

Fremdkapital-Nebenkosten

Kurzeinschätzung im Auftrag des BDEW

26. Februar 2025

Einleitung

- Die Bundesnetzagentur („BNetzA“) entwickelt derzeit den Regulierungsrahmen für Strom- und Gasnetzbetreiber weiter. Im bisherigen Regulierungsrahmen werden die Fremdkapitalkosten („FK-Kosten“) ausgehend von den Jahresabschlüssen der Netzbetreiber, d.h. pagatorisch, ermittelt. Für die Zukunft sieht die BNetzA die Festlegung kalkulatorischer FK-Kosten anhand von Referenzzinssätzen vor.
- Referenzzinsreihen bilden mitunter nicht die gesamten FK-Kosten ab. Dies wirft die Fragen auf, ob der FK-Zinssatz um einen Zuschlag für FK-Nebenkosten erhöht werden sollte und wie hoch ein solcher Zuschlag anzusetzen wäre.
- Eine NERA-Auswertung der internationalen Regulierungspraxis zum Thema Kapitalkosten zeigt, dass Regulierungsbehörden den FK-Zinssatz typischerweise um einen Zuschlag für FK-Nebenkosten erhöhen.¹⁾
- Das Gutachten im Auftrag der BNetzA zum Thema Kapitalkosten führt ebenfalls aus, dass Referenzzinsreihen typischerweise nicht die gesamten FK-Kosten abbilden.²⁾ Als Beispiele für nicht erfasste Positionen nennt das BNetzA-Gutachten Emissionskosten („Bond Underpricing“) und Transaktionskosten.
- Im ihrem Einordnungsschreiben kündigt die BNetzA an, sich im Rahmen der Methodenfestlegung mit dem Erfordernis bzw. der Höhe eines Zuschlags für FK-Nebenkosten auseinanderzusetzen.³⁾
- Der BDEW hat uns vor diesem Hintergrund beauftragt, die internationale Regulierungspraxis zum Thema FK-Nebenkosten detaillierter zu untersuchen und darauf basierend einen Vorschlag zu entwickeln, wie ein solcher Zuschlag für den deutschen Kontext ermittelt werden könnte.

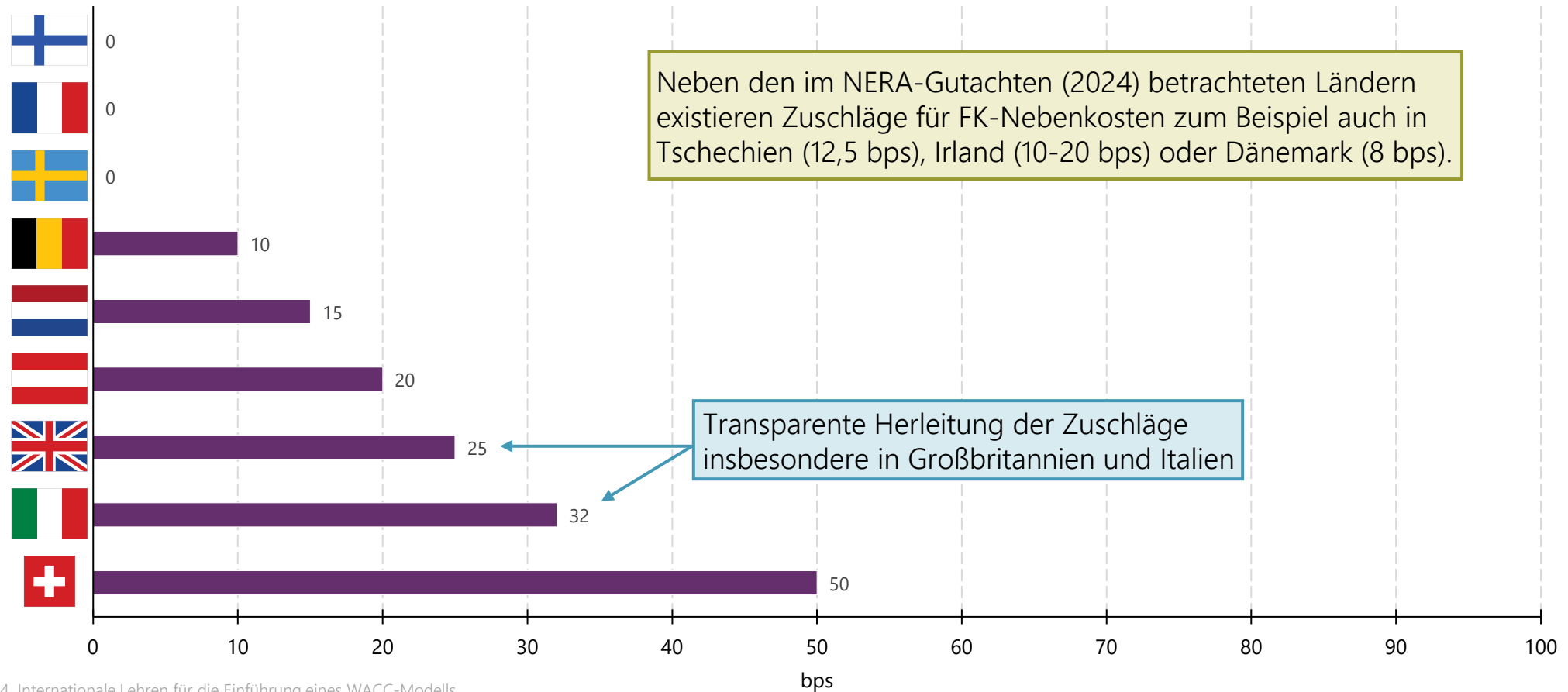
1) NERA, 21.10.2024, Internationale Lehren für die Einführung eines WACC-Modells.

2) Randl, Zechner, Frontier Economics, 2025, Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode.

3) BNetzA, 2025, Vorläufige Einordnung der Erkenntnisse aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode.

Europäische Regulierungsbehörden erhöhen die FK-Kosten typischerweise um einen Zuschlag für FK-Nebenkosten

FK-Aufschläge aus der internationalen Regulierungspraxis¹⁾



¹⁾ NERA, 21.10.2024, Internationale Lehren für die Einführung eines WACC-Modells

Erwägungsgründe aus der internationalen Regulierungspraxis für einen Zuschlag auf den anhand Referenzzinssatzreihen ermittelten FK-Zinssatz (1)

1. Mehrkosten gegenüber Index

- Der Referenzindex gibt an, mit welcher Rendite Investoren rechnen können, wenn sie eine entsprechende Anleihe auf dem Sekundärmarkt kaufen und bis Fälligkeit halten („Sekundärmarkttrendite“)
- Transaktionskosten (siehe Folie 6) und Aufschläge für Neuemissionen (siehe Folie 8) sind in einem kalkulatorischen FK-Zinssatz (auf Basis Referenzindex) nicht erfasst und müssen anderweitig (z.B. durch einen Aufschlag) berücksichtigt werden.
- Die Regulierungsbehörden in Großbritannien (Erhöhung um 6 bps) und Italien (Erhöhung um 25 bps) begründen ihre Zuschläge explizit mit solchen Mehrkosten gegenüber dem Index.¹⁾

Fokus der vorliegenden Präsentation
(Folien 6-8)

2. Index nicht repräsentativ

- Der Referenzindex gibt Aufschluss über die Sekundärmarkttrendite von Anleihen großer Emittenten. Bei der Auswahl des Referenzindex steht Repräsentativität hinsichtlich Bonität und Branche im Vordergrund.
- Allerdings können die Finanzierungskosten kleiner Unternehmen höher sein als bei den großen Emittenten im Referenzindex. Der Referenzindex ist dann nicht repräsentativ und unterschätzt die FK-Kosten kleiner Unternehmen tendenziell (siehe Folie 9)
- Die Regulierungsbehörde in Großbritannien erlaubt daher einen Zuschlag in Höhe von 6 bps für kleine und selten emittierende Netzbetreiber.²⁾

3. Unsicherheit

- Eine ex-ante Festlegung kalkulatorischer FK-Kosten kann in einer Unterschätzung der tatsächlichen FK-Kosten resultieren.
- Um die negativen Effekte einer Kostenunterdeckung zu vermeiden, können die FK-Kosten um einen Unsicherheitszuschlag erhöht werden.
- Aus diesem Grund erlaubt die italienische Regulierungsbehörde einen Unsicherheitszuschlag in Höhe von 50 bps auf neu aufgenommenes FK.
- Die Gutachter von BNetzA und BDEW halten einen Unsicherheitszuschlag für möglich (Frontier Economics)³⁾ bzw. notwendig (PwC).⁴⁾

1) Ofgem, Feb 21, RIIO-GD/T2 Final Determinations – Finance Annex (REVISED), Table 4 und ARERA, 2022, 654/2022/R/com.

2) Ofgem, Feb 21, RIIO-GD/T2 Final Determinations – Finance Annex (REVISED), S. 10.

3) Randl, Zechner, Frontier Economics, 2025, Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode, S. 71.

4) PwC, 21.10.2024, Ermittlung der regulatorischen Fremdkapitalkosten in einem WACC-Ansatz, S. 14.

Erwägungsgründe aus der internationalen Regulierungspraxis für einen Zuschlag auf den anhand Referenzzinssatzreihen ermittelten FK-Zinssatz (2)

4. Liquidität

- Netzbetreiber können Liquidität zum Beispiel über revolvingende Kredite, Kontokorrentkredite oder Kreditlinien beziehen.
- Hierfür fallen Bereitstellungszinsen (bei Nicht-Inanspruchnahme) und „normale“ Kreditzinsen (bei Inanspruchnahme) an.
- Die britische Regulierungsbehörde erhöhte den FK-Zinssatz um einen Zuschlag in Höhe von 4 bps, um den Bereitstellungszinsen Rechnung zu tragen.¹⁾
- Eine Anerkennung von Umlaufvermögen im RAB würde Netzbetreiber in Deutschland für die Kosten der Liquiditätsbeschaffung kompensieren. Insofern erscheint die Übertragbarkeit auf Deutschland eher nicht gegeben.

5. Vorfinanzierung

- Netzbetreiber müssen FK aufnehmen, bevor bestehende FK-Verträge auslaufen. Dies verursacht Mehrkosten gegenüber dem theoretischen Konstrukt einer exakten Stichtags-Refinanzierung.
- Alternativ können Netzbetreiber Kreditverträge mit Zeitverzug zwischen Vertragsschluss und Auszahlung abschließen. Auch dies führt zu Mehrkosten in Form von Bereitstellungsgebühren.
- Die britische Regulierungsbehörde erhöhte den FK-Zinssatz um einen Zuschlag in Höhe von 10 bps, um diesem sogenannten „Cost of Carry“ Rechnung zu tragen.¹⁾

¹⁾ Ofgem (Feb 21), RIIO-GD/T2 Final Determinations – Finance Annex (REVISED), Table 4.

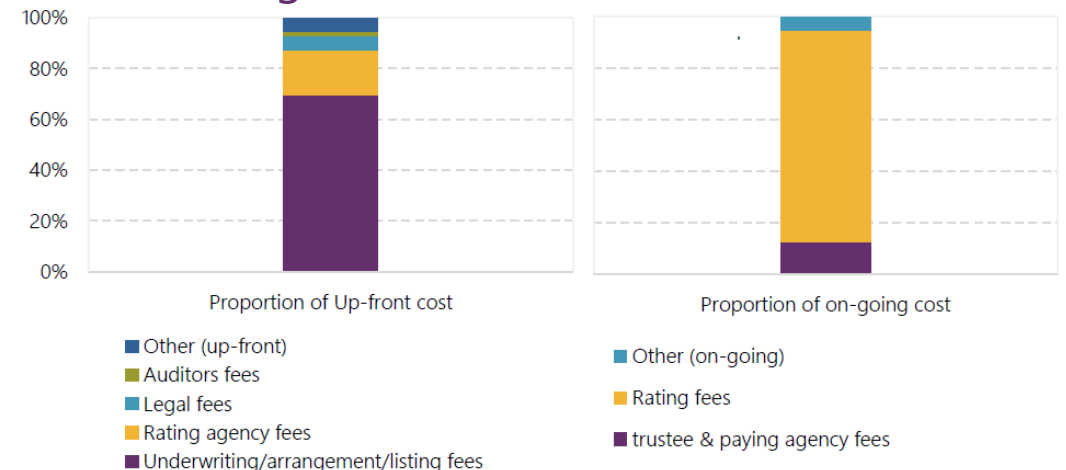
Transaktionskosten werden gegenüber diversen Parteien fällig und sind in einem kalkulatorischen FK-Zinssatz (auf Basis Referenzindex) nicht erfasst

- Transaktionskosten stellen eine zentrale Position der FK-Nebenkosten dar. Transaktionskosten fallen sowohl bei Anleiheemissionen als auch bei Kreditaufnahmen an.
- Transaktionskosten können entweder einmalig oder kontinuierlich und gegenüber folgenden Parteien anfallen:
 - Banken (einmalig bei FK-Aufnahme) ←
 - Rechtsberatung (einmalig bei FK-Aufnahme)
 - Wirtschaftsprüfer (einmalig bei FK-Aufnahme)
 - Ratingagenturen (kontinuierlich)
 - Treuhänder (kontinuierlich)
- Transaktionskosten werden im deutschen Regulierungsrahmen bisher als Bestandteil des pagatorischen FK-Aufwands erfasst.
- Ein kalkulatorischer FK-Zinssatz auf Basis eines Referenzindex erfasst diese Transaktionskosten nicht. Daher erhöhen ausländische Regulierungsbehörden kalkulatorisch ermittelte FK-Zinssätze regelmäßig um einen Zuschlag für Transaktionskosten. Die diesbezüglich transparenten Regulierungsbehörden in Großbritannien und Italien setzen Zuschläge in Höhe von 6 bps bzw. 25 bps an.

Beispiel für Transaktionskosten gegenüber Banken: Underwriting-Spread

Zwischen dem Verkaufspreis eines FK-Instruments an Investoren und dem Erlös des Emittenten besteht typischerweise ein Spread. Dieser Spread stellt die Kompensation für den Underwriter (bei Anleihen in der Regel eine Investmentbank) dar. Davis et al. (2018) quantifizieren den durchschnittlichen „Underwriting-Spread“ auf 1,09%.¹⁾ Bei einem FK-Volumen von EUR 100 Mio. entstehen demnach Underwriting-Kosten von durchschnittlich EUR 1,09 Mio., was bei einer 10-jährigen Laufzeit annualisierten Arrangement-Kosten in Höhe EUR 0,11 Mio. oder ca. 11 bps (bezogen auf das FK-Volumen, nicht diskontiert) entspricht.

Zusammensetzung Transaktionskosten Großbritannien²⁾



¹⁾ Davis, Maslar, and Roseman, 2018, Secondary Market Trading and the Cost of New Debt Issuance

²⁾ NERA, 22.02.2024, Additional Cost of Borrowing for the RIIO-3 Price Control

Transaktionskosten können wie in Großbritannien auf Basis von Ist-Daten erhoben werden, um Präzision und Praxisnähe zu gewährleisten

NERA ermittelt die Transaktionskosten in Großbritannien auf Basis eines standardisierten Prozesses,¹⁾ der auf Deutschland übertragen vier Schritte beinhalten würde:

1. Identifikation repräsentativer Stichprobe von ca. 10 bis 20 Unternehmen (Strom und Gas, Fernleitungs- und Verteilnetzbetreiber, große und kleine Netzbetreiber mit unterschiedlicher Eigentümerstruktur)
2. Abfrage von Nebenkosten bei kürzlich erfolgten FK-Emissionen auf Basis standardisiertem NERA-Template:
 - Laufzeit (für Annualisierung einmaliger Kosten) und Volumen
 - Kosten gegenüber Banken (Arrangement-Gebühren, Underwriting-Spread, Waiver-Gebühren, Upfront-Gebühren, ...)
 - Kosten gegenüber Finanz- und Rechtsberatern
 - Kosten gegenüber Wirtschaftsprüfern
 - Kosten gegenüber Ratingagenturen
 - Kosten gegenüber Treuhändern
 - Sonstige Kosten
3. Aggregation und anonymisierte Auswertung mit Fokus auf branchendurchschnittliche Transaktionskosten
4. Plausibilisierung mit Anhaltspunkten aus der akademischen Literatur (zum Beispiel bei Underwriting-Spreads) und der internationalen Regulierungspraxis, um Empfehlung für Transaktionskosten-Zuschlag abzuleiten

¹⁾ NERA, 22.02.2024, Additional Cost of Borrowing for the RIIO-3 Price Control.

Aufschlag für Neuemissionen gegenüber Sekundärmarktrenditen im Referenzindex wird auch vom BNetzA-Gutachter anerkannt

- Zahlreiche empirische Arbeiten zeigen, dass die Renditen neu emittierter Anleihen („Primärmarktrenditen“) höher sind als die Sekundärmarktrenditen ansonsten merkmalsgleicher Anleihen.¹⁾
- Der BNetzA-Gutachter diskutiert diesen Befund unter dem Begriff „Bond Underpricing“ und nennt jährliche Effekte von 19 bis 20 bps pro Jahr.²⁾ Ein niedrigerer Preis für eine neu emittierte Anleihe ist gleichbedeutend mit einer höheren Rendite der neu emittierten Anleihe.
- Für die FK-Kosten der Netzbetreiber sind die Primärmarktrenditen maßgeblich, da FK-Aufnahme immer durch Neuemissionen erfolgt. 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, was einen Korrekturaufschlag erforderlich macht.
- Das Erfordernis eines Aufschlags für Neuemissionen wird von Regulierungsbehörden zunehmend anerkannt. Der für britische Flughäfen zuständige Regulierungsbehörde CAA hat jüngst einen Aufschlag von 15 bps für Neuemissionen festgelegt.³⁾

Aufschlag für Neuinvestitionen (Großbritannien, in bps³⁾)

	Market	Utility
2024	16	10*
2023	12	13*
2022	16	19
2021	4	4
2020	8	6

*Note: *2024 and 2023 figures excludes Thames Water transactions. Including Thames Water transactions, the 2024 figure would be 14bps and 2023 figure would be 15 bps*
Source: Clearing banks' estimates

1) Rischen, T. und E. Theissen, 2021. Underpricing in the euro area bond market: New evidence from post-crisis regulation and quantitative easing. Journal of Financial Intermediation 46: 100871

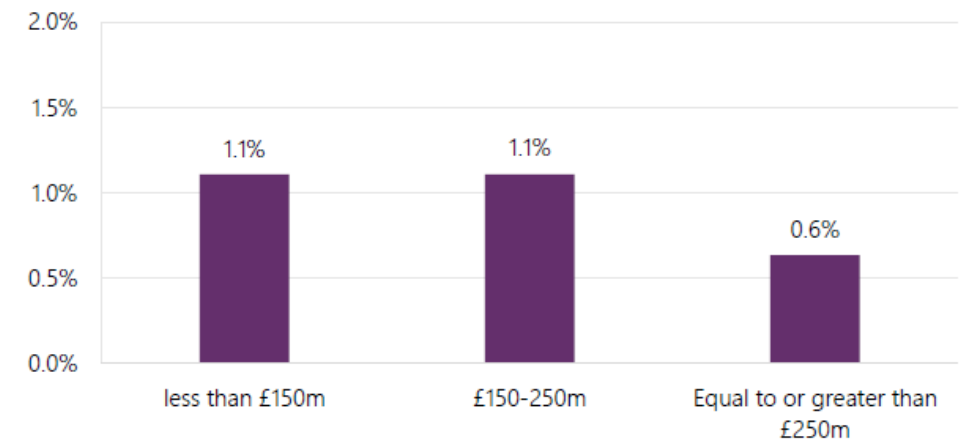
2) Randl, Zechner, Frontier Economics, 2025, GGutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode

3) NERA, 22.02.2024, Additional Cost of Borrowing for the RIIO-3 Price Control

Aufschlag für kleine und selten emittierende Netzbetreiber soll Mehrkosten gegenüber Anleihen im Referenzindex kompensieren

- Kleine Unternehmen, die unregelmäßig und in kleinen Volumina FK aufnehmen, müssen hierfür tendenziell höhere Kosten entrichten.
- Im bisherigen System wurden diese Mehrkosten durch die Behandlung des FK-Aufwands als aufwandsgleiche Kostenposition implizit berücksichtigt.
- Beim Abstellen auf einen Referenzindex, der von großen Anleihen regelmäßiger Emittenten dominiert wird, wäre dies nicht mehr der Fall. Die Mehrkosten kleiner und selten emittierender Netzbetreiber müssten über einen Aufschlag abgebildet werden.
- Der britische Regulierer Ofgem erlaubt einen Aufschlag in Höhe von 6 bps für kleine Emittenten (jährliche FK-Aufnahme < GBP 150 Mio.).
- Zur Ermittlung der Mehrkosten berücksichtigt Ofgem unter anderem Bid-Ask-Spreads, die bei kleinen FK-Volumina größer sind als bei größeren FK-Volumina (siehe Abbildung).

Bid-Ask-Spread bei Emission in Abhängigkeit des Anleihevolumens²⁾



1) Demary, Markus / Diermeier, Matthias / Haas, Heide, 2015, A Capital Markets Union for Europe: The Relevance of Banks and Markets, IW policy paper, Nr. 18, Köln

2) NERA, 22.02.2024, Additional Cost of Borrowing for the RIIO-3 Price Control



VISIT US ONLINE



LinkedIn
NERA



Subscribe

To receive publications, news,
and insights from NERA, please
visit www.nera.com/subscribe.



Contact Us

Tomas Haug, CFA

Senior Managing Director
Berlin: +49 30 700 1506 10
Tomas.Haug@nera.com

Daniel Neuhold

Economic Analyst
Berlin: +49 30 700 1506 34
daniel.neuhold@nera.com

Lorenz Wieshammer, CFA

Director
Berlin: +49 30 700 1506 32
Lorenz.Wieshammer@nera.com

CONFIDENTIALITY

Our clients' industries are extremely competitive, and the maintenance of confidentiality with respect to our clients' plans and data is critical. NERA rigorously applies internal confidentiality practices to protect the confidentiality of all client information.

Similarly, our industry is very competitive. We view our approaches and insights as proprietary and therefore look to our clients to protect our interests in our proposals, presentations, methodologies, and analytical techniques. Under no circumstances should this material be shared with any third party without the prior written consent of NERA.

© NERA

QUALIFICATIONS, ASSUMPTIONS, AND LIMITING CONDITIONS

This report is for the exclusive use of the NERA client named herein. This report is not intended for general circulation or publication, nor is it to be reproduced, quoted, or distributed for any purpose without the prior written permission of NERA. There are no third-party beneficiaries with respect to this report, and NERA does not accept any liability to any third party.

Information furnished by others, upon which all or portions of this report are based, is believed to be reliable but has not been independently verified, unless otherwise expressly indicated. Public information and industry and statistical data are from sources we deem to be reliable; however, we make no representation as to the accuracy or completeness of such information. The findings contained in this report may contain predictions based on current data and historical trends. Any such predictions are subject to inherent risks and uncertainties. NERA accepts no responsibility for actual results or future events.

The opinions expressed in this report are valid only for the purpose stated herein and as of the date of this report. No obligation is assumed to revise this report to reflect changes, events, or conditions, which occur subsequent to the date hereof.

All decisions in connection with the implementation or use of advice or recommendations contained in this report are the sole responsibility of the client. This report does not represent investment advice nor does it provide an opinion regarding the fairness of any transaction to any and all parties. In addition, this report does not represent legal, medical, accounting, safety, or other specialized advice. For any such advice, NERA recommends seeking and obtaining advice from a qualified professional.

