt hier der **Konsistenz zwischen Marktrisikoprämie (MRP) und dem risikolosen Zinssatz (rf)** zu. Auch, wenn eine „numerische Konsistenz“ durch die BNetzA abgelehnt wird, darf dies nicht zur Aushöhung der Konsistenzanforderung führen.

Darüber hinaus müssen wir feststellen, dass die BNetzA, bei der Anwendung des CAPM die MRP weiterhin anhand der Methode der **historischen Überrenditen (HÜ)** bestimmen will. Die Ausführungen in den Gutachten von Frontier Economics/Randl/Zechner und NERA sowie die europäische Regulierungspraxis zeigen dabei deutlich, dass **„die eine“ einzig korrekte Methode nicht existiert**, da alle Methoden spezifische Schwächen aufweisen.

Eine wesentliche Schwäche der Methode der HÜ ist aber die **systematische Unterschätzung** der MRP, insbesondere in Niedrigzinsphasen, im Vergleich zu anderen geeigneten Methoden. Sollte die BNetzA also weiterhin die **HÜ** nutzen wollen, muss sie **deren Ergebnisse zwingend durch die Betrachtung alternativer Methoden plausibilisieren und absichern**. So wie es auch dem Stand der Wissenschaft entspricht.

Ebenso wie es nicht die einzig richtige Methode zur Bestimmung der MRP gibt, existiert auch nicht der einzig korrekte Punktwert für die MRP und das auch nicht innerhalb einer Methode. Vielmehr lassen sich innerhalb einer Methode **Bandbreiten für die MRP** ableiten, wie sowohl Frontier Economics/Randl/Zechner als auch NERA aufzeigen.

Die **Methodenfestlegung muss diesen Umstand aufgreifen und eine oder mehrere Sekundärmethoden festlegen, die zur Plausibilisierung und Absicherung der Primärmethode** herangezogen werden. Aus Sicht des BDEW sollte hier der **Total Market Return (TMR)-Ansatz** zur Anwendung kommen, dieser wird in anderen europäischen Ländern sogar als Primärmethodik verwendet.

Gleiches gilt für die verwendete Datengrundlage. Der BDEW hält es (wie die BNetzA) für richtig, keinen konkreten Datensatz in der Methodenfestlegung vorzugeben. Vielmehr sollte in der Methodenfestlegung festgehalten werden, dass z.B. bei zukünftiger Verwendung der DMS-Datenbank, zur Absicherung, Validierung und Einordnung in die Bandbreite ein weiterer Datensatz betrachtet werden muss. Dazu empfiehlt der BDEW die Verwendung des Datensatz von Jordà, Schularick und Taylor (JST). Dies deckt sich mit dem Gutachten von Frontier Economics/Randl/Zechner, wonach „künftig zusätzlich auch die „JST-Datenbank in Betracht gezogen werden kann“.

Zwei weitere wichtige **Kriterien zur Plausibilisierung der MRP**, die aus Sicht des BDEW in die Methodenfestlegung niedergeschrieben werden müssen, sind der sogenannte „Zinskeil“ und die Berücksichtigung von **Präzedenzfällen** aus anderen europäischen Ländern oder regulierten Sektoren. Die EU-Kommission empfiehlt beispielsweise in regulierten Infrastrukturen die Anwendung einer nicht-sektorspezifischen MRP, der die BNetzA im Telekommunikationsbereich mit einer MRP i.H.v. 5,95%¹ nachkommt.

Der Zinskeil ist ein wichtiger Indikator für die o.g. wissenschaftlich konsistente Anwendung des CAPM, da er Differenzen (also Inkonsistenzen) bei der Anwendung des risikolosen Basiszinssatz als solchen („rf vorne“) und als Abzugsterm in der MRP („rf hinten“) offenbart.

Zudem sollte in der Methodenfestlegung festgehalten werden, dass bei Anwendung der HÜ das **arithmetische Mittel** gemäß dem Stand der Wissenschaft zu verwenden ist.

Neben der geschilderten Herangehensweise zur MRP ist auch das **Gesamtergebnis**, also die Höhe des festzulegenden Eigenkapitalzinssatzes zu **plausibilisieren und abzusichern**. NERA hat dazu pragmatische und in der Praxis etablierte Vorschläge gemacht (Details s. Präsentation, S. 25-26), die Eingang in die Methodenfestlegung finden müssen:

- › Internationaler Vergleich der Regulierungsregime (erleichtert durch das WACC-Modell und auch Empfehlung von Frontier Economics/Randl/Zechner)
- › Analystenberichte, die die unmittelbare Markterwartung widerspiegeln
- › Finanzierbarkeitstest
- › Abgleich zu Fremdkapitalkosten

¹ Vgl. BNetzA (2024): Beschluss BK3a24/012 d

Zudem sollte im Sinne einer Gesamtwürdigung auch die von Frontier Economics/Randl/ Zechner empfohlene Würdigung „energiepolitischer Aspekte (z.B. Netzausbau für Energiewende erforderlich)“ in die Methodenfestlegung aufgenommen werden.

Nur mit der Aufnahme dieser Plausibilisierungs- bzw. Absicherungs- und Einordnungskriterien in die Methodenfestlegung wird ein transparenter methodischer Rahmen zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten geschaffen, der dem Stand der Wissenschaft entspricht und damit auch den Empfehlungen der Gutachter der BNetzA und des BDEW Rechnung trägt.

1.3 Anforderungen an eine Methodenfestlegung zur Fremdkapitalverzinsung

Da die Ermittlung der Fremdkapitalkosten in einem WACC-Modell, wie zuvor bereits ausgeführt, methodenimmanent für alle Netzbetreiber pauschaliert erfolgt, müssen bereits in der Methodenfestlegung die wesentlichen Leitplanken und Parameter sowie die Dynamisierung im Zeitablauf so gesetzt werden, dass eine Erstattung der tatsächlich anfallenden, effizienten Fremdkapitalzinsen zuzüglich Nebenkosten der Fremdfinanzierung durch die nachgelagerten Einzelfestlegungen jederzeit sichergestellt ist.

In der Methodenfestlegung ist in einem ersten Schritt zu verankern, dass eine Ermittlung der regulatorischen Fremdkapitalkosten methodisch über einen **direkten, marktorientierten Ansatz** erfolgt, der auf Renditen von Anleihen eines Referenzindex abstellt. Auch wenn dieser Referenzindex erst später in den nachgelagerten Einzelfestlegungen genauer zu spezifizieren ist, so sind die **inhaltlichen Anforderungen**, die ein solcher Referenzindex bzw. eine solche Zinsreihe erfüllen sollte, bereits in der Methodenfestlegung zu definieren. Dazu zählen:

- › die geographische und branchenseitige Abgrenzung der Peer-Group
- › den Anlagehorizont bzw. die zu berücksichtigenden Restlaufzeiten von um die 10 Jahre
- › das BBB-Rating in Abhängigkeit der Kapitalquote, steigenden Investitionen und veränderten Geschäftsrisiken, wobei dieses fortlaufend zu überprüfen und bei Bedarf auch anzupassen ist
- › die pauschale Berücksichtigung von Fremdkapital- bzw. Finanzierungsnebenkosten, da diese nicht mehr als Teil des Finanzergebnisses regulatorisch berücksichtigt werden.

Neben den inhaltlichen Anforderungen an den Referenzindex sind in der Methodenfestlegung auch die **Dynamisierung der Festlegung** des Fremdkapitalzinssatzes **sowohl für Basisjahrbestände als auch für Neuinvestitionen** während der Regulierungsperiode festzulegen, damit eine kapitalmarktgerechte Vergütung der Fremdkapitalkosten im Zeitverlauf sichergestellt wird.

Darüber hinaus gilt es auch den **Zeitraum für die Durchschnittsbildung** bei der Anzahl der heranzuziehenden Jahreswerte des Referenzindex bzw. der entsprechenden Zinsreihe zu definieren. Der BDEW weist an dieser Stelle darauf hin, dass für den Übergang in die 5. Regulierungsperiode aufgrund der dynamischen Marktbedingungen und zur Sicherstellung einer bestmöglichen Kostenerstattung bei Umstellung vom pagatorischen Ansatz auf den pauschalen kalkulatorischen Ansatz hier zunächst ein Betrachtungszeitraum von 3 bis 5 Jahren definiert werden sollte, während in nachfolgenden Regulierungsperioden in einem „eingeschwungenen Zustand“ eine Durchschnittsbildung über einen 10-Jahres-Zeitraum grundsätzlich sinnvoll ist.

2 Spezifische Anmerkungen/Erläuterungen

2.1 Capital Asset Pricing Model (CAPM) und weitere Kapitalmarktmodelle

Basierend auf den Ergebnissen ihrer Gutachter möchte die BNetzA auch in Zukunft das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zur Herleitung des Eigenkapitalzinssatzes verwenden. Diese Ansicht wird grundsätzlich vom BDEW unterstützt.

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

Unter Berücksichtigung des aktuellen Standes der Wissenschaft, der sich insbesondere unter dem Eindruck der Niedrigzinsphase der Jahre 2008 bis 2022 deutlich weiterentwickelt hat, ist ein solcher Prüfungsansatz kritisch zu bewerten. Denn auch wenn die verworfenen Methoden dem CAPM nicht grundsätzlich überlegen sein sollten, besteht die Möglichkeit, dass sie ergänzend zum CAPM zusätzliche Informationen zum Verlauf und der Höhe der von den Investoren geforderten Eigenkapitalverzinsung liefern und somit das auf Basis des CAPM ermittelte Ergebnis qualitativ verbessern können.

Da eine solche Einordnung alternativer Modelle seitens der Gutachter nicht vorgenommen wurde, ist zu befürchten, dass der von den meisten europäischen Regulierungsbehörden angewendete **Methodenpluralismus zur Ableitung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes** für die BNetzA zukünftig keine Rolle spielen wird. Die angestrebte Beschränkung der Ableitung der Parameter des CAPM ausschließlich mittels historischer Überrenditen führt dazu, dass der Handlungsspielraum für zukünftige Einzelfestlegungen ungerechtfertigt eingeschränkt wird, gegenwärtige Marktbedingungen adäquat abzubilden. Verfahren, die auf aktuellen Marktwerten basieren und eine hohe Praxisrelevanz bei der Unternehmensbewertung und der Performance-Bewertung von Aktientiteln aufweisen, kommen damit nicht zur Anwendung. Die Begrenzung der verfügbaren Möglichkeiten zur **Operationalisierung eines CAPM-Modells** auf

einen einzigen methodischen Ansatz widerspricht zudem einer wissenschaftlichen und methodenoffenen Herangehensweise und entspricht damit nicht dem Stand der Wissenschaft. Der BDEW hat hierzu gangbare Vorschläge unterbreitet.

Der BDEW fordert die BNetzA auf, Plausibilisierungsansätze zur qualitativen Verbesserung der Ermittlung der Eigenkapitalkosten in die Methodenfestlegung aufzunehmen.

2.2 Risikofreier Zinssatz

Die von der BNetzA genannten **Kriterien** für die Auswahl geeigneter Reihen (Restlaufzeit 10-20 Jahre, Notierung in Euro, Verwendung von Nullkuponanleihen, Verwendung von Euroraum-Staatsanleihen mit AAA-Länderrating sowie deutsche Staatsanleihen als Referenzzinsreihe für den risikolosen Zinssatz) erscheinen – für sich betrachtet – sachgerecht. Die Bestimmung der expliziten Reihe in der Einzelfestlegung anhand der maßgeblichen Kriterien aus der Methodenfestlegung ist schlüssig.

Der vorgeschlagene **Durchschnittszeitraum** von 3-5 Jahren erscheint sachgerecht. Grundsätzlich darf der Zeitraum der Durchschnittsbildung jedoch nicht ausschlaggebend für einen sachgerechten, nach dem aktuellen Stand der Wissenschaft ermittelten EK-Zinssatz sein. Der risikolose Zinssatz darf wegen seiner Wirkung im CAPM zum einen als Basiszins und zum anderen als „Abzugsterm“ bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie (MRP) nicht isoliert für sich betrachtet werden. Vielmehr ist hier auf eine **Konsistenz** des r_f im Rahmen der Anwendung des CAPM zu achten. Wenn eine „numerische Konsistenz“ seitens der BNetzA abgelehnt wird, darf dies nicht zur Aushöhlung der Konsistenzanforderung führen. **Eine numerische Abweichung unter den beiden verwendeten r_f weist zumindest immer auf eine Plausibilisierungsnotwendigkeit hin.**

2.3 Methoden zur Bestimmung der Marktrisikoprämie

Die BNetzA beabsichtigt, die Marktrisikoprämie weiterhin auf Basis historischer Überrenditen zu ermitteln. Die hierfür nötige Datenquelle plant sie nicht in der Methodenfestlegung vorzugeben, sondern lediglich Kriterien aufzunehmen, die erfüllt werden müssen.

Die Ermittlung der Marktrisikoprämie kann bei historischen Überrenditen gegenüber kurz- oder langfristigen risikofreien Anleihen erfolgen. Die BNetzA beabsichtigt eine Ermittlung gegenüber langfristigen Anleihen. Weitere methodischen Vorgaben, hinsichtlich der Auswahl der Datenreihen und der betrachteten Länder und des Betrachtungszeitraums sollen im Rahmen der Methodenfestlegung nicht erfolgen. Gleiches gilt auch in Bezug auf die Frage der Mittelwertbildung. Diese notwendigen Entscheidungen sollen erst im Zuge der konkreten Ermittlung einer Marktrisikoprämie, also der Einzelfestlegung erfolgen.

In der Methodenfestlegung sollten allerdings qualitative Prüfkriterien zur Orientierung vorgegeben werden. Ein Beispiel hierfür könnte ein Vergleich mit dem europäischen Ausland darstellen.

Der BDEW hat im Rahmen der bisherigen Expertengespräche, auch mit Unterstützung des Gutachters NERA, sehr umfassend Stellung genommen und Möglichkeiten zur Weiterentwicklung der bisherigen Bestimmung der Marktrisikoprämie aufgezeigt. Das Ansinnen der BNetzA, weiterhin auf **historische Überrenditen**, als aus ihrer Sicht überlegene Methode zur Ermittlung der Marktrisikoprämie abzustellen, **wird vom BDEW in dieser Allgemeinheit nicht geteilt.** Die Bestimmung der Marktrisikoprämie erfolgt im Vorfeld einer Regulierungsperiode und ist damit eine zukunftsgerichtete Schätzung eines unbekanntes Wertes. Aufgrund dieser zukunftsgerichteten Schätzung ist unmittelbar ersichtlich, dass es sich um einen, beim Zeitpunkt der Festlegung, unbekanntes Wert handelt.

Bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie als zentraler Regulierungsparameter muss ein möglichst robuster und auf unterschiedlichen Wegen validierter Schätzwert Anwendung finden.

Der BDEW sieht daher auch weitere Methoden, wie den **TMR-Ansatz** oder weitere **vorwärtsgewandete Methoden** weiterhin als eine mögliche und auch bedenkenswerte Alternative zur Schätzung einer zukunftsgerichteten Marktrisikoprämie.

Wenn die BNetzA weiterhin den Ansatz der historischen Überrenditen verwenden will, weist der BDEW ausdrücklich darauf hin, dass die Gefahr besteht, dass eine ausschließliche Verwendung einer rückwärtsgewandten Methode nicht zu sachgerechten Ergebnissen führt und nicht den Ansprüchen an eine zukunftsfähige Regulierung genügt. Es müssen zumindest alternative Ansätze im Rahmen der von der BNetzA genannten **Prüfkriterien** aufgegriffen und **zur Plausibilisierung** herangezogen werden.

Neben diesem Punkt und dem bereits von der BNetzA angedachten Vergleich mit dem europäischen Ausland sieht der BDEW insbesondere **folgende Prüfkriterien** als notwendig und sinnvoll an:

- › Vergleich mit der **Sektorübergreifenden Marktrisikoprämie** aus anderen Festlegungsverfahren der BNetzA (**Konsistenz** der Behörde über die Sektoren)
- › Numerische Differenz zwischen den beiden risikolosen Zinssätzen (**Zinskeil**)
- › Prüfung, ob der Netzbetreiber mit dem festgelegten WACC-Zinssatz die Kosten des EK/FK decken kann und das unterstellte bzw. angepeilte Rating damit erreichen kann (**Finanzierbarkeitstest**)

- › Signifikanter Abstand des EK-Zinssatzes im Vergleich zu Fremdfinanzierungskonditionen, um die höhere Risikotragung des Eigenkapitals gegenüber dem Fremdkapital abzubilden (**Risiko-Adjustierung**)

Zwar sieht der BDEW die Beweggründe der BNetzA eine Vielzahl an Entscheidungen zur Ermittlung der Marktrisikoprämie erst im Rahmen der Einzelfestlegung zu treffen, gleichwohl trifft dies nach Ansicht des BDEW nicht auf sämtliche Entscheidungen zu, die von der BNetzA in ihrem Einordnungspapier der Einzelfestlegung zugeordnet worden werden.

Die Frage der Mittelwertbildung ist nach Auffassung des BDEW aus wissenschaftlicher Sicht geklärt. Das **arithmetische Mittel** ist gegenüber dem geometrischen Mittel im Rahmen der Durchschnittsbildung vorzuziehen. Daher spricht sich der BDEW bereits im Rahmen der Methodenfestlegung eindeutig für die Auswahl des arithmetischen Mittels aus.

Die BNetzA beabsichtigt keine konkrete Datenreihe festzuschreiben. Dies begrüßt der BDEW ausdrücklich. Wenn unterschiedliche Datensätze grundsätzlich zur Schätzung der Marktrisikoprämie verwendet werden können, dann sollte die gewählte Methodik innerhalb der historischen Überrenditen dies auch ermöglichen.

Mit dem Ansatz eines globalen CAPM, aufbauend auf **internationalen Aktien- und Anleiheportfolios** mit unterschiedlichen Gewichtungen gelingt dies jedoch nicht. Unabhängig von dieser Fragestellung hat der BDEW im laufenden Prozess bereits auf die methodischen **grundsätzlichen Mängel dieses Ansatzes** hingewiesen.

Ein Lösungsansatz besteht in dem Rückgriff auf nationale Marktrisikoprämien, die in den unterschiedlichen Datensätzen vorhanden sind. Ausgehend von diesen nationalen Marktrisikoprämien kann dann die Länderauswahl sowie der Zeitraum ausgewählt werden. Mithilfe von Gewichtungsfaktoren kann damit eine **gewichtete, historische Marktrisikoprämie** auf Basis der nationalen historischen Marktrisikoprämien ermittelt werden.

Der BDEW spricht sich daher dafür aus, bei einer Festlegung auf die historischen Überrenditen in der Methodenfestlegung die **nationalen Marktrisikoprämien als Ausgangspunkt für die Ermittlung der Marktrisikoprämie** festzuschreiben.

Die in der Einzelfestlegung dann zu treffenden Entscheidungen beziehen sich insbesondere auf die Frage der Länderauswahl, der Gewichtung und des Zeitraums. Auch muss die Frage der Konsistenz zwischen den beiden risikolosen Zinssätzen beantwortet werden, gleiches gilt für die Fragestellung des „Golden Ages of Bonds“ und der damit verbundenen Auswirkung auf die historischen Überrenditen. Alle diese Fragestellung ermöglichen auch weiterhin im Rahmen der Einzelfestlegung eine Bandbreite bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie innerhalb der die BNetzA dann ihre Festlegung treffen kann.

2.4 Kapitalquote

Bzgl. der Bestimmung der **Eigen- und Fremdkapitalquote im WACC-Modell** stimmt der BDEW auch im Sinne der Planungssicherheit der Beibehaltung der Eigenkapitalquote für die 5. Regulierungsperiode auf dem bisherigen Niveau von 40% zu. Der BDEW weist aber eindringlich darauf hin, dass das **Niveau von 40% eine mindestens erforderliche Untergrenze für die Eigenkapitalquote** darstellt, die auch künftig insbesondere auch zur Sicherstellung angemessener Fremdkapitalkonditionen keinesfalls unterschritten werden darf. Dies belegt auch das Gutachten von Frontier Economics/Randl/Zechner, wonach die regulatorischen Eigenkapitalquoten im internationalen Vergleich in einer Bandbreite zwischen 40% und 60% liegen (vgl. S. 61).

2.5 Fremdkapitalkostensatz

Richtigerweise führt die BNetzA zum Fremdkapitalkostensatz aus, dass die Einführung des WACC einer Zinsfestlegungsmethode bedarf, die die Fremdkapitalkosten sachgerecht widerspiegelt. Denn schon in der bisherigen deutschen Regulierung liegt die Stärke darin, dass Fremdkapitalkosten im Wesentlichen durchgeleitet und damit deren gegebene Variation und Volatilität regulatorisch vollständig berücksichtigt werden. Diese **Stärke darf sich durch einen methodischen Wechsel zu einem pauschalen WACC nicht in eine Schwäche umwandeln** und Fremdkapitalkosten zu einer regulatorischen Risikoposition werden. Netzbetreiber sollten auch zukünftig die Möglichkeit haben, effiziente FK-Kosten über Netzentgelte finanzieren zu können. **Neue zusätzliche Risikopositionen**, die dazu führen können, dass die tatsächlichen FK-Kosten systematisch nicht gedeckt werden können, **müssen zwingend vermieden werden**.

Dies vorangestellt, begrüßt der BDEW die Tendenz der BNetzA zur **direkten Methode** bei der marktorientierten Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes. Auch im Hinblick auf die Auswahlkriterien des dem Zinssatz zugrundeliegenden Anleiheindex teilen wir die Behördeneinschätzung im Hinblick auf die zu berücksichtigenden **Restlaufzeiten** (um die 10 Jahre) und ein **BBB-Rating** als maßgebliche Grundlage für die verwendete Index- oder Zinsreihe. Dabei ist jedoch sicherzustellen, dass die Methodik und das damit angenommene Rating auch Entwicklungen über die Zeit hinweg abbildet. Die Erreichbarkeit des heute erforderlichen/ beobachtbaren Ratings des Sektors bzw. der Netzbetreiber von BBB ist fortlaufend angesichts zukünftig erheblich steigender Investitions- und Finanzierungsvolumina oder höherer Geschäftsrisiken zu überprüfen und u.U. anzupassen. Im 3. Expertenworkshop zur Kapitalverzinsung am 5. Februar 2025 haben wir dieses Verständnis auch seitens der BNetzA vernommen, so dass der **Begriff „mindestens“** in Bezug auf das Rating aus BDEW-Sicht **irreführend** erscheint und einer entsprechenden **Klarstellung** in der Methodenfestlegung **bedarf**.

Im Hinblick auf den zugrundeliegenden Anleiheindex möchte der BDEW nochmals nachdrücklich auf den Vorschlag eines **„kundenorientierten“ Index** verweisen, der bereits in

beiden vergangenen Workshops am 21.10.2024 und 5.02.2025 angesprochen wurde. Die unterschiedlichen Fremdfinanzierungsmöglichkeiten von Netzbetreibern sprechen gegen die alleinige Anwendung eines sektorspezifischen Anleiheindex. Daher fordert der BDEW unverändert die Prüfung dieses Branchenvorschlags durch die BNetzA an, bei der Deutschen Bundesbank einen neuen „kundenorientierten“ Index zu entwickeln, der passgenau auf die Bedürfnisse aller Netzbetreiber zugeschnitten ist.

Ein sachgerechter Branchenindex zur Abbildung der Fremdkapitalkosten wäre angesichts der anstehenden Milliardeninvestitionen in die Netzinfrastruktur und deren Bedeutung für die Gesamtwirtschaft Deutschlands mehr als gerechtfertigt.

Weiter ist die Einordnung der Großen Beschlusskammer Energie zu begrüßen, den **Fremdkapitalzinssatz für Neuinvestitionen** innerhalb der Regulierungsperiode jährlich zu **dynamisieren**. Damit würde die bisherige Methodik, wie sie in den Kapitalkostenaufschlägen der vierten Regulierungsperiode angewandt wird, fortbestehen. Dies ermöglicht eine am aktuellen Kapitalmarkt orientierte Vergütung der Fremdkapitalkosten und dient dem Zweck, das Risiko für Netzbetreiber, effiziente Fremdkapitalkosten nicht decken zu können, zu reduzieren.

Das Einordnungspapier enthält jedoch keine Aussagen zur **Dynamisierung der Fremdkapitalzinssätze für die Basisjahrbestände** bzw. der Fremdkapitalkosten im Ausgangsniveau. Im zweiten Expertenaustausch zum WACC am 21.10.2024 eröffnete die BNetzA die Diskussion hierüber mit einem Impuls, welcher einen fixen Fremdkapitalzinssatz für die Basisjahrbestände über die nachfolgende Regulierungsperiode vorsah. Im dritten Expertenaustausch am 05.02.2025 bekräftigte sie ihre Sicht mit Verweis auf ihren zusätzlichen bürokratischen Aufwand. Es hätte jährlich eine vollständige Kapitalkostenprüfung zu erfolgen. Auch sprächen vorfristige Anlagenabgänge gegen eine Dynamisierung des Fremdkapitalzinssatzes für Basisjahrbestände innerhalb der nachfolgenden Regulierungsperiode. Schließlich verwies die BNetzA darauf, dass besonders werthaltige Umfinanzierungen für Bestände innerhalb einer Regulierungsperiode nicht zu erwarten seien.

Der BDEW fordert auch den Fremdkapitalzinssatz für Basisjahrbestände in der jeweils nachfolgenden Regulierungsperiode dynamisch auszuprägen.

Andernfalls ist keine kapitalmarktgerechte Vergütung der Fremdkapitalkosten gesichert und der Netzbetreiber trägt das Risiko bei einer Refinanzierung die Fremdkapitalkosten nicht decken zu können. Dieses Risiko kann über den Markt zwar weitgehend abgesichert werden, allerdings verursacht dies zusätzliche Absicherungskosten. Beide Varianten, d.h. die zusätzliche Risikotragung beim Netzbetreiber als auch die Kosten einer Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken, müssten dann im Rahmen des Fremdkapitalzinssatzes in der Ausgangsbasis **zusätzlich**

berücksichtigt werden. Nach Einschätzung des BDEW wird diesem Aspekt durch eine Dynamisierung auch der Basisjahrbestände einfacher Rechnung getragen.

Soweit die Methodik zur Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes und ein entsprechender Index festgelegt sind, ist eine **rollierende Verzinsung auch der Bestände mit nur sehr geringem bürokratischem Aufwand** möglich. Aus den Jahreswerten des Index ist lediglich der jeweils älteste durch den jeweils jüngsten hinzugekommen Zinssatz zu ersetzen. Eine weitere Befassung (oder gar Prüfung) mit der Verzinsungsbasis ist hingegen nicht notwendig.

Die planmäßigen kalkulatorischen Restbuchwerte der Bestandsanlagen liegen für die nachfolgende Regulierungsperiode im Rahmen des Kapitalkostenabzugs ex-ante vor. **Vorräte und übriges Umlaufvermögen** sollen gemäß Tenor 9 der RAMEN-Festlegung mit dem Basisjahrwert fixiert werden. Bei den zinsfreien Passivposten sollen lediglich die kalkulatorischen Restbuchwerte von Zuschüssen dynamisiert werden. Die anerkannte, planmäßige, jährliche Verzinsungsbasis für Basisjahrbestände liegt den Regulierungsbehörden folglich vor Beginn der nachfolgenden Regulierungsperiode – bereits geprüft und einfacher zu ermitteln als bisher – vor und muss nicht jährlich neu geprüft werden. Es fällt kein zusätzlicher jährlicher Prüfungsaufwand für die Regulierungsbehörden an.

Der ex-ante ermittelte **Kapitalkostenabzug** kann vorfristige Anlagenabgänge nicht berücksichtigen. Solche Anlagenabgänge führen dann dazu, dass Netzbetreiber Kapitalkosten für Anlagen erstattet bekommen, die nicht mehr im Betrieb sind. Diese Situation ist allerdings nicht neu, da sie im Status quo der Regulatorik bereits gegeben ist. Die BNetzA hat im Rahmen der jeweils nachlaufenden Kostenprüfungen über eine Methode zur Korrektur etwaig resultierender Mehrerlöse zu entscheiden. Auch dies ist erprobte Regulierungspraxis. Sofern sie wie im Rahmen der Kostenprüfung mit Bezug zum Basisjahr 2021 vorgeht, liegen ihr zukünftig auch im Fall einer rollierenden Verzinsung der Bestände alle hierfür notwendigen Daten vor.

Die These der BNetzA, nach welcher es innerhalb der Regulierungsperiode nicht zu bedeutsamen **Umfinanzierungen für die Basisjahrbestände** käme, bleibt unbelegt. Dem BDEW sind Netzbetreiber bekannt, bei denen Fremdkapital voraussichtlich (welches das übernächste Basisjahr sein wird, steht noch nicht fest) außerhalb von Basisjahren weit über das jährliche KKA-Niveau hinausgehend umzufinanzieren ist. Sofern das Fremdkapitalzinssniveau nach dem Basisjahr ansteigt, könnten solche Netzbetreiber ihre (effizienten) Fremdfinanzierungskosten allein aufgrund der beabsichtigten pauschalen Regulierungsmethode und exogener Marktveränderungen in beträchtlichem Ausmaß nicht decken. **Ein solches strukturelles Regulierungsrisiko ist aus Sicht des BDEW zwingend zu vermeiden.** Im Übrigen würden im umgekehrten Fall, also sinkender Fremdfinanzierungskosten nach dem Basisjahr, die Netznutzer überhöhte Netzkosten tragen müssen.

Der BDEW appelliert dringend an die BNetzA, den Fremdkapitalzinssatz für Basisjahrbestände in einem rollierenden System jährlich zu dynamisieren.

Wie im dritten Expertenaustausch angedeutet, wäre es für den BDEW denkbar, in diesem Fall auf Planansätze zu verzichten und nur ex-post vorliegende Fremdkapitalzinssätze mit einem etwaigen Zeitverzug zu verwenden. Damit würde ein Plan/Ist Abgleich der Zinssätze über das Regulierungskonto hinfällig.

Schließlich begrüßt der BDEW das Verständnis der BNetzA, üblicherweise nicht über Index- und Zinsreihen abgebildete **FK-Finanzierungs- bzw. FK-Nebenkosten** in einem zukünftigen WACC-System **zusätzlich zum FK-Zinssatz im WACC** gesondert würdigen und beaufschlagen zu müssen.

Zu dieser Bewertung gelangen auch vergleichbare internationale Regulierungsregime. Die hierfür maßgeblichen Erwägungsgründe zeigt eine vom BDEW in Auftrag gegebene **Kurzeinschätzung von NERA² (vgl. Anhang)**. Neben Transaktionskosten und feststellbaren Aufschlägen bei Anleihe-Neuemissionen sind demnach auch etwaige Effekte aus gegebenenfalls nicht vollumfänglich repräsentativen Referenzindizes, aus Schätzunsicherheiten bei Ex-ante-Festlegungen sowie aus Bereitstellungszinsen für Liquiditätssicherungen oder Vorfinanzierungen denkbar. Diese sind aus Sicht des BDEW entsprechend auf ihre Relevanz hin zu würdigen.

Im Ergebnis bedeutet dies, dass der **FK-Zinssatz im WACC pauschal um einschlägige FK-Nebenkosten zu erhöhen** sein wird. Anders können Netzbetreiber ihre tatsächlichen FK-Kosten in einem regulatorischen System, das Finanzergebnisse der Netzbetreiber nicht mehr wie zuvor berücksichtigt, nicht decken. Denn bisher im Finanzergebnis enthaltene Kostenpositionen werden fortan nicht mehr pagatorisch anerkannt. Dazu zählen unter anderem „Zinsaufwendungen mit Zinscharakter“ wie etwa Kreditprovisionen, Bürgschafts- und Avalprovisionen sowie Bereitstellungsgebühren, die gemäß HGB in der Position „Zinsen und ähnliche Aufwendungen, davon aus verbundenen Unternehmen verbucht werden.“³

In diesem Kontext weist der BDEW darauf hin, dass FK-Nebenkosten nicht nur bei Anleihen, sondern auch bei Krediten oder anderen Finanzierungsformen anfallen. Hingewiesen sei

² Vgl. Fremdkapital-Nebenkosten – Kurzeinschätzung im Auftrag des BDEW vom 26.02.2025, NERA Economic Consulting, Folien 4 und 5

³ Vgl. MüKoHGB/Böcking/Bär/Morawietz, 5. Aufl. 2024, HGB § 340a Rn. 157ff. Beck'scher Bilanz-Kommentar zu § 275 HGB Kommentar; XV. Zinsen und ähnliche Aufwendungen, davon aus verbundenen Unternehmen (Nr. 13), Rn. 222-233, hier insb. Rn 224; Hrsg: Dicken/Fehrenbacher/Henrichs/Kleindiek/Watrin; Stand: 01.09.2024.

insbesondere auf die nachfolgenden FK-Nebenkosten von Bankkrediten, die jeweils im Finanzergebnis abgebildet und insofern erhöhend im FK-Zins im WACC zu berücksichtigen sind. Die nachfolgende nicht abschließende Liste umfasst übliche Arten von FK-Nebenkosten:

- › **Bereitstellungszinsen** → Gebühren für die Bereitstellung von Krediten bei (vorübergehender) Nicht-Inanspruchnahme
- › **Kredit-, Bürgschafts- und Avalprovisionen** → Vermittlungsgebühr für das jeweilige Finanzprodukt
- › **Arranger Fee** (einmalig) → Provision oder Gebühr, die eine Bank (Arranger) dafür erhält, dass sie im Rahmen eines Konsortialkredits die Syndizierung, Strukturierung und Dokumentation des Darlehens besorgt.
- › **Waiver Fee** (einmalig) → Gebühr einer Bank bzw. eines Kreditgebers für den vorübergehenden Verzicht auf Kündigung, Zwangsvollstreckung oder Sicherheitenverwertung trotz Vorliegens von Kündigungs- oder Vollstreckungsvoraussetzungen
- › **Gebühr für Sicherheitentreuhänder, Konsortialführer** (jährlich wiederkehrend)
- › **Aufwendungen im Rahmen der Kreditüberwachung** → Gebühren für die Analyse und Bewertung bestehender Darlehensverträge

Im Hinblick auf die weiter oben genannten Aufschläge bei Anleihe-Neuemissionen kann inzwischen auf zahlreiche empirische Arbeiten verwiesen werden, die zeigen, dass die Renditen neu emittierter Anleihen („Primärmarktrenditen“) höher sind als die Sekundärmarktrenditen ansonsten merkmalsgleicher Anleihen. Auch der BNetzA-Gutachter diskutiert diesen Punkt („Bond Underpricing“) und nennt jährliche Effekte von 19 bis 20 Basispunkte pro Jahr. Ein niedrigerer Preis für eine neu emittierte Anleihe ist gleichbedeutend mit einer höheren Rendite der neu emittierten Anleihe. **Für die FK-Kosten von Netzbetreibern sind angesichts der üblichen FK-Aufnahme mittels Neuemissionen die Primärmarktrenditen maßgeblich.** Im bisherigen Regulierungssystem werden die Aufschläge für Neuemissionen (gegenüber Sekundärmarktrenditen) im Finanzergebnis und damit als aufwandsgleiche Kosten erfasst. Bei der Ermittlung eines kalkulatorischen FK-Zinssatzes auf Basis von Sekundärmarktrenditen wäre dies nicht mehr der Fall, so dass sich das Erfordernis eines Korrekturaufschlages ergäbe. Ein solches Erfordernis wird von Regulierungsbehörden zunehmend anerkannt.⁴

⁴ Vgl. hierzu Fremdkapital-Nebenkosten – Kurzeinschätzung im Auftrag des BDEW vom 26.02.2025, NERA Economic Consulting, Folie 8

Überdies sollten im deutschen Regulierungsumfeld solche Aufschläge einschlägig sein, die sich daraus ergeben, dass kleine Netzbetreiber, die unregelmäßig und in kleinen Volumina FK aufnehmen, hierfür tendenziell höhere Kosten entrichten. Auch für diese Mehrkosten gilt bisher, dass sie als aufwandsgleiche Kostenposition implizit in den FK-Kosten berücksichtigt werden. Das erwartbare Abstellen der BNetzA auf einen Referenzindex, der von großen Anleihen regelmäßiger Emittenten dominiert wird, hätte zur Folge, dass die Mehrkosten kleiner und selten emittierender Netzbetreiber über den Referenzzinssatz nicht abgedeckt und über einen Aufschlag auf den FK-Zins im WACC abgebildet werden müssen.⁵

Vor diesem Hintergrund spricht sich der BDEW für eine Verankerung eines Zuschlags für FK- bzw. Finanzierungsnebenkosten in der Methodenfestlegung aus.

⁵ Vgl. hierzu Fremdkapital-Nebenkosten – Kurzeinschätzung im Auftrag des BDEW vom 26.02.2025, NERA Economic Consulting, Folie 9

3 Anhang

- › NERA: Fremdkapital-Nebenkosten, Kurzeinschätzung im Auftrag des BDEW vom 26.02.2025

Ansprechpartner

Kevan Skorna
Geschäftsbereich Energienetze, Regulierung
und Mobilität
+40 30 300199-1669
kevan.skorna@bdeu.de