

Berlin, 18. August 2025

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

Stellungnahme

Entwurf der Festlegung von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes vom 30. Juni 2025

BDEW-Stellungnahme im Rahmen des Festlegungsverfahrens der Großen Beschlusskammer Energie GBK-25-02-3#1

Der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW), 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, 90 Prozent des Erdgasabsatzes, über 95 Prozent der Energienetze sowie 80 Prozent der Trinkwasser-Förderung und rund ein Drittel der Abwasser-Entsorgung 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

Inhalt

1	Grundsätzliche Anmerkungen	3
2	Spezifische Anmerkungen zum Festlegungsentwurf	5
2.1	Tenziffer 1: Adressaten	5
2.2	Tenziffer 2: Ermittlung des pauschalen Kapitalverzinsungssatzes (WACC)	5
2.3	Tenziffer 3: Kapitalquote.....	9
2.4	Tenziffer 4: Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalsatzes	10
2.4.1	Tenziffer 4.1	10
2.4.2	Tenziffer 4.2: Risikofreier Zinssatz (Basiszins)	10
2.4.3	Tenziffer 4.3: Kapitalmarktorientierter Ansatz.....	13
2.4.4	Tenziffer 4.4: Marktrisikoprämie	15
2.4.5	Tenziffer 4.5: Konsistenz	19
2.4.6	Tenziffer 4.6: Risikofaktor (Beta-Faktor).....	22
2.4.7	Neue Tenziffer 4.7: Plausibilisierung des Eigenkapitalzinssatzes	24
2.4.8	Neue Tenziffer 4.8 (ehemals 4.7) Einbeziehung der Körperschaftssteuer.....	26
2.5	Tenziffer 5: Bestimmung des kalkulatorischen Fremdkapitalsatzes.....	28
2.5.1	Tenziffer 5.1: Marktorientierter indexbasierter Ansatz	32
2.5.2	Tenziffer 5.2: Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für Neuinvestitionen (Durchschnittsbildung und fehlende Dynamisierung).....	34
2.5.3	Tenziffer 5.3: Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für Neuinvestitionen	39
2.5.4	Tenziffer 5.4: Neuinvestitionen Übergang in Bestand.....	40
2.5.5	Tenziffer 5.5: Fremdkapitalnebenkosten.....	40
3	Quellen.....	43
4	Anhang.....	43

1 Grundsätzliche Anmerkungen

Aus Sicht des BDEW ist es ausdrücklich zu begrüßen, dass die Bundesnetzagentur (BNetzA) im Rahmen der anstehenden Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung ab der 5. Regulierungsperiode grundsätzlich bereit ist, die Methodik zur Bestimmung der Eigen- und Fremdkapitalkosten weiterzuentwickeln und hierzu Argumente mit der Branche im Rahmen von Expertenworkshops zu einzelnen Themenkomplexen ausgetauscht hat.

Angesichts des massiven Investitionsbedarfs in den kommenden Jahren ist für Netzbetreiber und Investoren eine zügige und verlässliche Klärung der methodischen Grundsätze zur Ermittlung der Kapitalverzinsung im Rahmen des neuen WACC-Modells dringend erforderlich. Das bedeutet konkret: Auch wenn Einzelwerte erst später festgelegt werden, müssen die Netzbetreiber und Kapitalgeber **bereits mit der Methodenfestlegung „Berechnungssicherheit“** haben. Sie müssen **den Korridor kennen, in dem die zukünftigen Zinssätze festgelegt werden**.

Eine bloße Vereinfachung der Kapitalkostenkalkulation kann jedoch kein Selbstzweck sein. Die regulatorischen Verzinsungsbedingungen müssen im Zuge der methodischen Weiterentwicklung unter NEST im Vergleich zur 4. Regulierungsperiode **substanziell, planbar und dauerhaft** verbessert werden. Die festzulegende Methodik der Eigen- und Fremdkapitalverzinsung muss die verlässliche Ableitung marktgerechter Zinsannahmen erlauben, die spürbar die Attraktivität von Investitionen in die deutsche Netzinfrastuktur verbessern.

Die im vorliegenden Festlegungsentwurf skizzierte Methodik der Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes zielt jedoch klar darauf ab, das bisherige Vorgehen fortzuschreiben.

Die Weiterentwicklung der Methodik zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes entsprechend dem **Stand der Wissenschaft** und **internationalen Regulierungspraxis** bildete bisher den Schwerpunkt der fachlichen Diskussionen zwischen dem BDEW und BNetzA während des zurückliegenden NEST-Prozesses. Viele konstruktive, umsetzbare Vorschläge wurden gemeinsam diskutiert, allerdings nicht ausreichend im Festlegungsentwurf berücksichtigt oder umgesetzt.

Eine Anpassung des bisherigen methodischen Vorgehens ist aus unserer Sicht unerlässlich, um der Höhe nach kapitalmarktgerechte Eigenkapitalkostensätze für das bereits investierte Kapital und die künftig weiterhin hohen Investitionen zu ermöglichen. **Ein Festhalten der BNetzA am Status quo wäre das falsche Signal** und hätte Auswirkungen auf die Investitionsfähigkeit der Netzbetreiber.

Ein der vorliegenden BDEW-Stellungnahme beigefügter **aktueller europäischer Vergleich** von NERA zeigt, dass andere Regulierungsbehörden innerhalb der EU deutlich höhere regulatorische Eigenkapitalzinsen ermitteln und zugleich die Methodik zur Ermittlung der

Eigenkapitalkostensätze stetig überprüfen und weiterentwickeln. Diese orientieren sich damit stärker an den tatsächlichen Erwartungen der Kapitalmärkte.

Deutschland bildet bei der Höhe der regulatorischen Eigenkapitalverzinsung für Strom- und Gasnetze im internationalen Vergleich weiterhin das Schlusslicht.

Dies ist dringend zu korrigieren, wenn die Energiewende weiter voranschreiten soll. **Auch in Bezug auf die Methodik zur Ermittlung der Fremdkapitalverzinsung stellen wir eine bedenkliche Abkehr vom bisherigen konstruktiven Dialog fest.** In vorausgegangenen Workshops hatte sich die BNetzA noch offen für eine dynamische und marktnahe Abbildung kalkulatorisch anzuerkennender Fremdkapitalkosten gezeigt, insbesondere mit Blick auf die langfristige Absicherung von Bestandsinvestitionen in der Transformationsphase.

Die nun im Entwurf vorgesehene Methodik weicht jedoch deutlich von den zuvor diskutierten Grundsätzen einer **risikoarmen Refinanzierung** ab. Weder die Vorschläge der Branche zur Dynamisierung noch zur Berücksichtigung der Fremdkapitalnebenkosten wurden aufgegriffen. Stattdessen sieht die BNetzA ohne jede Vorwarnung oder Hinweise in den vorangegangenen Workshops eine fixierte siebenjährige Durchschnittsbildung für die Ermittlung des Fremdkapitalzinssatzes vor, die an der Realität der Kapitalmärkte vorbeigeht, mit direkten negativen Folgen für die Investitionsfähigkeit der Netzbetreiber.

Diese Entwicklung ist aus Sicht des BDEW nicht nachvollziehbar. Sie widerspricht nicht nur den bisherigen Dialogen mit der BNetzA, die eine objektive Offenheit gegenüber risikoärmeren dynamischen Ansätzen signalisiert haben, sondern **schaft nun ohne Not ein neues regulatorisches Risiko** bei der Fremdfinanzierung, was die Finanzierung von Netzinvestitionen unnötig erschwert.

Der BDEW fordert daher, die regulatorischen Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass eine risikoarme und zeitnahe Erstattung der Fremdkapitalkosten gewährleistet bleibt.

Der BDEW erwartet, dass die BNetzA mit der Methodenfestlegung in Bezug auf alle Parameter des Kapitalverzinsungsansatzes klare Leitplanken schafft, anhand derer künftige Einzelfestlegungen zur Kapitalverzinsung abschätzbar, transparent und vor allem kapitalmarktkonform ausgestaltet werden können. Nur so lassen sich Planungssicherheit und Investitionsbereitschaft dauerhaft gewährleisten.

Der vorliegende Entwurf der Methodenfestlegung genügt diesem Anspruch nicht.

An vielen Punkten des Festlegungsentwurfs fehlt es bislang an der erforderlichen methodischen Tiefe und Konkretisierung. In der vorliegenden Form wird die im Festlegungsentwurf skizzierte Methodik zur Ermittlung des WACC-Kapitalkostensatzes und insbesondere des

Eigenkapitalkostensatzes auch **dem Stand der Wissenschaft und damit der Vorgabe von § 21 Abs. 3 Satz 2, § 73 Abs. 1b Satz 2 EnWG nicht gerecht.**

Dies wird durch ein dieser Stellungnahme beigefügtes Gutachten von den Professoren Hachmeister und Pedell belegt. Das Gutachten zeigt auf, dass der vorliegende Festlegungsentwurf die Kriterien der Konsistenz, Vermeidung von Methodenrisiken durch pluralistische Ansätze, eine konsistente Herleitung der Input-Parameter sowie Plausibilitätsprüfungen unzureichend berücksichtigt.

Um die aufgezeigten Defizite zu beheben, unterbreitet der BDEW in dieser Stellungnahme konkrete Änderungsvorschläge. Aufbauend auf dem bisherigen Dialog, konkretisieren die nachfolgenden Kapitel dieser Stellungnahme die Anforderungen der Branche an eine sachgerechte Ausgestaltung der Kapitalverzinsung im Rahmen des WACC-Modells.

Der BDEW fordert die BNetzA dringend dazu auf, den fachlichen Dialog mit der Branche fortzusetzen und dringend erforderliche Korrekturen und Konkretisierungen an dem vorliegenden Festlegungsentwurf vorzunehmen.

2 Spezifische Anmerkungen zum Festlegungsentwurf

2.1 Tenorziffer 1: Adressaten

Festlegungsentwurf

„Diese Festlegung richtet sich an Betreiber von Elektrizitätsverteilernetzen nach § 3 Nr. 3 EnWG, Betreiber von Gasverteilernetzen nach § 3 Nr. 8 EnWG und Betreiber von Fernleitungsnetzen nach § 3 Nr. 5 EnWG.“

Kritische Würdigung

Mit Blick auf den Adressatenkreis der Festlegung verzichtet der BDEW auf Hinweise zu ÜNB-spezifischen Besonderheiten und verweist hierzu auf die Stellungnahme der ÜNB.

2.2 Tenorziffer 2: Ermittlung des pauschalen Kapitalverzinsungssatzes (WACC)

Festlegungsentwurf

„Der nach den Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 für die Bestimmung der kalkulatorischen Gesamtkapitalverzinsung heranzuziehende gewichtete durchschnittliche Gesamtkapitalkostensatz (WACC) wird gemäß der Formel:

$$WACC = \text{Zinssatz}_{EK} * s * \text{Quote}_{EK} + \text{Zinssatz}_{FK\text{Bestand}} * \text{Quote}_{FK}$$

als gewichteter Mittelwert aus kalkulatorischem Eigenkapitalzinssatz und kalkulatorischem Fremdkapitalzinssatz für das Bestandsvermögen im Basisjahr – das heißt Investitionen bis einschließlich des Basisjahres nach Tenorziffer 2.3 Satz 2 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 (maßgeblich ist das Kalenderjahr, in dem das jeweilige Anlagegut nach Fertigstellung aktiviert wurde) – nach Maßgabe der Tenorziffern 3., 4., 5.1, 5.2 und 5.5 ermittelt. Über den WACC entscheidet die Bundesnetzagentur vor Beginn einer Regulierungsperiode nach Tenorziffer 2.3 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1, erstmals mit Wirkung zum 01. Januar 2028, durch Festlegung nach § 29 Abs. 1 des Energiewirtschaftsgesetzes. Die Festlegung nach Satz 2 erfolgt für die Dauer einer Regulierungsperiode nach Tenorziffer 2.3 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1.“

Kritische Würdigung

Wie in den bisherigen Stellungnahmen und Expertenworkshops zum NEST-Prozess dargelegt, begrüßt der BDEW grundsätzlich die mit der Einführung des WACC-Ansatzes von der BNetzA verfolgten Ziele¹:

- Angleichung an den internationalen Standard
- Höhere Transparenz und Planbarkeit für Investoren
- Reduzierung von Komplexität und erleichterte Administrierbarkeit

Mit den vorliegenden Festlegungsentwürfen zum „Regulierungsrahmen und Methode der Anreizregulierung für Elektrizitätsverteilernetzbetreiber (RAMEN Strom)“ [GBK-25-01-1#1] bzw. „Regulierungsrahmen und Methode der Anreizregulierung für Gasverteiler- und Fernleitungsnetzbetreiber (RAMEN Gas)“ [GBK-25-01-2#1], zur Ermittlung des Ausgangsniveaus für Elektrizitäts- [GBK-24-02-1#3, StromNEF] und Gasverteilernetzbetreiber sowie Fernleitungsnetzbetreiber [GBK-24-02-2#3, GasNEF] sowie dem vorliegenden Festlegungsentwurf zur Methodik der Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes [GBK-25-02-3#1] ist zu konstatieren, dass **die zu Beginn des NEST-Prozesses von der BNetzA formulierten Ziele nicht erreicht werden können.**

¹ Vgl. Bundesnetzagentur: Netze. Effizient. Sicher. Transformatiert, Eckpunktepapier, 18.01.2024, S. 20

Gleich an mehreren Stellen sieht die von der BNetzA vorgesehene Ausgestaltung des WACC-Modells und der Bestimmung des Eigen- und Fremdkapitalkostensatzes **signifikante Abweichungen** von den in der internationalen Regulierungspraxis etablierten WACC-Modellen vor:

- Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkostensätze sieht die BNetzA weiterhin die ausschließliche Anwendung des Konzepts der historischen Überrenditen zur Ermittlung der Marktrisikoprämie vor, obwohl sowohl nach dem Stand der Wissenschaft als auch in der internationalen Regulierungspraxis ein pluralistischer Methodenansatz zur Plausibilisierung der Schätzung einer kapitalmarktdäquaten Höhe der Marktrisikoprämie und des Eigenkapitalkostensatzes mittlerweile dem Standard entspricht. Damit würde weiterhin keine Angleichung an den internationalen Standard erfolgen und auch für kommende Regulierungsperioden die **Gefahr einer deutlichen Unterschätzung der Eigenkapitalkosten** einhergehen.
- Die mit dem WACC-Modell methodenimmanent einhergehende **Pauschalierung der Fremdkapitalkosten** würde mit dem für alle Netzbetreiber verpflichtend wirkenden aufwandsgleichen Ansatz der Zinsaufwendungen und -erträge für Rückstellungen im Zusammenhang mit Versorgungsleistungen und dem ebenso nicht pauschal, sondern aufwandsgleichen erfolgenden Ansatz von Fremdkapitalnebenkosten im Rahmen der Kostenprüfung **ausgehöhlt**. Dies ist in der internationalen Regulierungspraxis nicht üblich und steht damit der Angleichung an den internationalen Standard entgegen. Ferner würde damit die mit dem WACC-Modell beabsichtigte Reduzierung der Komplexität und des Verwaltungsaufwandes für Regulierungsbehörden und Netzbetreiber im Rahmen der Kostenprüfung und bei der Anpassung der Erlösobergrenze während der Regulierungsperiode maßgeblich verfehlt werden.
- Durch den von der BNetzA vorgesehenen **Verzicht auf die auch international übliche Dynamisierung** des Fremdkapitalkostensatzes und die Abbildung eines pauschalen Zuschlages für Fremdkapitalnebenkosten während der Regulierungsperiode sowie die nun geplante Festlegung des Zeitraums für die Durchschnittswertbildung des Fremdkapitalkostensatzes auf 7 Jahre anstatt der bislang im NEST-Prozess diskutierten 5 Jahre droht eine deutliche Unterschätzung der tatsächlichen Fremdkapitalkosten. Die damit verbundene Kostenunterdeckung bei der Umstellung vom bisherigen aufwandsgleichen Ansatz der Fremdkapitalzinsen im Rahmen der Systemumstellung auf das WACC-Modell wäre ein fatales Signal.
- Durch die an vielen Stellen **methodisch unzureichende Darlegung** der konkreten methodischen Ermittlung des Eigen- und Fremdkapitalkostensatzes im hier konsultierten Festlegungsentwurf wird die **Planbarkeit für Investoren erheblich eingeschränkt**.

- Die **Transparenz und Nachvollziehbarkeit für Investoren** wird durch die Vielzahl einzelner in den Festlegungen RAMEN, StromNEF/GasNEF und der Festlegung zum Kapitalverzinsungssatz enthaltenen Regelungen zur Ausgestaltung des WACC-Modells **zusätzlich erschwert**. Eine gesamthafte methodische Darstellung der Ausgestaltung des WACC-Modells wäre deutlich transparenter und zielführender.

Es besteht dringender Anpassungs- und Konkretisierungsbedarf am vorliegenden Festlegungsentwurf zur Bestimmung des pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes, um die mit dem NEST-Prozess verfolgten Ziele zu erreichen und eine kapitalmarktgerechte Vergütung des bereits investierten Kapitals und für die hohen Investitionsbedarfe der Zukunft zu ermöglichen. Ein **deutscher Sonderweg muss, auch vor dem Hintergrund der von der BNetzA selbst gesteckten Zielen (s.o.), zwingend vermieden werden**.

Die methodische Ermittlung des Eigenkapital- und Fremdkapitalkostensatzes muss hinreichend exakt und transparent beschrieben werden, um Planbarkeit für Netzbetreiber und Investoren herzustellen und die zu erwartenden regulatorischen Kapitalkosten für die jeweilige Regulierungsperiode im Sinne einer **„Korridorsicherheit“** schätzen zu können. Der Festlegungsentwurf greift bzgl. des Umfangs der methodischen Ausführungen deutlich zu kurz.

Die Planungssicherheit für die 5. Regulierungsperiode sollte auch zwingend dadurch erhöht werden, dass der **Festlegungszeitpunkt für den WACC-Kapitalkostensatz** vorab genauer seitens der BNetzA definiert wird. Der BDEW spricht sich hierbei für die **gemeinsame Festlegung eines einheitlichen WACC-Kapitalkostensatzes für die Strom- und Gasnetzbetreiber im Jahr 2027** aus.

Anpassungserfordernis

„Der nach den Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 für die Bestimmung der kalkulatorischen Gesamtkapitalverzinsung heranzuziehende gewichtete durchschnittliche Gesamtkapitalkostensatz (WACC) wird gemäß der Formel:

$$WACC = Zinssatz_{EK} * s * Quote_{EK} + Zinssatz_{FKBestand} * Quote_{FK}$$

als gewichteter Mittelwert aus kalkulatorischem Eigenkapitalzinssatz und kalkulatorischem Fremdkapitalzinssatz für das Bestandsvermögen im Basisjahr – das heißt Investitionen bis einschließlich des Basisjahres nach Tenorziffer 2.3 Satz 2 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 (maßgeblich ist das Kalenderjahr, in dem das jeweilige Anlagegut nach Fertigstellung aktiviert wurde) – nach Maßgabe der Tenorziffern 3., 4., 5.1, 5.2 und 5.5 ermittelt. Über den WACC entscheidet die Bundesnetzagentur vor Beginn einer Regulierungsperiode nach Tenorziffer 2.3 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1, erstmals mit Wirkung zum 01. Januar 2028, durch Festlegung nach § 29 Abs. 1 des Energiewirtschaftsgesetzes.

Für die fünfte Regulierungsperiode erfolgt die Festlegung des WACC-Gesamtkapitalkostensatzes einheitlich für die Adressaten dieser Festlegung gemäß Tenorziffer 1 im Jahr 2027. Die Festlegung nach Satz 2 erfolgt für die Dauer einer Regulierungsperiode nach Tenorziffer 2.3 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1.“

2.3 Tenorziffer 3: Kapitalquote

Festlegungsentwurf

„Die Gewichtung erfolgt auf Grundlage eines festgelegten Anteils der beiden Finanzierungsarten am Gesamtkapital des Unternehmens. Der festgelegte Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkostensatz beträgt 40 Prozent. Der Fremdkapitalanteil wird als Residualgröße bestimmt und entspricht der Differenz zwischen dem Gesamtanteil von 1 und dem festgelegten Eigenkapitalanteil.“

Kritische Würdigung

Die Bundesnetzagentur sieht im Festlegungsentwurf vor, die Kapitalquote auf 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital festzulegen. Dies deckt sich mit den bisherigen Aussagen der Behörde aus dem Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres.

Wie bereits im März 2025 dargelegt, begrüßt der BDEW die Fixierung der Eigenkapitalquote auf dem bisherigen Niveau von 40%. Dies bedeutet für alle Akteure Planungssicherheit. Zugleich deckt sich dies mit verschiedenen Gutachten. Dies gilt sowohl für das von der BNetzA in Auftrag gegebene Gutachten von Frontier Economics et al. (2025) als auch ein von der Netze BW beauftragtes Oxera-Gutachten (Oxera, 2024), auf welches nun auch die Bundesnetzagentur in **Rn. 66** ihrer Begründung verweist. Beide bestätigen, dass eine Fremdkapitalquote von 40-60% sachgerecht sei, dies bedeutet im Umkehrschluss eine Eigenkapitalquote von ebenfalls 40-60%.

Der BDEW teilt jedoch nicht die in **Rn. 68** geäußerte Einschätzung der Bundesnetzagentur, dass ein höherer Eigenkapitalanteil im Zuge der hohen Investitionen, welche in den nächsten Jahren erfolgen werden, bei den Netzbetreibern nicht bzw. nur in Sonderfällen erwartbar sei. Ob ein höherer Eigenkapitalanteil notwendig ist, hängt unter anderem auch davon ab, wie viel Unsicherheit Investoren in Bezug auf die Prognose zukünftiger Entwicklungen sowie den Regulierungsrahmen sehen.

Vor diesem Hintergrund ist die Argumentation der Bundesnetzagentur mit der Annahme des Verordnungsgebers aus der Vergangenheit (bei Einführung der Anreizregulierung), dass sich

eine höhere Eigenkapitalquote als 40 Prozent unter Wettbewerbsbedingungen nicht einstellen würde, ebenso nicht nachvollziehbar.

Der BDEW weist daher ausdrücklich darauf hin, dass das **Niveau von 40% eine mindestens erforderliche Untergrenze für die Eigenkapitalquote** darstellt.

2.4 Tenorziffer 4: Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalsatzes

2.4.1 Tenorziffer 4.1

Keine Anmerkungen.

2.4.2 Tenorziffer 4.2: Risikofreier Zinssatz (Basiszins)

Festlegungsentwurf

„Für die Bestimmung des risikofreien Zinssatzes sind Nullkuponanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 bis 20 Jahren heranzuziehen. Die Wertpapiere müssen in der Währung Euro notiert sein. Als Referenzzinsreihe für den risikofreien Zinssatz sind deutsche Staatsanleihen oder Euroraum-Staatsanleihen mit einem dem der deutschen Staatsanleihen entsprechenden Länderrating zu verwenden. Es ist der Jahresdurchschnitt der letzten abgeschlossenen Kalenderjahre der gewählten Wertpapierreihen zu verwenden. Die Länge des Betrachtungszeitraums für die Durchschnittsbildung hat der Länge der Regulierungsperiode nach Tenorziffer 2.3 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 zu entsprechen, für die der risikofreie Zinssatz festgelegt wird.“

Die in der **Tenorziffer 4.2** gefassten Regelungen zur Ermittlung des risikofreien Basiszinssatzes entsprechen, bis auf eine Abweichung, den im Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres 2025 und im Rahmen der Sachstandsinformation im Mai 2025 genannten Inhalte. Es ist vorgesehen, den risikofreien Basiszinssatz anhand von in Euro notierten Nullkuponanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 bis 20 Jahren zu bestimmen. Es sollen deutsche Staatsanleihen oder Euroraum-Staatsanleihen, die dasselbe Länderrating wie die deutschen Staatsanleihen aufweisen, berücksichtigt werden. Neu gegenüber dem Einordnungsschreiben ist dagegen, dass das Länderrating der Euroraum-Staatsanleihen dem der deutschen Staatsanleihen entsprechen soll und nicht - wie zuvor angedacht - grundsätzlich ein AAA-Rating haben muss. Für den Zeitraum zur Durchschnittsbildung ist eine Übereinstimmung mit der Länge der Regulierungsperiode vorgesehen. Es sollen hierbei die Jahresdurchschnitte der zum Festlegungszeitpunkt letzten abgeschlossenen Kalenderjahre herangezogen werden.

Nicht Teil der Tenorziffer ist die Frage der Berücksichtigung einer Verfügbarkeitsprämie, obwohl die Prüfung sowie eine Kompensation in **Rn. 104** aufgeführt wird und in diesem Zusammenhang auf die Einzelfestlegung verwiesen wird.

Kritische Würdigung

Der BDEW hat in seinen bisherigen Stellungnahmen bereits deutlich gemacht, dass die grundsätzlichen Parameter größtenteils nachvollziehbar sind, allerdings die **Konsistenz der beiden gewählten risikolosen Zinssätze**, also sowohl des risikolosen Basiszinssatzes als auch des Zinssatzes zur Schätzung der MRP **entscheidend sind**. Denn 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. Eine **numerische Abweichung der beiden risikolosen Zinssätze** weist zumindest immer auf eine **Plausibilisierungsnotwendigkeit** hin.

Für die Plausibilisierungsnotwendigkeit bei numerischen Abweichungen zwischen den risikolosen Zinssätzen sei hier auf die Abschnitte 4.5 sowie 4.7 in der Stellungnahme verwiesen. Dort wird ausführlich auf die notwendigen Plausibilisierungs- und Prüfmechanismen eingegangen.

Mit Blick auf die notwendige methodische Konsistenz der beiden risikolosen Zinssätze sind aus Sicht des BDEW, Anpassungen an den bisherigen Formulierungen der **Tenorziffer 4.2** notwendig. Damit wird der Rahmen für die nachgelagerte Einzelfestlegung geweitet, um die Anforderungen an die methodische Konsistenz aus **Tenorziffer 4.5** umsetzen zu können. Dies betrifft insbesondere die Frage der möglichen einzubeziehenden Länder für den risikofreien Basiszinssatz und auch das Renditekonzept der jeweiligen Zinssätze.

Daneben sollte nach Einschätzung des BDEW bereits in **Tenorziffer 4.2** explizit die Prüfung auf das Vorhandensein einer Verfügbarkeitsprämie verankert werden. Die Aufführung dieser Prüfung in der Begründung ist bisher nicht ausreichend.

Anpassungserfordernis

„Für die Bestimmung des risikofreien Zinssatzes sind **in Euro notierte** Nullkuponanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 bis 20 Jahren heranzuziehen. ~~Die Wertpapiere müssen in der Währung Euro notiert sein.~~ Als Referenzzinsreihe für den risikofreien Zinssatz sind deutsche Staatsanleihen oder Euroraum-Staatsanleihen mit ~~einem dem der deutschen Staatsanleihen entsprechenden~~ **höchsten oder dem zweithöchsten** Länderrating zu verwenden. **Das angewendete Renditekonzept muss identisch zu dem sein, welches dem risikofreien Zinssatz zur Bestimmung der Marktrisikoprämie zugrunde liegt.** Es ist der Jahresdurchschnitt der letzten abgeschlossenen Kalenderjahre der gewählten Wertpapierreihen zu verwenden. Die Länge des

Betrachtungszeitraums für die Durchschnittsbildung hat der Länge der Regulierungsperiode nach Tenorziffer 2.3 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 zu entsprechen, für die der risikofreie Zinssatz festgelegt wird.“ **Die gewählten Wertpapierreihen sind auf Vorhandensein eines Convenience Yield zu prüfen.**

Die Bundesnetzagentur folgt nicht der durch den kapitalmarkttheoretischen Ansatz des CAPMs vorgesehene numerischen Identität der risikofreien Zinssätze innerhalb des CAPM. Es muss daher zumindest sichergestellt werden, dass eine größtmögliche Konsistenz beider risikofreien Zinssätze erreicht wird. Hierzu ist unter anderem eine Konsistenz der Restlaufzeiten der den beiden risikofreien Zinssätzen zugrundeliegenden Anleihen bzw. Anleihereihen erforderlich. Diese ist nach **Rn. 98** der Begründung des Festlegungsentwurfs auch explizites Ziel der Bundesnetzagentur. Mit einer vorgegebenen Spanne von 10 bis 20 Jahren für die Restlaufzeit des risikofreien Basiszinssatzes hat die Behörde sich explizit für langlaufende Staatsanleihen und gegen kurzfristige Anleihen entschieden. Allerdings verbleibt bei langlaufenden Staatsanleihen weiterhin ein großes Spektrum von 10 bis 20 Jahren. Dieses Spektrum sollte daher im Rahmen der Einzelfestlegung nochmals, im Abgleich mit den verwendeten Anleihedaten zur Schätzung der MRP, abgeglichen und dann auch weiter eingegrenzt werden. So hatte bspw. Oxera in einem Gutachten im Rahmen der Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes für die vierte Regulierungsperiode eine durchschnittliche Restlaufzeit der DMS Bonds von mind. 16 Jahren festgestellt (Oxera, 2021, S. 6).

Eine höhere Konsistenz zwischen den beiden risikofreien Zinssätzen wird auch durch dieselbe geografische Länderauswahl für den risikofreien Basiszinssatz und für die Marktrisikoprämie gewährleistet. Wird jedoch, wie von der Bundesnetzagentur vorgesehen, beim risikolosen Zinssatz bereits eine Eingrenzung auf Länder mit der deutschen Bonität vorgenommen, so findet automatisch eine erhebliche Einschränkung der einzubeziehenden Länder statt. Denn laut dem Gutachten von Frontier Economics et al. (2025) gibt es im Moment nur zwei weitere Euro-Länder die dasselbe Rating wie Deutschland, ein AAA-Rating, erreichen. Zudem wäre diese Zinsreihe sehr stark von Deutschland dominiert. Die Bundesnetzagentur schreibt in **Rn. 101** ihrer Begründung, dass „die Verwendung einer einzigen nationalen Zinsreihe möglicherweise nationale Sondereffekte [...] abbildet“. Dem kann aus Sicht des BDEW am besten entgegengewirkt werden, indem auch Staatsanleihen von Ländern mit der zweithöchsten Bonität grundsätzlich zugelassen werden, um den Kreis der einbezogenen Länder ausreichend zu erweitern. Dies deckt sich auch mit den Empfehlungen von Hachmeister & Pedell (2025) und Oxera (2025). Dabei handelt es sich nicht um einen zwingenden Automatismus. Die Ausweitung ermöglicht der Bundesnetzagentur im Rahmen der Einzelfestlegung mehr Freiheitsgrade und schafft damit auch den Rahmen, um die Konsistenzanforderungen besser zu erfüllen.

Die konzeptionelle Konsistenz der beiden in das CAPM eingehenden risikofreien Zinssätze bedingt aus Sicht des BDEW auch zwingend die Anwendung desselben Renditekonzepts. Während die bisher zur Bestimmung des risikofreien Basiszinssatzes verwendeten Umlaufrenditen das jeweils aktuelle Marktzinsniveau abbilden, entwickeln sich realisierte Renditen, wie sie bisher als risikofreier Zinssatz zur Bestimmung der MRP herangezogen wurden, gegenläufig zum Marktzinsniveau, da diese neben dem reinen Zinsertrag auch Kursgewinne/-verluste beinhalten. Auf diese Diskrepanz weisen auch Oxera (2025) in ihrem Gutachten hin. Daher sollte die Anforderung eines einheitlichen Renditekonzepts auch in die Methodenfestlegung aufgenommen werden. Dies war bisher nicht der Fall, so dass es zu deutlichen Diskrepanzen zwischen diesen beiden Zinssätzen kam.

In **Rn. 104** der Begründung des Festlegungsentwurfs weist die Bundesnetzagentur darauf hin, dass die Auseinandersetzung mit dem Thema Convenience-Yield der Einzelfestlegung vorbehalten bleibt. Dem stimmt der BDEW insoweit zu, als dass im Rahmen der Einzelfestlegung und unter Kenntnis der konkret verwendeten Daten, über die Notwendigkeit und Höhe der Kompensation für eine Convenience-Yield entschieden werden sollte. In der Methodenfestlegung ist aber zwingend die Verpflichtung zur Überprüfung der Notwendigkeit/Höhe der Berücksichtigung einer Convenience-Yield in der Einzelfestlegung festzuschreiben. Nur so kann sichergestellt werden, dass eine Auseinandersetzung hierzu erfolgt. In diesem Zusammenhang verweisen wir auf die Ausführungen im Gutachten von Hachmeister & Pedell (2025).

2.4.3 Tenorziffer 4.3: Kapitalmarktorientierter Ansatz

Festlegungsentwurf

„Für die Ermittlung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ist der kapitalmarktorientierte Ansatz des klassischen CAPM-Modells zu verwenden. Der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse wird aus dem Produkt einer nach Maßgabe von Tenorziffer 4.4 zu ermittelnden Marktrisikoprämie und eines nach Maßgabe von Tenorziffer 4.5 zu ermittelnden Risikofaktors bestimmt. Der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ist unter Berücksichtigung beobachteter und quantifizierbarer Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie einer Bewertung von Betreibern von Energieversorgungsnetzen auf diesen Märkten zu ermitteln.“

Die BNetzA verweist darauf, dass ausschließlich der kapitalmarktorientierte Ansatz des **CAPM-Modells** zur Abdeckung der netzbetreiberspezifischen unternehmerischen Wagnisse, verwendet werden soll. Dabei beruft sie sich auf Analysen eines Fachgutachters, dass keine Gründe

gegen die Anwendbarkeit des CAPM-Modells sprechen. Das theoretische Modell basiert auf einer stringenten kapitalmarktorientierten Grundlage und ist mittels weniger Annahmen empirisch schätzbar. Zudem verweist die BNetzA darauf, dass das CAPM-Modell in zahlreichen europäischen Regelungsrahmen angewendet wird.

Kritische Würdigung

Die BNetzA plant ausschließlich die Anwendung des CAPM-Modells. Hierbei sind jedoch dessen Grenzen und Unsicherheiten bei der Ermittlung der Eigenkapitalverzinsung zu beachten. Ein zentrales Problem liegt in den vereinfachenden Annahmen des CAPM, welche die Realität nur unzureichend abbilden. Auch wenn alternative Faktormodelle mit weniger restriktiven Annahmen zu weniger operationalen Ergebnissen führen könnten, zeigen diese Modelle, dass neben dem Beta-Faktor weitere Einflussgrößen eine Rolle bei zu erwarteten Renditen spielen, wie z.B. die Kapitalstruktur oder konjunkturelle Entwicklungen. Zudem erkennt die Bundesnetzagentur, dass die bisherige Schätzung der Eigenkapitalkosten keine stringente Anwendung des CAPM darstellt, sondern vielmehr eine **inkonsistente Mischung unterschiedlicher CAPM-Ansätze** (vgl. Hachmeister & Pedell, 2025).

Durch die alleinige Verwendung des CAPM-Modells fehlen Plausibilitätsprüfungen anhand realer Daten oder weiterer Methoden. Diese Form des **Methodenmonismus** entspricht nicht dem Stand der Wissenschaft und **verringert die methodische Robustheit** bei der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes. Die Bundesnetzagentur ist im Rahmen der der Anwendung des CAPM zudem die **einzige Regelungsbehörde in Europa, welche die Marktrisikoprämie ausschließlich ex-post mittels DMS ermittelt**.

NERA hat zudem die verwendeten Methoden zur Ermittlung der Marktrisikoprämie einem internationalen Vergleich unterzogen. Zu den untersuchten Ländern zählen unter anderem Belgien, Großbritannien, Frankreich und die Niederlande. Insgesamt wurden neun Länder verglichen. Alle aufgeführten Länder verwenden bei der Ermittlung mehrere Methoden (mehrere Ansätze unter Rückgriff auf historische Überrenditen oder vorwärtsgewandte Modelle), um die Robustheit des Ergebnisses sicherzustellen. **Historische Überrenditen werden zwar auch in diesen Ländern verwendet, dann jedoch nicht ausschließlich.** Die Regelungsbehörde in Großbritannien Ofgem lehnt weiterhin auf Basis von wissenschaftlichen Studien die Anwendung von historischen Überrenditen ab und hat sich für die Verwendung von historischen Renditen entschieden. Weder die BNetzA noch deren Gutachter haben sich im Rahmen des NEST-Prozesses mit diesen Untersuchungen transparent auseinandergesetzt. Zudem verweist die BNetzA mit Verweis auf Dividenden- und Residualgewinnmodelle lediglich auf die Gefahr der Überschätzung der Eigenkapitalkosten. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass ebenfalls eine Unterschätzung möglich ist, sofern ein wirtschaftlicher Abschwung vorliegt.

Die Grenzen des „klassischen“ CAPM werden in den Methodenfestlegungen der BNetzA weitgehend unbeachtet gelassen. In den **Rn. 82f.** werden unkommentiert die theoretischen Annahmen des CAPM benannt. Trotz dieser restriktiven Annahmen findet keine Einordnung hinsichtlich der praktischen Anwendung statt. Auch wenn das CAPM als positive Theorie wissenschaftlich anerkannt und in der (Regulierungs-)Praxis eingesetzt wird, zeigen die von der BNetzA selbst benannten Annahmen die Grenzen des CAPM auf und auch der Gutachter der BNetzA selbst räumt explizit die Öffnung für den Einsatz alternativer Modelle ein (Frontier Economics, et al., 2025, S. 22; Hachmeister & Pedell, 2025, S. 22-23).

Die Bundesnetzagentur verlässt sich bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten ausschließlich auf das CAPM, obwohl dessen vereinfachende Annahmen – etwa ein vollkommen funktionierender Kapitalmarkt und ein einzelner Risikofaktor – die Realität nur unzureichend abbilden. Andere wissenschaftlich etablierte Modelle wie Mehrfaktormodelle oder Residualgewinnansätze, die zusätzliche Einflussgrößen berücksichtigen und differenziertere Ergebnisse liefern könnten, werden nicht berücksichtigt. Die alleinige Anwendung des CAPM ist somit methodisch angreifbar, da zentrale Input-Größen nicht Modell-endogen bestimmbar sind und die restriktiven Annahmen eine realitätsnahe Abbildung der Kapitalmarktverhältnisse nicht gewährleisten. **Der Einsatz mehrerer Methoden ist nach Ansicht des BDEW zwingend erforderlich, um dem Stand der Wissenschaft zu entsprechen** und damit die tatsächlichen Kapitalmarktbedingungen realistisch abzubilden (so auch Hachmeister & Pedell, 2025, S. 20-21).

2.4.4 Tenorziffer 4.4: Marktrisikoprämie

Festlegungsentwurf

„Die Marktrisikoprämie wird anhand von in der Vergangenheit realisierten Markttrenditen im Vergleich zu langfristigen Staatsanleihen ermittelt. Es ist eine Zeitreihe aus einer geeigneten, zumindest auszugsweise öffentlich verfügbaren Datenquelle zu verwenden, die das Portfolio eines breit diversifizierten Investors abbildet. Die Marktrisikoprämie ergibt sich aus dem arithmetischen Mittelwert der Jahresdurchschnitte der gewählten historischen Datenreihe.“

Kritische Würdigung

Die Marktrisikoprämie soll laut **Tenorziffer 4.4** auf Basis von in der Vergangenheit realisierten Markttrenditen im Vergleich zu Renditen von langfristigen Staatsanleihen ermittelt werden. Die Bundesnetzagentur hält damit bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie weiterhin ausschließlich an der Methode der historischen Überrendite fest. Dies war auch so im Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres 2025 enthalten. Die verwendete Datenreihe soll zumindest auszugsweise öffentlich verfügbar sein, außerdem soll das Portfolio eines breit diversifizierten

Investors abgebildet werden. Dies stellt eine Konkretisierung bzw. Einschränkung gegenüber der Sachstandsveröffentlichung zu Beginn des Jahres dar. Die Durchschnittsbildung über die einbezogenen Jahre soll anhand des arithmetischen Mittels erfolgen. Im Gegensatz zur Sachstandsveröffentlichung vom Januar 2025 ist nun vorgesehen, allein das arithmetische Mittel zur Durchschnittsbildung heranzuziehen und dies in der Methodenfestlegung so festzuschreiben. Dies war bereits im Rahmen der Sachstandsinformation im Mai 2025 angekündigt worden.

Der BDEW hatte bereits frühzeitig im Rahmen der bisherigen Expertengespräche, auch mit gutachterlicher Unterstützung, sehr umfassend Stellung genommen und Möglichkeiten zur Weiterentwicklung der bisherigen Bestimmung der Marktrisikoprämie aufgezeigt. Der alleinige Fokus auf die **historischen Überrenditen**, als die aus Sicht der Bundesnetzagentur überlegene Methode zur Ermittlung der Marktrisikoprämie, **wird vom BDEW in dieser Allgemeinheit nicht geteilt**. Die Bestimmung der Marktrisikoprämie erfolgt im Vorfeld einer Regulierungsperiode und ist damit eine zukunftsgerichtete Schätzung eines unbekannten Wertes. Aufgrund dieser zukunftsgerichteten Schätzung ist unmittelbar ersichtlich, dass es sich um einen, beim Zeitpunkt der Festlegung, unbekannten Wert handelt. **Daher sollte bei der Bestimmung dieses zentralen Regulierungsparameters ein möglichst robuster und auf unterschiedlichen Wegen validierter Schätzwert** Anwendung finden. Umso mehr wundert sich der BDEW, dass die Annahme einer konstanten Marktrisikoprämie über die Zeit hinweg von der Bundesnetzagentur ohne weitere Diskussion postuliert wird (vgl. Hachmeister & Pedell, 2025).

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 begrüßt der BDEW das alleinige Abstellen auf dem arithmetischen Mittel in der Methodenfestlegung. Nicht nachvollziehen können wir jedoch die Argumentation der Bundesnetzagentur mit der besonderen Situation im Bereich der leistungsgebundenen Energieversorgung in **Rn. 169**.

Wie bereits in den BDEW-Stellungnahmen erläutert, sehen wir mit Bezug auf die wissenschaftliche Literatur das arithmetische Mittel als besser dazu geeignet an, eine Abschätzung der Marktrisikoprämie für die Zukunft durchzuführen. Dies ergibt sich unter anderem auch aus den Gutachten von Hachmeister & Pedell (2025) auf Basis von BERC (2025), die für den Telekommunikationssektor die auf Basis des arithmetischen Mittels berechnete Marktrisikoprämie empfehlen. Auf diese verweist auch die Bundesnetzagentur in den **Rn. 159, 160 und 167**.

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. Denn die konkreten Annahmen des gewählten CAPM-Modells (global, international oder lokal) müssen erfüllt sein (Hachmeister & Pedell, 2025, S. 32-33).

Der BDEW hat daher im Rahmen der Expertengespräche einen Lösungsansatz aufgezeigt: Ein lokales CAPM mit 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. Aufgrund dieser Überlegungen und der Möglichkeit alternative Datensätze sinnvoll nutzen zu können, spricht sich der BDEW dafür aus, dass bei einer Festlegung auf die historischen Überrenditen in der Methodenfestlegung bereits die **nationalen Marktrisikoprämien als Ausgangspunkt für die Ermittlung der Marktrisikoprämie** festgeschrieben werden.

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

In diesem Zusammenhang möchten wir auch nochmals darauf verweisen, dass die Marktrisikoprämie als sektorübergreifender Parameter, konsistent zu den in anderen von der Bundesnetzagentur regulierten Sektoren bestimmt werden sollte. Diese Überlegungen werden auch von Hachmeister & Pedell (2025) bestätigt. Diese verweisen explizit auf den europäischen Ansatz zur Ermittlung einer Marktrisikoprämie. Sie zeigen dabei auf, dass dieser deutliche Vorteil und eine methodisch überlegene Konsistenz im Vergleich zum bisher praktizierten Ansatz aufweist (vgl. Hachmeister & Pedell, 2025). Ein Vorschlag, der im Übrigen ebenfalls bereits im Rahmen der Expertengespräche durch den BDEW eingebracht worden ist.

Die Bundesnetzagentur vertritt, wie in **Rn. 125** dargestellt, weiterhin die Auffassung, dass eine Plausibilisierung des ermittelten Ergebnisses bezüglich der Marktrisikoprämie anhand des Total-Market-Return Ansatzes nicht möglich sei. Außerdem argumentiert sie in **Rn. 130** grundsätzlich gegen die Anwendung eines Methodenpluralismus. Eine Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand eines gewichteten Durchschnitts länderspezifischer Marktrisikoprämien sowie eine Plausibilisierung anhand des Total-Market-Return Ansatzes lehnt die

Bundesnetzagentur laut **Rn. 140, ff. und 125** ab. Der BDEW teilt diese Einschätzung und Argumente ausdrücklich nicht und verweist hierzu auf die Ausführungen unter **Tenorziffer 4.7**.

Anpassungserfordernis

Die Marktrisikoprämie wird anhand von in der Vergangenheit realisierten Marktrenditen im Vergleich zu langfristigen Staatsanleihen ermittelt, wobei auf einen gewichteten Durchschnitt länderspezifischer Marktrisikoprämien zurückgegriffen wird. Die Marktrisikoprämie ergibt sich aus dem arithmetischen Mittel der Jahresdurchschnitte der gewichteten länderspezifischen Marktrisikoprämien. Es sind Zeitreihen aus einer geeigneten, öffentlich verfügbaren Datenquelle zu verwenden, die die Perspektive eines breit diversifizierten Investors abbilden, vorzugsweise mit dem geographischen Fokus auf Europa oder die Eurozone. Falls möglich, sind mehrere Datenquellen zu berücksichtigen und die Ergebnisse wechselseitig zu plausibilisieren. Durch die Berücksichtigung verschiedener Gewichtungsmethoden, Länder, Betrachtungszeiträume sowie Datenquellen kann eine Bandbreite für die Marktrisikoprämie ermittelt werden. Die Wahl der festzulegenden Marktrisikoprämie innerhalb der so ermittelten Bandbreite ist durch die Bundesnetzagentur hinreichend zu begründen.

Der BDEW hat bereits frühzeitig und umfassend seine Kritikpunkt an dem bisherigen Ansatz einer „globalen“ Marktrisikoprämie dargelegt. Daher wird an dieser Stelle auf die BDEW-Vorträge im Rahmen der Expertenanhörungen sowie auf die bisherigen Stellungnahmen im NEST-Prozess verwiesen. Auch das jüngste vom BDEW beauftragte Gutachten von Hachmeister & Pedell (2025) arbeitet nochmals eindrücklich die Grenzen einer globalen Marktrisikoprämie aus der Perspektive eines US-Investors heraus.

Aus diesem Grund bedarf es einer zwingenden Nachschärfung der **Tenorziffer 4.4**. So sollte klargestellt werden, dass die primäre Schätzung der Marktrisikoprämie auf Basis gewichteter nationaler Marktrisikoprämien erfolgt. Die notwendige Plausibilisierung sollte dann sowohl mit alternativen Methoden wie bspw. dem TMR-Ansatz erfolgen. Aber auch innerhalb der Methodik der historischen Überrenditen besteht die Möglichkeit der Plausibilisierung. Dies ist zum einen mit unterschiedlichen Gewichten, aber auch mit dem Ansatz einer europäischen Marktrisikoprämie von BEREC möglich. Ein Weg, den auch Pedell & Hachmeister (2025) vorschlagen. Mit dem Abgleich zu BEREC würde auch gewährleistet, dass die Marktrisikoprämie, als sektorunspezifischer Parameter, auch innerhalb ein und derselben Behörde einheitlich angewendet wird oder aber zumindest die Ergebnisse aus anderen regulierten Sektoren zur Plausibilisierung der Ergebnisse herangezogen werden.

Der zu berücksichtigende geographische Raum bei der Länderauswahl sollte vorzugsweise Europa oder die Eurozone umfassen. Dies deckt sich mit den Empfehlungen von Hachmeister &

Pedell (2025) und Oxera (2025). Wie bereits im Abschnitt zum risikofreien Zinssatz beschrieben sollte derselbe geographische Raum für die Ermittlung des risikofreien Basiszinssatzes und die Marktrisikoprämie herangezogen werden. Da die Bundesnetzagentur vorsieht, den risikofreien Basiszins anhand von in Euro notierten Eurozone-Anleihen zu bestimmen, sollte auch zur Ermittlung der Marktrisikoprämie Europa herangezogen werden. Dies ermöglicht eine konsistente Investorenperspektive auch bezüglich des Währungsraums.

Die Bundesnetzagentur lehnt einen Fokus auf eine Berücksichtigung ausschließlich europäischer Länder unter anderem auf Grund dessen, dass diese laut **Rn. 137** „dem internationalen Charakter von Finanzmärkten weniger gerecht“ werde ab. An dieser Stelle möchten wir nochmals deutlich auf die Grenzen des globalen/internationalen CAPM verweisen, die unter anderem Hachmeister & Pedell (2025) aufzeigen. Daher kann der BDEW der Argumentation der Bundesnetzagentur nicht folgen. Im Übrigen steht dies auch in eindeutigen Widerspruch zu den Aussagen von Frontier Economics et al. (2025) die bei der Bewertung der unterschiedlichen CAPM-Ansätze auch eine klare Präferenz für den Euroraum haben.

Auch sollten die verwendeten Datenreihen von großer Transparenz gekennzeichnet sein. Dies ermöglicht die Nachvollziehbarkeit von regulatorischen Entscheidungen und stärkt das Vertrauen in das Regulierungssystem. Desgleichen muss die Methodenfestlegung, sofern sie es ernst meint mit der Offenheit gegenüber alternativen Datenquellen zu DMS, diese auch ermöglichen. Daher sollte auch dieser Anspruch deutlicher in der Tenorziffer verankert werden. Robuste Ergebnisse aus einer Berechnungsmethodik sollten sich idealerweise auch durch alternative Datenquellen bestätigen lassen.

Die Berechnungen, die mittels verschiedener Datenquellen und pluralistischer Ansätze ermittelt und plausibilisiert wurden, ergeben eine Bandbreite für die Schätzung der Marktrisikoprämie. Der für die Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes gewählte Wert der Marktrisikoprämie ist eine Ermessenentscheidung der Bundesnetzagentur und daher sorgfältig zu begründen.

Hierbei sollten Aspekte wie die spezifischen energiepolitischen Ziele und Vorgaben für die Netzbetreiber in Deutschland, die Kapitalmarktsituation und Regulierungsentscheidungen im europäischen Ausland berücksichtigt werden. Ein Aspekt, den die Bundesnetzagentur bereits in ihrem Einordnungsschreiben zu Beginn des Jahres 2025 mit Blick auf das europäische Ausland angekündigt hatte. Umso weniger kann der BDEW nachvollziehen, weshalb Prüfkriterien im Festlegungsentwurf nicht aufgegriffen werden.

2.4.5 Tenorziffer 4.5: Konsistenz

Festlegungsentwurf

„Bei der Auswahl der Reihe für den risikofreien Zinssatz nach Tenorziffer 4.2 sowie bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie nach Tenorziffer 4.4 ist die methodische Konsistenz dieser beiden Ansätze zu berücksichtigen.“

Kritische Würdigung

Im Laufe der Festlegungen zum Eigenkapitalzinssatz der zurückliegenden Regulierungsperioden sind der risikolose Zinssatz auf Basis der in der StromNEV/GasNEV vorgeschriebenen Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen und der risikolose Zinssatz in der Marktrisikoprämie auf Basis der von der BNetzA verwendeten DMS-Studie (DMS Bonds) der Höhe nach immer weiter auseinandergeklungen:

Tabelle 1 DMS-Studie

Regulierungsperiode	1.	2.	3.	4.
Risikoloser Basiszins (§7 Abs. 4 StromNEV)	4,23%	3,80%	2,49%	0,74%
Langfristiger Basiszins (Weltportfolio) als Abzugsfaktor der Marktrisikoprämie	5,00%	5,00%	5,00%	5,20%
Differenz Basiszinsen ("Zinskeil")	0,77%	1,20%	2,51%	4,46%

In der EK-Zinsfestlegung für die 4. Regulierungsperiode betrug der risikolose Zinssatz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie mittels DMS Bonds mit 5,2% sogar das 7-fache des risikolosen Zinssatzes von 0,74%, der mit dem 10-Jahres-Durchschnitt der Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen ermittelt wurde. Diese auch als **„Zinskeil“** bezeichnete Problematik ist Ausdruck der bisher vorhandenen **methodischen Inkonsistenzen** in der Anwendung des CAPM und des Zusammenspiels mit dem risikolosen Basiszinssatz.

Der BDEW begrüßt daher ausdrücklich, dass die BNetzA in der Festlegung zur Methodik der Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes methodische Konsistenz bei der Bestimmung des risikolosen Zinssatzes nach **Tenorziffer 2** und bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie verankern möchte.

In **Rn. 135** führt die BNetzA im vorliegenden Konsultationsentwurf selbst aus: *„Bei der Auswahl der zur Ermittlung der Marktrisikoprämie heranzuziehenden historischen Daten ist zudem eine möglichst konsistente Ausgestaltung zur Ermittlung des risikofreien Basiszinssatzes zu*

berücksichtigen, insb. im Hinblick auf die Auswahl des Länderportfolios, der Restlaufzeiten und weiterer Kriterien wie Währung, Verfügbarkeit und Risikofreiheit.“

Allerdings diskutiert die BNetzA diese, für eine konsistente Anwendung des CAPM erforderlichen, einzelnen Äquivalenzprinzipien nicht abschließend, sodass leider unklar bleibt, ob und wie diese im Rahmen der Ermittlung der Eigenkapitalkostensätze beachtet und angewendet werden sollen.

Der konsultierte Festlegungsentwurf lässt daher die zentrale Frage vollkommen offen, wie die Konsistenz zwischen den beiden risikolosen Zinssätzen methodisch sicherzustellen ist. Hier besteht dringender Konkretisierungsbedarf bereits in der Methodenfestlegung, um konkrete Konsistenzkriterien zu verankern, die dann in der Einzelfestlegung zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes zu berücksichtigen sind. Zur Erhöhung von Planbarkeit und Transparenz für Investoren, kann diese für die Ermittlung eines kapitalmarktradäquaten Eigenkapitalkostensatzes mithilfe des CAPM zentrale methodische Frage nicht gänzlich der Einzelfestlegung überlassen werden. Es muss Aufgabe und Anspruch einer Methodenfestlegung sein, diese Konsistenzkriterien vorzugeben.

Wie der der BDEW-Stellungnahme beigelegten gutachtlichen Stellungnahme der Professoren Hachmeister und Pedell zu entnehmen ist, sind bei der Sicherstellung der Konsistenz von risikolosem Zinssatz und Marktrisikoprämie folgende Kriterien zu beachten (Hachmeister & Pedell, 2025, S. 36-44):

- Währung
- Kaufkraft
- Laufzeit
- Ausfallrisiko
- Liquidität

Inwieweit diese Kriterien erfüllt sind, ist dann in der Einzelfestlegung zum Eigenkapitalkostensatz in Abhängigkeit der jeweils zugrunde gelegten Datenreihen für den risikolosen Zinssatz und die MRP zu analysieren und bestmöglich sicherzustellen. Je weniger die Kriterien erfüllt sind und umso mehr die beiden risikolosen Zinssätze der Höhe nach abweichen („Zinskeil“), umso mehr steigt die Notwendigkeit der Plausibilisierung und Verprobung der einzelnen CAPM-Parameter und des ermittelten Gesamtergebnisses für den EK-Kostensatz. Hierbei

sollte die BNetzA auch Erkenntnisse aus der internationalen Regulierungspraxis heranziehen, vergleichend hierzu NERA (2025)².

Anpassungserfordernis

Bei der Auswahl der Reihe für den risikofreien Zinssatz nach Tenorziffer 4.2 sowie bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie nach Tenorziffer 4.4 ist die methodische Konsistenz dieser beiden Ansätze insbesondere hinsichtlich Währung, Kaufkraft, Laufzeit, Ausfallrisiko und Liquidität zu berücksichtigen. Um eine von Währungseffekten freie Marktrisikoprämie konsistent zum risikolosen Basiszins zu ermitteln, sollte idealerweise auf denselben Währungsraum abgestellt werden. Um Inkonsistenzen hinsichtlich Kaufkraft, Laufzeit, Ausfallrisiko und Liquidität zwischen historisch ermittelter Überrendite einerseits und aktuellem risikolosen Basiszins andererseits zu vermeiden, wird die Höhe und insb. die Entwicklung des Zinskeils im Zeitablauf beobachtet. Vergrößert sich der Zinskeil, sind sowohl die Parameter der markteinheitlich bestimmten Inputgrößen (Marktrisikoprämie und risikoloser Basiszins) des CAPM als auch das Gesamtergebnis unter Berücksichtigung der Vorgaben in Tenorziffer 4.7 zu plausibilisieren und bei Feststellung eines Plausibilisierungserfordernisses darüber hinaus eine rechnerische Verprobung der Komponenten oder des Eigenkapitalzinses mit alternativen Ansätzen vorzunehmen.

2.4.6 Tenorziffer 4.6: Risikofaktor (Beta-Faktor)

Festlegungsentwurf

„Der Risikofaktor wird unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung der auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten gehandelten Wertpapiere von Netzbetreibern hergeleitet. Hierfür sind Unternehmen heranzuziehen, die ein mit deutschen Netzbetreibern vergleichbares Risiko aufweisen. Zu den Kriterien, die bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen berücksichtigt werden sollten, gehören das regulatorische Umfeld sowie die möglichst reine Netzbetreibereigenschaft. Bei der Zusammenstellung der Vergleichsunternehmen ist eine möglichst weite regionale Abgrenzung anzustreben. Die betrachteten Wertpapiere bzw. Unternehmen müssen börsennotiert und börsengehandelt sein und es müssen ausreichende

² insbesondere S. 6 und die z.B. von Ofgem in UK vorgenommenen Cross Checks und Plausibilisierungen bei der Anwendung des CAPM, siehe dazu S. 10.

Zeitreihen des Aktienverlaufs dieser Wertpapiere bzw. Unternehmen sowie eine hohe Handelsliquidität vorliegen.“

Kritische Würdigung

Grundsätzlich ist aus Sicht des BDEW zunächst anzumerken, dass die Ermittlung des Risikofaktors nicht isoliert erfolgen darf, sondern möglichst im Einklang zu den anderen Parametern bzw. deren Ausgestaltung innerhalb des CAPM vorgenommen werden sollte. Für die konkrete Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes im Rahmen der Einzelfestlegung ist das Vorgehen zur Anwendung des CAPM gesamthaft weiterzuentwickeln. Die Vorgaben in **Tenorziffer 4.6** sind eher weit gefasst und lassen methodische Weiterentwicklungen und Konkretisierungen in der Einzelfestlegung zu.

Darüber hinaus weist der BDEW aber darauf hin, dass auch die Schätzung des Beta-Faktors auf historischen Kapitalmarktdaten basiert, mit denen der Risikofaktor für die Zukunft – die kommende Regulierungsperiode – abgeschätzt werden soll. Diese Prognose ist damit unweigerlich – analog zur Schätzung der Marktrisikoprämie – mit Schätzungenauigkeiten verbunden. Auch das Schätzergebnis des Beta-Faktors ist deshalb bestmöglich mit alternativen Berechnungen und Sensitivitäten zu plausibilisieren, um ein robustes Ergebnis zu ermitteln, siehe dazu ausführlicher auch Hachmeister & Pedell (2025, p. 49). Darüber hinaus sollte mit einer ergänzenden qualitativen Risikoanalyse zusätzlich verprobt und durch die BNetzA begründet werden, ob der auf Basis der Börsenentwicklung ausländischer Netzbetreiber ermittelte Risikofaktor und dessen Entwicklung auch die Geschäftsrisiken und deren Entwicklung für die deutschen Strom- und Gasnetzbetreiber plausibel widerspiegelt.

Anpassungserfordernis

Der BDEW sieht daher nachfolgenden Ergänzungsbedarf zur Plausibilisierung des ermittelten Risikofaktors an **Tenorziffer 4.6**:

„Der Risikofaktor wird unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung der auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten gehandelten Wertpapiere von Netzbetreibern hergeleitet. Hierfür sind Unternehmen heranzuziehen, die ein mit deutschen Netzbetreibern vergleichbares Risiko aufweisen. Zu den Kriterien, die bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen berücksichtigt werden sollten, gehören das regulatorische Umfeld sowie die möglichst reine Netzbetreibereigenschaft. Bei der Zusammenstellung der Vergleichsunternehmen ist eine möglichst weite regionale Abgrenzung anzustreben. Die betrachteten Wertpapiere bzw. Unternehmen müssen börsennotiert und börsengehandelt sein und es müssen ausreichende Zeitreihen des Aktienverlaufs dieser Wertpapiere bzw. Unternehmen sowie eine hohe

Handelsliquidität vorliegen. Aufgrund der inhärenten Schätzungenauigkeiten beim Risikofaktor, sind alternative Schätzungen ergänzend vorzunehmen, bspw. mit unterschiedlichen Renditeintervallen und Zeitperioden, rollierenden Berechnungen, mit und ohne Ausreißer. Die Wahl eines Punktschätzers innerhalb einer Bandbreite ist zu begründen.“

2.4.7 Neue Tenorziffer 4.7: Plausibilisierung des Eigenkapitalzinssatzes

Festlegungsentwurf

Die Bundesnetzagentur hat im Rahmen der **Rn. 130** ausgeführt, es sei nicht erforderlich, eine Plausibilisierung zur Kontrolle des Ergebnisses auf Ebene der Methodenfestlegung vorzugeben. Dass der BDEW die Anwendung verschiedener Ansätze und Methoden zur Plausibilisierung der Parameterschätzungen sowie zur Ermittlung eines auf unterschiedlichen Wegen validierten Schätzwertes als zwingend erforderlich ansieht, wurde bereits ausführlich in vergangenen Stellungnahmen sowie ebenfalls übergeordnet im Rahmen der **Abschnitte 4.3** und **4.4** adressiert. Der BDEW spricht sich im Ergebnis dafür aus, dass **das Gesamtergebnis der Einzelfestlegung für den Eigenkapitalzinssatz einer Plausibilisierung unterzogen werden soll**. Die nachfolgenden Ausführungen des BDEW sollen dafür nochmals das Erfordernis erläutern sowie eine denkbare Ausgestaltung eines Plausibilisierungserfordernisses im Rahmen der Methodenfestlegung darlegen.

Kritische Würdigung

Die Gutachter der Bundesnetzagentur führen im *Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode* aus, dass die gewählten Ansätze zur Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes geeignet sein müssen, um den Kapitalkostensatz in einer Höhe festzulegen, sodass „Investoren nachhaltig bereit sind, Investitionen in deutsche Strom- und Gasnetze zu tätigen sowie investiert zu bleiben“ (Frontier Economics, et al., 2025, p. 12). Basierend auf dieser Zielsetzung wird von den Gutachtern die Anforderung definiert, dass die zu erwartende Verzinsung der Verzinsung einer Alternativanlage mit vergleichbarer Risikostruktur entsprechen muss, d. h. insbesondere einem Benchmark bzgl. der Kapitalmarktkonditionen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten standhalten muss. Inwiefern die behördliche Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes dieser Anforderung letztlich genügt, kann aus Sicht des BDEW nur auf Grundlage einer Plausibilisierung des finalen Werts der Festlegung beurteilt werden. Eine über die Plausibilitätsprüfung angezeigte identifizierte Inkonsistenz der Höhe des festgelegten Eigenkapitalzinssatzes weist darauf hin, dass es der ergänzenden Verwendung alternativer Ermittlungsmethoden bedarf. Analog zu den Implikationen einer Plausibilisierung der einzelnen CAPM-Parameter gilt daher der Grundsatz, dass – im Falle eines durch

die Plausibilitätsprüfung indizierten Korrekturbedarfs – der Einsatz von Zusatzelementen zu erwägen ist, um eine wirtschaftlich sachgerechte Festlegung der Kapitalkosten zu erreichen.

Die Überprüfung bzw. Plausibilisierung des Gesamtergebnisses sollte dementsprechend grundsätzlich anlassunabhängig bei jeder Einzelfestlegung erfolgen, die entsprechenden Vorgaben dafür hinreichend detailliert Eingang in die Methodenfestlegung finden. Dafür bedarf es der Definition von Prüfkriterien zur Plausibilisierung, um die Robustheit künftiger Kapitalkostenfestlegungen zu gewährleisten.

Einen ersten Ansatzpunkt für die Plausibilisierung der ermittelten Eigenkapitalzinssätze stellen **Präzedenzfälle aus der Energienetzregulierung** dar. Der Durchschnitt internationaler Regulierungsentscheidungen gibt Aufschluss über die im Ausland regulatorisch zugestandenen Kapitalkosten und die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines deutschen Eigenkapitalzinssatzes, vergleiche NERA (2024)³ und NERA (2025). Zu beachten ist dabei, dass die Eigenkapitalzinssätze nach Unternehmenssteuern heranzuziehen sind und in Bezug auf den Verschuldungsgrad harmonisiert werden müssen, um eine Vergleichbarkeit der Zinssätze herzustellen. Bei der Plausibilisierung des in Deutschland festzulegenden EK-Zinses ggü. internationalen Regulierungsentscheidungen sind die außerordentlichen Investitionsverpflichtungen deutscher ÜNB und VNB und die damit verbundenen Herausforderungen bei der Kapitalbeschaffung zu würdigen, sodass in diesem Kontext der internationale Durchschnitt als Mindestanforderung bzw. Untergrenze eines plausiblen und angemessenen Eigenkapitalzinssatzes verstanden werden muss.

Zudem sollten **Analystenberichte für Vergleichsunternehmen** für die Plausibilisierung herangezogen werden. Aktienanalysten ermitteln regelmäßig intrinsische Werte für die Aktien der Beta-Vergleichsunternehmen, um Kauf- oder Verkaufsempfehlungen auszusprechen. Für die Diskontierung der erwarteten Zahlungsströme der betrachteten Unternehmen wird ein WACC angewandt – dieser entspricht der Einschätzung der Analysten über die Kapitalkosten des Unternehmens. Aus dem jeweiligen WACC lässt sich auf Grundlage der Verschuldung des entsprechenden Vergleichsunternehmens schließlich ein Eigenkapitalzinssatz ableiten, der dem regulatorisch zugestandenen Eigenkapitalzinssatz gegenüberzustellen ist.

Schließlich sollte die Regulierungsbehörde zur Plausibilisierung **die beobachtbaren Fremdkapitalkosten** heranziehen. Im Gegensatz zum Eigenkapitalzinssatz sind die Fremdkapitalkosten der Netzbetreiber beobachtbar. Aufgrund der nachrangigen Priorität des Fremdkapitals muss der Eigenkapitalzinssatz strikt und signifikant größer sein als die Fremdkapitalkosten. Um eine

³ [Link](#)

Einschätzung darüber treffen zu können, inwiefern der Abstand im Zinssatz ökonomisch sachgerecht ist, können internationale Präzedenzfälle oder aktuell am Markt beobachtbare Zinskonditionen von hybriden Kapitalmarktmaßnahmen Aufschluss geben.

Erfordernis zur Ergänzung einer Tenorziffer für ein Plausibilisierungsgebot:

Tenorziffer 4.7 (neu): Gesamt-Plausibilisierung des Eigenkapitalzinssatz

Das vorläufige Gesamtergebnis der Einzelfestlegung für den Eigenkapitalzinssatz ist bei der Anwendung des CAPM grundsätzlich einer Gesamt-Plausibilisierung zu unterziehen. Ansatzpunkte, die auf eine mangelnde Plausibilität und Wettbewerbsfähigkeit des Eigenkapitalzinssatzes hinweisen, können unter anderem Präzedenzfälle der Energienetzregulierung im Ausland, Analystenberichte für Vergleichsunternehmen oder beobachtbare Fremdkapitalkosten sein. Kommt die Betrachtung solcher Vergleichsmaßstäbe zu dem Ergebnis, dass die Höhe des Eigenkapitalzinssatzes als nicht plausibel angesehen wird, sind ergänzende Methoden und Ansätze zur Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes heranzuziehen, um aus den entsprechenden Ergebnissen einen Korrekturbedarf abzuleiten und damit die Plausibilität der Schätzung zu verbessern.

2.4.8 Neue Tenorziffer 4.8 (ehemals 4.7) Einbeziehung der Körperschaftssteuer

Festlegungsentwurf

„Es ist ein Eigenkapitalzinssatz vor Körperschaftssteuer zuzüglich eines etwaigen Solidaritätszuschlags festzulegen.“

Kritische Würdigung

Wie bereits in den Expertenanhörungen und zuletzt in der BDEW-Stellungnahme zur Ermittlung des Ausgangsniveaus für Elektrizitäts- [GBK-24-02-1#3, StromNEF] und Gasverteilernetzbetreiber sowie Fernleitungsnetzbetreiber [GBK-24-02-2#3, GasNEF] ausführlich begründet⁴, spricht sich der BDEW für eine **harmonisierte und pauschalierte Kalkulation der Gewerbe- und Körperschaftsteuer im Eigenkapitalkostensatz ab**. Dieser Eigenkapitalkostensatz vor sämtlichen Unternehmenssteuern – **d.h. inkl. der kalkulatorischen Abbildung der Gewerbe- und Körperschaftsteuer** - ergibt dann unter Berücksichtigung der pauschalen Eigenkapital-

⁴ siehe BDEW-Stellungnahme vom 30.07.2025 zur Festlegung einer Methodik zur Ermittlung des Ausgangsniveaus (StromNEF/GasNEF) GBK-24-02-1#3 (StromNEF) und GBK-24-02-2#3 (GasNEF), S. 13-15

und Fremdkapitalquote zusammen mit dem Fremdkapitalkostensatz den pauschalierten Kapitalverzinsungssatz im Sinne des WACC vor Steuern.

Die vom BDEW geforderte vollständige Abbildung der Unternehmenssteuern in einem WACC vor Steuern ist Standard in der internationalen Regulierungspraxis und zahlt gleichzeitig auf das Ziel der Vereinfachung und Pauschalierung des Regulierungssystems ein.

Mit dem NEST-Prozess besteht jetzt die einmalige Chance, den historisch im Zuge der Anpassungen der Netzentgeltverordnungen entstandenen deutschen Sonderweg in Form der unterschiedlichen Abbildung der Gewerbe- und Körperschaftsteuer zu beenden und damit die Transparenz über die mit Investitionen in die deutschen Strom- und Gasnetze erzielbaren Renditen für die Kapitalgeber deutlich zu erhöhen. Diese Chance sollte nicht ungenutzt bleiben.

Die bisherige Praxis, einen Eigenkapitalkostensatz vor Körperschaftsteuer (z.B. 5,07% für die Festlegung zur 4. Regulierungsperiode) als maßgebliche Größenordnung für die erzielbaren Eigenkapitalverzinsung für Strom- und Gasnetzinvestitionen zu verwenden und kommunizieren ist für Investoren irreführend, da vor Ausschüttung an die Investoren hieraus auch noch die Körperschaftsteuer zu bedienen ist. Ein Eigenkapitalzinssatz vor Körperschaftsteuer ist damit auch nicht mit alternativen Renditemöglichkeiten z.B. im europäischen Ausland vergleichbar.

Aus Investorensicht kommt es bei der Beurteilung der Rentabilität von Investitionen ausschließlich auf Eigenkapitalrendite nach sämtlichen Unternehmenssteuern an. Insofern ist der für Investoren relevante Maßstab zur Beurteilung der Angemessenheit der Einzelfestlegung der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern (4,13% für die Festlegung zur 4. Regulierungsperiode). Dies entspricht auch der Logik und Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM), mit dem für Renditeforderungen von Eigenkapitalgebern – wie die BNetzA auf Seite 33 **Rn. 83** des hier konsultierten Festlegungsentwurfs selbst schreibt – stets ein Eigenkapitalzinssatz nach Unternehmenssteuern ermittelt wird.

Ergänzungserfordernis:

Auf Basis der voranstehenden Begründungen sieht der BDEW nachfolgenden Änderungsbedarf an **Tenorziffer 4.8:**

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

2.5 Tenorziffer 5: Bestimmung des kalkulatorischen Fremdkapitalsatzes

Kritische Würdigung des bisherigen Prozesses

Nach eineinhalb Jahren NEST-Prozess mit vier Expertenworkshops, vielen Gesprächen, umfangreichen Stellungnahmen, Studien bzw. Gutachten und insbesondere fachlich-konstruktiven Vorschlägen der Branche überrascht die BNetzA die Netzbetreiber bei der Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für das Bestandsvermögen „in letzter Sekunde“ mit einem Festlegungsentwurf, der zu keiner Zeit im bisherigen Prozess als ernsthaft diskutierte Option zur Debatte stand und erkennbar war.

Die BNetzA fällt damit deutlich hinter den bisher diskutierten Stand im Rahmen der „Expertenworkshops“ **zurück**, insb. weil sie das für die Branche essenzielle Thema der Dynamisierung im letzten Workshop selbst aufgegriffen hatte und verschiedene Umsetzungsvarianten dargestellt hatte.

Die Ermittlung der Fremdkapitalkosten in einem WACC-Modell erfolgt methodenimmanent pauschaliert. Daher war die allgemeine Erwartungshaltung, dass 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 grundsätzlich sichergestellt ist. Noch im NEST-Einordnungsschreiben (Januar 2025) wurde betont: *„Die Einführung des WACC macht eine Methode zur Festlegung des Fremdkapitalzinssatzes erforderlich, die die Fremdkapitalkosten von Strom- und Gasnetzbetreibern sachgerecht widerspiegelt.“*

Der aktuelle Entwurf der BNetzA entfernt sich von einer realitätsnahen Abbildung der Finanzierungsstruktur bzw. -kosten der Netzbetreiber. Daraus resultiert ein **systematischer Bruch mit der bewährten** und insbesondere von Kapitalmarkt und Ratingagenturen positiv bewerteten **Regulierungspraxis**. Dies ist überraschend und nicht nachvollziehbar, zumal die Finanzierungsbedingungen maßgeblich vom Kapitalmarkt und dem Handeln der Zentralbanken vorgegeben werden.

Der von der Branche bisher als konstruktiv empfundene Austausch stand unter dem Konsens, im Rahmen der Systemumstellung auf den WACC-Ansatz beim Fremdkapitalzinssatz einen risikoaversen Ansatz zu verfolgen, um die Fremdfinanzierungsfähigkeit bei stark steigenden Investitionsvolumina und historisch einmaligem Fremdfinanzierungsbedarf zu gewährleisten. Von Beginn an bestand dabei die Erwartung, dass der Regulierungsrahmen so ausgestaltet wird, dass er den Zugang zu den zunehmend erforderlichen internationalen Kapitalquellen unterstützt. Vor diesem Hintergrund ist ein kapitalmarkttauglicher, verlässlicher und

international wettbewerbsfähiger methodischer Ansatz zentrale Voraussetzung für das Vertrauen der Marktakteure in den Prozess und auch in das behördliche Vorgehen.

Die methodischen Vorgaben der Fixierung eines 7-jährigen historischen Durchschnitts **für das Bestandsvermögen** führen – bereits jetzt auf Basis aktueller Kapitalmarktdaten und Prognosen sicher abschätzbar – **in der gesamten 5. Regulierungsperiode** zu einer **strukturellen Unterdeckung** in einer Größenordnung von **mindestens >1%** des Fremdkapitalzinssatzes **für die gesamte Branche** und das selbst bei einer unterstellten optimalen Finanzierung in Höhe des sektorspezifischen Index. Finanzierungsnebenkosten wie bspw. ein Underpricing sind darin noch gar nicht berücksichtigt.

Die BNetzA führt u.a. das Thema Planungssicherheit an. Die Unternehmensplanungen der Branche wurden mit dem unerwarteten Festlegungsentwurf allerdings auf den Kopf gestellt.

Überdies ignoriert die BNetzA die Empfehlungen aller am Konsultationsprozess beteiligter Gutachter, auch ihres eigenen (Frontier schlägt einen 5-jährigen Durchschnitt konsistent zum risikolosen Zinssatz beim Eigenkapitalzinssatz vor).

Die **Branche bekennt sich zur Anforderung einer effizienten Finanzierung** im Rahmen des WACC-Ansatzes. Der „Benchmark-Zins“, dessen Effizienzanreiz bereits über einen pauschalisierten FK-Zinssatz gegeben ist, muss aber auch in der Finanzierungspraxis erreichbar sein und darf nicht anhand einer realitätsfernen Rechenmethodik zu einer **strukturellen Unterdeckung für alle Netzbetreiber** führen.

Die jetzt beabsichtigte Vorgehensweise führt zu einer **substanziellen Schlechterstellung gegenüber dem Status Quo**, da absehbar in der 5. Regulierungsperiode nur noch weniger als 3/4 der anfallenden Fremdkapitalzinsen erstattet würden (ohne Berücksichtigung der Finanzierungsnebenkosten).

Im Einzelnen gehen wir im Folgenden auf die Argumentation der BNetzA in den Rn. 178-186 ein:

In **Rn. 179** führt die BNetzA an, der *„kalkulatorische Fremdkapitalkostensatz soll typisiert jenen Kosten entsprechen, zu denen sich vergleichbare Unternehmen am Markt finanzieren“* zudem soll die *„Risiko- und Finanzierungsstruktur deutscher Netzbetreiber unter Berücksichtigung von Effizienzkriterien abgebildet werden“*

Das Effizienzkriterium wird (richtigerweise) über den Referenzzinssatz abgebildet. Da sich deutsche Netzbetreiber jedoch rollierend (re)finanzieren, wird die *„Risiko- und Finanzierungsstruktur“* mit einem über die gesamte Regulierungsperiode fixierten 7-jährigen Durchschnitt für Bestandsanlagen nicht bzw. falsch abgebildet. Es ignoriert schlicht die Refinanzierungsrealität.

Der kalkulatorische Fremdkapitalkostensatz, der aus der BNetzA-Rechenlogik resultiert, bildet damit eben nicht *„typisiert jene Kosten, zu denen sich vergleichbare Unternehmen am Markt finanzieren“* ab. Kein (vergleichbares) Unternehmen wird sich absehbar in der 5. Regulierungsperiode zu Fremdkapitalzinsen von 2,3%-2,7% (je nach Festlegungszeitpunkt) (re)finanzieren können, wie die Ausführungen unter **Tenorziffer 5.2** belegen.

In **Rn. 180** hebt die BNetzA selbst richtigerweise die Notwendigkeit der *„Anwendung einer stabilen und konsistenten Ermittlungsmethodik“* für die Bestimmung des pauschalen Fremdkapitalkostensatzes hervor. So soll gewährleistet werden, *„dass etwaige kurzfristige Marktschwankungen im Zeitverlauf keine starken – negativen oder positiven – Wirkungen entfalten und keine systematischen Brüche in der Bestimmung des Zinssatzes auftreten“*.

Zunächst stellt die Abkehr von der Erstattung der pagatorischen Fremdkapitalkosten durch die pauschale Abgeltung im Rahmen des WACC-Modells einen systematischen Wechsel dar (auch wenn die pagatorischen Fremdkapitalkosten im Rahmen der Kostenprüfung ebenfalls anhand eines jährlichen Referenzzinssatzes geprüft und anerkannt wurden).

Im Sinne der Anforderungen in **Rn. 180**, die auch für die Branche elementar sind, muss dieser Systemwechsel jedoch nicht zu *„systematischen Brüchen“* führen in der *„kurzfristige Marktschwankungen (...) negative oder positive Wirkungen entfalten“*. Dazu muss der (in **Rn. 179** richtigerweise angelegte) Maßstab, die *„Risiko- und Finanzierungsstruktur“* der Netzbetreiber abzubilden, eingehalten werden.

Durch den 7-jährigen historischen Durchschnitt und insbesondere dessen Fixierung über die gesamte Regulierungsperiode, entfalten die kurzfristigen Marktschwankungen der Niedrigzinsphase jedoch eine starke negative Wirkung für die gesamte 5. Regulierungsperiode. Dies führt zum dem systematischen Bruch, den die BNetzA laut ihrer eigenen Ausführungen eigentlich verhindern möchte und der auch leicht zu vermeiden ist:

1. Es muss dringend eine Annäherung an die Finanzierungsstruktur der Netzbetreiber bzw. die Abkehr von einem völlig realitätsfernen, inkonsistenten Ansatz erfolgen (Anforderung **Rn. 179**). Mit dem Branchenvorschlag zur Dynamisierung liegt ein praxistauglicher Vorschlag vor. Durch das dynamische Atmen des kalkulatorischen FK-Zinssatzes entwickelt sich dieser entsprechend der allgemeinen Marktzinsentwicklung. So können, wie von der BNetzA eigentlich beabsichtigt, *„kurzfristige Marktschwankungen im Zeitverlauf keine starken – negativen oder positiven – Wirkungen entfalten“*. Das bedeutet, dass auf faire Art und Weise sowohl Anstiege als auch Rückgänge im Zinsumfeld berücksichtigt und an die Netzkunden weitergegeben werden.
2. Wenigstens muss der Durchschnittszeitraum für die 5. Regulierungsperiode auf 5-Jahre beschränkt werden, wie u.a. vom BNetzA-Gutachter Frontier empfohlen. Damit würden

die Verzerrungen durch kurzfristige Marktschwankungen der extremen Niedrigzinsphase vermieden (Anforderung **Rn. 180**).

In **Rn. 181**: führt die BNetzA an, der *„regulatorische Fremdkapitalkostensatz kann von den tatsächlichen Finanzierungskosten einzelner regulierter Netzbetreiber abweichen“* dies entspreche dem *„System der Anreizregulierung, welches darauf abzielt, Effizienzanreize zu setzen“* und die Kosten müssten den *„Kosten eines effizienten strukturell vergleichbaren Netzbetreibers entsprechen“*.

Dass der regulatorische Fremdkapitalkostensatz nicht (mehr) die (unterschiedlichen) pagatorischen Fremdkapitalkosten jedes einzelnen Netzbetreibers abbildet, ist systemimmanent durch den Wechsel vom bisherigen pagatorischen Ansatz zur pauschalen Vergütung im Rahmen des WACC-Modells bedingt).

Der Systemwechsel darf jedoch nicht dazu führen, dass die tatsächlichen Finanzierungskosten der gesamten Branche systematisch für die Dauer der gesamten 5. Regulierungsperiode unterschätzt werden!

Wie bereits oben ausgeführt, werden die Effizienzanreize, zu denen sich die Branche bekennt, im WACC-Modell über einen geeigneten marktorientierten Index gesetzt. Dies darf jedoch nicht über eine realitätsferne Durchschnittsbildung und Fixierung konterkariert werden, da der so abgeleitete Fremdkapitalzinssatz nicht *„den Kosten eines effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers“* entspricht, sondern weit darunter liegt. Der Ansatz für den Bestand widerspricht damit sowohl den von der BNetzA in **Rn. 181** angeführten europarechtlichen Vorgaben sowie dem EnWG. Denn der abgeleitete kalkulatorische Fremdkapitalzinssatz ist im Rahmen der *„Risiko- und Finanzierungsstruktur deutscher Netzbetreiber“* (**Rn. 179**) nicht erreichbar und es kommt zu einer strukturellen Unterdeckung der gesamten Branche (und nicht lediglich *„einzelner regulierter Netzbetreiber“* **Rn. 181**), was dazu führen würde, dass *„notwendige Investitionen in die Netze“* unter wirtschaftlichen Bedingungen nicht vorgenommen werden können und letztlich die nachhaltige *„Lebensfähigkeit der Netze“* durch diesen Regulierungseingriff nicht gestützt wird.

Die Behauptung in **Rn. 182**, dass *„hohe Fremdkapitalzinsen aufgrund einer schlechten Finanzierungsstrategie [...] bisher [...] auf die Kunden übergewälzt“* wurden, weist die BDEW zurück. Eine derart pauschale und unbelegte Aussage ist nicht nur sachlich unzutreffend, sondern wird auch dem Anspruch eines konstruktiven Konsultationsprozesses nicht gerecht. Im Übrigen würde eine solche Aussage rückblickend auch die bisherigen Kostenprüfungen der Bundesnetzagentur selbst in ihrer Konsistenz und Nachvollziehbarkeit in Frage stellen. Die Fremdkapitalzinsen wurden im Rahmen der vergangenen Kostenprüfungen für jedes Jahr der Fremdkapitalaufnahmen anhand eines von der BNetzA festgelegten Referenzzinssatzes geprüft und bei

Nichtvorliegen der Marküblichkeit gekürzt bzw. nicht genehmigt. Wenn es das Motiv der BNetzA ist, durch einen wesentlich strukturell zu gering festgelegten kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatz eine nachträgliche Abschöpfung unterstellter „*hoher Fremdkapitalzinsen aufgrund einer schlechten Finanzierungsstrategie*“ zu betreiben, ist dies selbstverständlich nicht sachgerecht und wird von der Branche sowohl dem Inhalt als auch dem Vorgehen nach deutlich zurückgewiesen.

Wie zuvor schon beschrieben, wird durch die Fixierung eines 7-jährigen historischen Durchschnitts keinesfalls „*die Abbildung des Zinsumfelds für das Bestandsvermögen in angemessenen Zeiträumen aktualisiert*“. Dies wird auch durch den beabsichtigten Wechsel auf 3-jährige Regulierungsperioden nicht „*noch besser*“, wie die BNetzA behauptet. Ganz im Gegenteil, denn die angemessene Regelung für Neuinvestitionen gem. **Tenorziffer 5.3.** wird damit entwertet, da diese schneller in den Bestand überführt werden und für sie damit kein angemessener kalkulatorischer Fremdkapitalzinssatz gewährt wird.

2.5.1 Tenorziffer 5.1: Marktorientierter indexbasierter Ansatz

Festlegungsentwurf

„Der auf das kalkulatorische Fremdkapital anzuwendende Fremdkapitalzinssatz ist pauschal anhand eines marktorientierten indexbasierten Ansatzes zu bestimmen. Es sind ein oder mehrere in Euro notierte, sektorspezifische Anleiheindizes heranzuziehen, der oder die überwiegend Anleihen mit Restlaufzeiten um die zehn Jahre enthalten. Das dem oder den Anleiheindizes zugrunde liegende Kreditrisikoring muss mit den am Markt beobachtbaren Risikoprofilen deutscher Netzbetreiber sowie mit den Anforderungen an die Kapitalquote nach Tenorziffer 3 konsistent sein.“

Kritische Würdigung

Wie bereits in den vorangegangenen Stellungnahmen begrüßt der BDEW den marktorientierten Ansatz, bei dem ein oder mehrere Anleiheindizes als Referenz verwendet werden sollen, die in Bezug auf Laufzeit (~10 Jahre) und Ratingkategorie (BBB) die Netzbetreiber abbilden. Ein rein sektorspezifischer Ansatz ist jedoch nicht zwingend erforderlich, da Ratingagenturen sektorspezifische Risiken bereits in ihrer Bonitätsbewertung berücksichtigen. Historische Daten zeigen, dass die Renditen von Anleihen aus verschiedenen Sektoren bei gleicher Bonität nur marginale Unterschiede aufweisen. Eine Sektor-Beschränkung würde die Datengrundlage unnötig einschränken, was die Präzision der Schätzung reduziert und die Wahrscheinlichkeit von Schätzfehlern erhöht. Ein breiterer Unternehmensanleiheindex bietet den Vorteil einer größeren Liquidität und Stabilität, wodurch der Kapitalmarkt repräsentativer abgebildet wird.

Gemäß **Rn. 179** soll der kalkulatorische Fremdkapitalkostensatz „*typisiert jenen Kosten entsprechen, zu denen sich vergleichbare Unternehmen am Markt finanzieren.*“ Hierbei ist zu beachten, dass zwar wie in **Rn. 192** richtigerweise aufgeführt, durch einen geeigneten Index eine „*repräsentative Abbildung des Kapitalmarktes*“ gewährleistet wird. Die Annahme, dass aus einem solchen Index die Fremdkapitalkosten „*unmittelbar abgelesen werden*“ können, ist allerdings falsch bzw. unvollständig.

Ein solcher Index repräsentiert die Kurse, zu denen die Marktteilnehmer im Sekundärmarkt bereits emittierte Anleihen in kleinen Stücken untereinander handeln. Die Kurse stellen damit eine gute **Ausgangsbasis zur Bestimmung der Fremdkapitalkosten** dar, reflektieren sie aber nur unvollständig. Die Netzbetreiber müssen nämlich tatsächlich neues Fremdkapital beschaffen und emittieren dafür selbst neue Anleihen am Primärmarkt in großen individuellen Transaktionen. Diese Anleiheemissionen sind mit zusätzlichen, unvermeidbaren Kosten verbunden, die im Sekundärmarktindex nicht reflektiert werden. Dazu zählen z.B. Neuemissionsprämien für die Begebung von Anleihen, die unmittelbarer Bestandteil des Anleihezinses sind.

Währung

Es ist zu beachten, dass auch Aufschläge für Finanzierungen in Fremdwährungen entstehen werden. Gemäß **Rn. 209** hat die Bundesnetzagentur „*lediglich in seltenen Einzelfällen*“ beobachtet, dass Konzerngesellschaften von Netzbetreibern Anleihen in Fremdwährungen begeben haben. Hierbei handelt es sich aus Sicht der Bundesnetzagentur um „*Ausnahmen, die die grundsätzliche Relevanz des Euro als Hauptwährung nicht in Frage stellen.*“

Auch wir gehen weiterhin vom Euro als Hauptwährung der Fremdfinanzierung aus. Der eurobasierte Banken- und Kapitalmarkt wird allerdings aufgrund des hohen notwendigen Finanzierungsvolumens (wie schon teilweise in der 4. Regulierungsperiode) in der 5. Regulierungsperiode bei weiter steigenden Investitionsvolumina nicht mehr ausreichen. Daher müssen andere Währungsmärkte mit höheren Fremdkapitalkosten erschlossen werden, womit Netzbetreiber bereits jetzt vorbereitend starten. Hierfür müssen entsprechend (anteilige) **Aufschläge auf den eurobasierten Zins** erfolgen. Wird die internationale Ausweitung der Kapitalgeberbasis durch die Beschränkung auf den Euro begrenzt, führt dies entsprechend zu einer Begrenzung des finanzierbaren Volumens und damit in der Konsequenz zu einer Begrenzung der durchführbaren Investitionen in die Energiewende.

Anpassungserfordernis

„Der auf das kalkulatorische Fremdkapital anzuwendende Fremdkapitalzinssatz ist pauschal anhand eines marktorientierten indexbasierten Ansatzes zu bestimmen. Es sind ein oder

mehrere in Euro notierte, ~~sektorspezifische~~ Anleiheindizes heranzuziehen, der oder die überwiegend Anleihen mit Restlaufzeiten um die zehn Jahre enthalten. Das dem oder den Anleiheindizes zugrunde liegende Kreditrisikoring muss mit den am Markt beobachtbaren Risikoprofilen deutscher Netzbetreiber sowie mit den Anforderungen an die Kapitalquote nach Tenorziffer 3 konsistent sein.“

2.5.2 Tenorziffer 5.2: Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für Neuinvestitionen (Durchschnittsbildung und fehlende Dynamisierung)

Festlegungsentwurf

„Für die Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für das Bestandsvermögen – das heißt Investitionen bis einschließlich des Basisjahres nach Tenorziffer 2.3 Satz der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 (maßgeblich ist das Kalenderjahr, in dem das jeweilige Anlagegut nach Fertigstellung aktiviert wurde) -wird der auf die zum Zeitpunkt der jeweiligen Festlegung des WACC nach Tenorziffer 2. letzten sieben abgeschlossenen Kalenderjahre bezogene arithmetische Durchschnitt der nach den in Tenorziffer 5.1. dargestellten Kriterien ausgewählten Reihe(n) gebildet.“

Kritische Würdigung

Die BNetzA beabsichtigt, den Fremdkapitalzinssatz anhand eines 7-jährigen historischen Durchschnitts festzulegen und **für die Dauer der gesamten Regulierungsperiode zu fixieren**.

Dieses Vorhaben führt zu einer **strukturellen Unterdeckung in der 5. Regulierungsperiode** und wurde zu keiner Zeit im vorangegangenen eineinhalbjährigen Konsultationsprozess als mögliche Option diskutiert (s. dazu unsere Ausführungen oben, an die wir hier anknüpfen).

Durch den 7-jährigen Durchschnitt und insbesondere dessen Fixierung für eine gesamte Regulierungsperiode werden a) die Niedrigzinsjahre (je nach Festlegungszeitpunkt) voll einbezogen und b) in Bezug auf das bereits in der Vergangenheit gestiegene und künftig weiter steigende Investitionsvolumen viel zu stark gewichtet.

Die BNetzA verstößt damit gegen mehrere ihrer selbst genannten (und von der Branche geteilten) Prinzipien zur Festlegung des Fremdkapitalzinssatzes. Insbesondere **Rn. 223**, „*dem dynamischen Investitionsgeschehen, insbesondere im Elektrizitätssektor, Rechnung zu tragen*“ sowie **Rn. 180**, zu gewährleisten, „*dass etwaige kurzfristige Marktschwankungen im Zeitverlauf keine starken – negativen oder positiven – Wirkungen entfalten und keine systematischen Brüche in der Bestimmung des Zinssatzes auftreten*“.

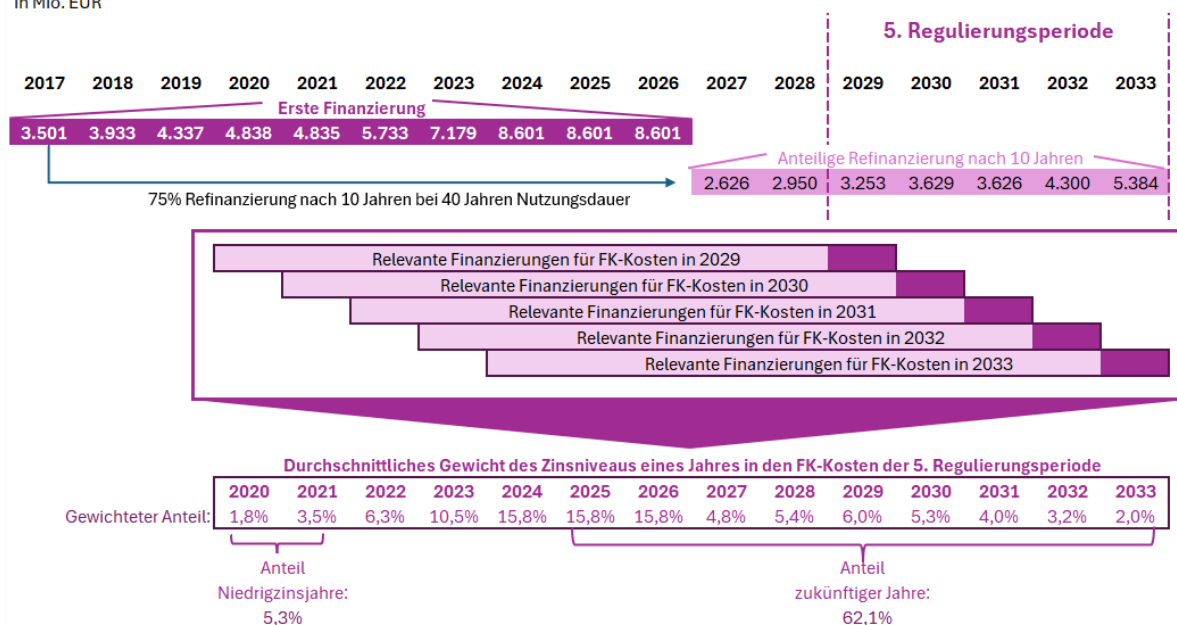
Anders als in **Rn. 237** von der Behörde vermutet, führt die Fixierung des Fremdkapitalzinssatzes für den Bestand im Voraus zur Regulierungsperiode nicht zu niedrigerer Komplexität und insbesondere nicht zu einer „verlässlichen Orientierung“ bzw. Planungssicherheit, sondern ganz im Gegenteil zu **deutlich höherer Komplexität, Unsicherheit und neuen Zinsrisiken**.

Die für die 5. Regulierungsperiode Strom, d.h. für die Kalenderjahre 2029-2033, von der Bundesnetzagentur vorgeschlagene Zinsdurchschnittsperiode erstreckt sich (bei der beabsichtigten gemeinsamen Festlegung für Strom und Gas) bestenfalls von 2020 bis 2026. D.h. es sind heute bereits für die FK-Kostenvergütung bis 2033 über 80% des Zinsdurchschnitts (aus den Jahren 2020 bis 2025) fixiert. Diese regulatorische Fremdkapitalzinsfestlegung ist mit keiner Finanzierungsstrategie nachbildbar. Insbesondere wenn die weitere Zukunft (6. und folgende Regulierungsperioden) in diese Betrachtung einbezogen wird, ist keine Finanzierungsstrategie bzw. -möglichkeit erkennbar, die dieser Zinsfestlegung zugrunde liegen könnte.

Die Bundesnetzagentur erkennt unserem Verständnis nach an, dass 10 Jahre ein angemessener Finanzierungszeitraum für langfristige Investitionen sind. Bei schematischer Betrachtung einer jeweils 10-jährigen Finanzierung ergibt sich bei Betrachtung des Investitionsvolumens der VNB Strom gem. BNetzA-Monitoringbericht folgendes Bild:

Abbildung 1 Investitionsvolumina und Refinanzierung am Beispiel der VNB Strom

Vereinfachte, schematische Darstellung der Wirkungsweise einer revolvierenden 10-jährigen Finanzierung von Investitionen
anhand der Investitionen des Strom-Verteilnetzbetreibers (Quelle: BNetzA Monitoringbericht, Jahr 2024 fortgeschrieben)
in Mio. EUR



Unter Berücksichtigung des **gestiegenen Investitionsvolumens**, der Annahme einer linearen Abschreibung über 40 Jahre, einer jährlichen Investitionsfinanzierung über jeweils 10 Jahre und anschließender Refinanzierung des noch nicht abgeschrieben Investitionsvolumens (im Beispiel 75%) zeigt dieses Beispiel folgende Erkenntnisse:

- Die Referenzjahre 2020 und 2021 (Niedrigzinsjahre) sind in der 5. Regulierungsperiode im Durchschnitt nur noch zu 5% relevant. D.h. 95% der Zinskosten stammen aus Jahren nach der Zinswende.
- Über 60% der relevanten Bestandsfinanzierungen für die 5. Regulierungsperiode sind bei einer angenommenen Ursprungslaufzeit von 10 Jahren noch zu tätigen. D.h. hierfür sind die aus heutiger Sicht historischen Zinskonditionen nicht relevant. Die Netzbetreiber müssen sich zu aktuellen Kapitalmarktkonditionen neu- bzw. refinanzieren. Da es sich aber nicht (mehr) um Neuinvestitionen handelt, wird dies nicht über den KKAuf abgedeckt.

Ein 7-jähriger Durchschnitt würdigt diese Tatsache nicht, da er jedes Jahr gleich gewichtet (zu $1/7 = 14\%$). Berücksichtigt man jedoch das oben gezeigte, reale Investitionsgeschehen der Netzbetreiber (die Festschreibung des Jahres 2024 unterschätzt sogar noch das weiterwachsende Investitionsvolumen) wird deutlich, dass die Jahre der Niedrigzinsphase (2020-2021) nur zu 5% relevant sind. Im Ansatz der BNetzA gehen sie jedoch mit einer Gewichtung von knapp 30% (2/7) ein.

Selbst unter Annahme maximal effizienter Finanzierungsbedingungen – wie sie durch den von den BNetzA-Gutachtern beispielhaft herangezogenen sektorspezifischen Anleiheindex abgebildet werden – würde der kalkulatorische Fremdkapitalzinssatz in der 5. Regulierungsperiode lediglich eine Größenordnung von rund 2,3 % erreichen (Annahme Durchschnittszeitraum 2019-25). Dieser Wert liegt **deutlich unter marktüblichen Finanzierungsbedingungen** von ca. 4% und sogar deutlich unter dem Niveau zehnjähriger Bundesanleihen also eines nahezu risikolosen Zinssatzes (der von BNetzA zur Ableitung des risikolosen Zinssatzes im CAPM empfohlen wird)! Die Bundesbank prognostiziert hierfür aktuell bis 2027 Zinssätze von über 3 %⁵ – und damit deutlich unter marktüblichen Finanzierungskosten von Energienetzbetreibern. Auf

⁵ Deutsche Bundesbank (Juni 2025): Eckwerte zu statistischen Daten und Projektion. Prognosewert Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. [Link](#)

Basis aktueller Kapitalmarktdaten und Markterwartungen ergibt sich eine **strukturelle Unterdeckung von durchschnittlich über 1-%Punkt p.a. im Zeitraum 2028–2033.**

Die Differenz resultiert aus der methodischen Anwendung eines rückblickenden, fixierten 7-Jahres-Durchschnitts (2025–2019), der künftige Zinsentwicklungen systematisch ausblendet. Bereits in einem aus Sicht der Netzbetreiber bestmöglichen Finanzierungsszenario – also ohne Annahme extremer Kapitalmarktbedingungen – führt dies zu einer Verzerrung zulasten einer sachgerechten Abbildung der zukünftigen Fremdfinanzierungskosten. Die Unterdeckung der Finanzierungsnebenkosten (z.B. Transaktionskosten, Arrangierungsgebühren) ist hierin noch nicht enthalten und kommt zusätzlich hinzu. Auch bei einer Festlegung durch die BNetzA im Jahr 2027 und einem dann resultierenden kalkulatorischen FK-Zins von etwa 2,7% ergäbe sich eine Strukturelle für die 5. Regulierungsperiode von knapp unter 1%-Punkt.

Entsprechend ist der im Festlegungsentwurf beschriebene fixe historische Zinsdurchschnitt über 7 Jahre nicht geeignet, die tatsächlichen Finanzierungen auch nur annähernd abzubilden. Derivative Zinssicherungsstrategien, die versuchen würden, die Zinsrisiken aus einer solchen Festlegung zu sichern, können die Risiken nur teilweise sichern und verursachen zudem zusätzliche Kosten, die nicht erstattet würden. Um die Risiken eines steigenden Fremdfinanzierungszinses abzusichern (bei fehlender Möglichkeit, die regulatorische Verzinsung zu treffen), müssten Netzbetreiber in signifikantem Umfang Zinsen für zukünftige Finanzierungen der Jahre 2029 -2033 im Voraus sichern. Dies ist nur für den Basiszins (nicht für den Credit Spread) und bei aktuellen Marktgegebenheiten und auch nur zu hohen Aufschlägen möglich. Diese Hedging-Kosten würden regulatorisch nicht erstattet.

Das Argument, dass die Finanzierungsstrategie ein wettbewerblich übliches unternehmerisches Risiko sei, ist grundsätzlich richtig. Allerdings übersieht diese Argumentation zwei wesentliche Facetten:

- Zum ersten sollte eine angemessene Regulierung die Kosten der Netzbetreiber aus marktüblicher natürlicher Finanzierung adäquat abbilden und nicht umgekehrt die Netzbetreiber zu einer (zudem gar nicht vollständig durchführbaren) Finanzierungsstrategie und massiven Derivateeinsatz zwingen. Es ist ein Trugschluss, dass Netzbetreiber einfach „Bei Bedarf jede Finanzierungsstruktur an den Regulierungsrahmen anpassen“ können (**Rn. 236**). Netzbetreiber sind, nicht anders als alle anderen Akteure in einer Volkswirtschaft den Bedingungen des (internationalen) Finanzmarktes unterworfen und damit dem Wettbewerb um Kapital.
- Zum zweiten widerspricht diese Begründung dem angestrebten Ziel, eine international wettbewerbsfähige Regulierung zu schaffen, da sie zusätzliche unternehmerische Risiken schafft, die bei Energienetzbetreibern in anderen Ländern aufgrund einer

angemessenen Regulierung nicht existieren. Eine aus Sicht der Kapitalgeber und Ratingagenturen adäquate Regulierung erstattet angemessene Kosten und beinhaltet keine Fremdkapitalfinanzierungsrisiken, die im Extremfall Energienetzbetreiber sogar incentivieren, zusätzliche Finanzierungsrisiken einzugehen, um nicht erstattbare Kosten ausgleichen zu können. Eine sachgerechte Regulierung muss Energienetzbetreibern eine stabile Finanzierungsbasis ermöglichen und nicht zu überdimensionalen Derivatepositionen zwingen, die eher Hedgefonds gleichen.

Sachgerechter Lösungsansatz:

Das jährliche Rollieren des für den regulatorischen Fremdkapitalzinssatz relevanten Zeitfensters innerhalb der Regulierungsperiode wäre dagegen sehr einfach umsetzbar und ermöglicht eine sehr einfache Approximation der tatsächlichen Finanzierungskostenentwicklung. Der von der Behörde in **Rn. 225 und Rn. 228** angeführte höhere administrative Aufwand ist für uns in diesem Zusammenhang nicht ersichtlich. Vor allem aber darf es kein Scheinargument für die Implementierung eines Vorgehens sein, dass zu einer nicht sachgerechten regulatorischen Berücksichtigung der Fremdkapitalkosten führt.

Zudem wäre anders als im KKAuf kein nachträglicher Abgleich nötig. Auch für den Endverbraucher führt eine rollierende Beobachtungsperiode zur Vermeidung von großen Schwankungen im WACC. Auch aus volkswirtschaftlicher Sicht ist der Ansatz der BNetzA nicht nachvollziehbar. Er bringt bisher nicht bestehende, zusätzliche Unsicherheiten und Risiken ins Regulierungssystem, die zu höheren Gesamtkosten der Finanzierung der Netzbetreiber führen. Denn die Entfernung von einer realistischen Abbildung der *„Risiko- und Finanzierung deutscher Netzbetreiber“* (die gem. **Rn. 179** eigentlich abgebildet werden soll) zwingt die Netzbetreiber zum Abschluss von Zinssicherungsgeschäften und generiert damit Zusatzkosten, die im bisherigen regulatorischen System (in diesem Umfang) nicht anfallen. Diese Zusatzkosten sollen – entgegen aller von der BNetzA angeführten Argumente zu administrativem Aufwand und Vereinfachung – auch noch für jeden einzelnen Netzbetreiber im Rahmen der Kostenprüfung durch die BNetzA geprüft und anerkannt werden (s. dazu auch unsere Ausführungen zu **Tenorziffer 5.5**).

Diese zusätzlichen Kosten und dieser zusätzliche administrative Aufwand, verursacht durch eine realitätsferne, nicht sachgerechte Abbildung der Fremdkapitalkosten, stehen in keinem Verhältnis zur einmaligen jährlichen Aktualisierung des Fremdkapitalzinssatzes, der ohnehin für den KKAuf erhoben wird, im Rahmen einer Dynamisierung für den Bestand.

In den Expertenworkshops benennt die BNetzA selbst zentrale Ziele wie die Abbildung tatsächlicher Fremdkapitalkosten, Risikominimierung, die Vermeidung systemischer Brüche und die Berücksichtigung des steigenden Investitionsvolumens. Die konkrete Abwägung im

Entwurf ist aus Sicht der Branche jedoch nicht sachgerecht und bleibt hinter den eigenen Anforderungen an einen kapitalmarktfähigen und zukunftsgerichteten methodischen Ansatz zurück.

Wir bekräftigen daher noch einmal die von uns bereits in unserer Stellungnahme vom 23.05.2025 vorgeschlagene FK-Verzinsung des Bestands in der 5. Regulierungsperiode anhand eines rollierenden Durchschnittszeitraums von 5 Jahren. Langfristig, ab der 6. Regulierungsperiode, ist ein 10-jähriger rollierender Durchschnitt sachgerecht, da er die Refinanzierungszyklen konsistenter abbildet und Schwankungen besser ausgleicht.

Anpassungserfordernis

„Die Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für das Bestandsvermögen – das heißt Investitionen bis einschließlich des Basisjahres nach Tenorziffer 2.3 Satz der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 (maßgeblich ist das Kalenderjahr, in dem das jeweilige Anlagegut nach Fertigstellung aktiviert wurde) – **erfolgt anhand eines rollierenden arithmetischen Durchschnitts** der letzten **fünf** abgeschlossenen Kalenderjahre zum Zeitpunkt der jeweiligen Festlegung des WACC nach Tenorziffer 2. **Ab der 6. Regulierungsperiode beträgt der Zeitraum für die rollierende Durchschnittsbildung 10 Jahre. Der Durchschnitt wird** nach den in Tenorziffer 5.1. dargestellten Kriterien ausgewählten Reihe(n) gebildet.“

2.5.3 Tenorziffer 5.3: Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für Neuinvestitionen

Festlegungsentwurf

„Für Neuinvestitionen erfolgt die Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes im Kapitalkostenaufschlag (Tenorziffer 11 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1) auf Grundlage des Jahreswertes der entsprechend Tenorziffer 5.1 ausgewählten Reihe(n) des jeweiligen Anschaffungsjahres des Anlagengutes. Als Anschaffungsjahr für bereits fertiggestellte Anlagen ist das Kalenderjahr maßgebend, in welchem das Anlagegut nach seiner Fertigstellung erstmals aktiviert wurde. Dabei bleiben bei der Bestimmung des zur Anwendung kommenden Fremdkapitalzinssatzes frühere Aktivierungen derselben Anlagen als Anlagen im Bau außer Betracht. Es wird jeweils zunächst ein Planwert auf Basis des Durchschnitts des ersten Quartals der nach den in Tenorziffer 5.1 dargestellten Kriterien ausgewählten Reihe(n) des entsprechenden Antragsjahres angesetzt. Differenzen zwischen Plan- und Ist-Werten werden im Rahmen eines Plan-Ist-Abgleichs sowohl für die Zinsen als auch für die Investitionen über das Regulierungskonto (Tenorziffer 14 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1) ausgeglichen. Im Übrigen bleibt der kalkulatorische Fremdkapitalzinssatz für ein bestimmtes Anlagegut bei

Kapitalkostenaufschlagen für spätere Kalenderjahre, in welchen dieses Anlagegut in der kalkulatorischen Verzinsungsbasis zu berücksichtigen ist, unverändert.“

2.5.4 Tenorziffer 5.4: Neuinvestitionen Übergang in Bestand

Festlegungsentwurf

„Neuinvestitionen, die bis einschließlich des Basisjahres, welches nach Tenorziffer 2.3 Satz 2 der Festlegungen GBK-25-01-1#1 und GBK-25-01-2#1 für die folgende Regulierungsperiode zugrunde zu legen ist, erstmalig als Fertiganlagen im Anlagevermögen aktiviert worden sind, gelten ab der folgenden Regulierungsperiode als Bestandsinvestitionen und werden mit dem für diese nach Maßgabe von Tenorziffer 5.2. ermittelten Fremdkapitalzinssatz verzinst.“

Kritische Würdigung der Tenorziffern 5.3 und 5.4

Grundsätzlich begrüßen wir die Festlegung des FK-Zinssatzes für Neuinvestitionen auf der Grundlage des Zinsniveaus im Anschaffungsjahr. Damit wird der notwendigen Finanzierung des massiven Netzausbaus im ersten Schritt Rechnung getragen.

Allerdings zeigt sich hier eine Inkonsistenz im Zusammenspiel mit der Bestandsverzinsung. Alle Investitionen bis zum Basisjahr (2026 für Strom) erhalten ab 2029 (Strom) die Bestandsverzinsung der 5. Regulierungsperiode. Der von der Bundesnetzagentur vorgesehene regulatorische Fremdkapitalzinssatz des Bestands liegt **deutlich unterhalb** der aktuellen Finanzierungskosten für Neuinvestitionen und auch deutlich unterhalb eines Bestandszinses, der sich in einer sachgerechten Mischkalkulation für den Bestand ergeben würde (s.o.). D.h. die FK-Kosten der Investitionen bis einschließlich 2026 werden ab 2029 nur noch unzureichend erstattet. Diese wirtschaftlichen Nachteile kurze Zeit nach einer getätigten Investition stellen keine Anreize für die notwendigen Investitionen dar.

Abhilfe schaffen würde entweder die KKAuf-Zinssätze für Neuinvestitionen immer für 10 Jahre zu gewähren oder die zuvor beschriebene FK-Verzinsung des Bestands anhand eines rollierenden Durchschnittszeitraums von 5 Jahren vorzunehmen.

2.5.5 Tenorziffer 5.5: Fremdkapitalnebenkosten

Festlegungsentwurf

„Ein Zuschlag für Fremdkapitalnebenkosten wird nicht gewährt.“

Kritische Würdigung

Wir schließen an unsere Ausführungen zu 5.1 an, da diese direkt mit den Fremdkapitalnebenkosten zusammenhängen. Wie bereits oben ausgeführt, reflektieren Anleihen die Fremdkapitalkosten nur unzureichend. Sie können nicht wie in **Rn. 192** behauptet „*unmittelbar abgelesen werden*“. Dies räumt die BNetzA offensichtlich selbst in **Rn. 245** ein, wo sie richtigerweise schreibt, dass „*Fremdkapitalnebenkosten in Anleiheindizes typischerweise nicht vollständig abgebildet*“ sind.

Ein solcher Index repräsentiert die Kurse, zu denen die Marktteilnehmer im Sekundärmarkt bereits emittierte Anleihen in kleinen Stücken untereinander handeln. Die Kurse stellen damit eine gute Ausgangsbasis zur Bestimmung der Fremdkapitalkosten dar, reflektieren sie aber nur unvollständig. Die Netzbetreiber müssen nämlich tatsächlich neues Fremdkapital beschaffen und emittieren dafür selbst neue Anleihen am Primärmarkt in großen individuellen Transaktionen. Diese Anleiheemissionen sind mit zusätzlichen, unvermeidbaren Kosten verbunden, die im Sekundärmarktindex nicht reflektiert werden. Dazu zählen z.B. Neuemissionsprämien für die Begebung von Anleihen, die unmittelbarer Bestandteil des Anleihezinses sind.

Gemäß **Rn. 248** „*muss der Fremdkapitalzinssatz in der Höhe einem Zinssatz entsprechen, der sich auch im Wettbewerb ergeben würde*“. Neuemissionsprämien sind gerade im Wettbewerb (um Fremdkapitalgeber) und bei analog steigendem Investitionsvolumen auch steigendem Emissionsvolumen – insbesondere in der Branche – von zunehmender Bedeutung. Werden sie außer Acht gelassen, wird der Fremdkapitalzinssatz bzw. die Fremdkapitalkosten, die sich im Wettbewerb ergeben würde, strukturell unterschätzt.

Auch die übrigen Finanzierungsnebenkosten, wie z.B. Vermittlungsgebühren für Banken, Rating-Gebühren und Anwaltskosten sollten über einen pauschalen Zuschlag auf den regulatorischen FK-Zinssatz berücksichtigt werden. Die in **Rn. 250** genannte Sorge, dass solche Kosten dann womöglich doppelt vergütet würden, „einmal über das Budget und zusätzlich über einen pauschalen Aufschlag“, sehen wir nicht. Sie gehören eindeutig zum Finanzierungsaufwand, der über den über den WACC abgegolten wird. Da der WACC, wie die BNetzA selbst an vielen Stellen ausführt, die Kapitalkosten pauschal abgelten soll und auch das Finanzergebnis im WACC systemimmanent keine Rolle spielt, sollte auch die Abgeltung der Finanzierungsnebenkosten, stringent pauschal erfolgen

Insgesamt ist unseres Erachtens ein pauschaler Aufschlag von 0,5% p.a. auf den Sekundärmarktindex angemessen, um Neuemissionsprämien und Finanzierungsnebenkosten abzudecken.

Zudem ist die Berücksichtigung im WACC deutlich einfacher als der einzelne pagatorische Kostennachweis und entspricht der internationalen Regulierungspraxis (in der auch teilweise

Risikoaufschläge zur Vermeidung eines möglichen Unterschätzens des regulatorisch vorgegebenen Fremdkapitalkostensatzes Anwendung finden).

Die BNetzA verweist immer wieder auf Vereinfachungen, Pauschalierungen und die Annäherung an die internationalen Regulierungspraxis durch die Einführung des WACC. Diese Vorhaben konterkariert sie nun indem sie gem. **Rn. 250** für jeden einzelnen der rund 800 Strom- und 700 Gasnetzbetreiber die tatsächlich anfallenden Fremdkapitalnebenkosten „*im Rahmen der pagatorischen Kostenprüfung*“ berücksichtigen möchte. Damit entfernt sie sich ein weiteres Mal von einem stringenten WACC-Ansatz und führt zusätzliche Komplexität und Prüfungsaufwand ein. Da wie oben geschildert im WACC-Ansatz das Finanzergebnis systemimmanent außen vor ist, zwingt sie Netzbetreiber dazu zusätzliche Verrechnungen etc. einzuführen, um die Finanzierungsnebenkosten überhaupt „*im Rahmen der pagatorischen Kostenprüfung*“ anerkennungsfähig zu machen.

Fremdkapitalnebenkosten sind real, unvermeidlich und integraler Bestandteil effizienter Kapitalbeschaffung, selbst bei bester Bonität. Ohne Berücksichtigung entsteht eine systematische Unterdeckung der tatsächlichen Finanzierungskosten und damit eine weitere Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit des WACC im internationalen Vergleich. Es resultiert eine Benachteiligung bereits etablierter effizienter Finanzierungsstrukturen (z.B. Finanzierung über Holdings) und steht im Widerspruch zu den grundsätzlichen Zielen bei der Einführung des WACC (Gleichbehandlung aller Netzbetreiber unabhängig von ihrer aktuellen Finanzierungsstruktur).

Anpassungserfordernis

„Zur Abdeckung von Fremdkapitalnebenkosten wird ein pauschaler Zuschlag von 0,5% Punkten auf den kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatz gewährt.“

3 Quellen

BEREC, 2025. *BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019. WACC parameters Report 2025.* s.l.:s.n.

Frontier Economics, Zechner, J. & Randl, O., 2025. *Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur.* s.l.:s.n.

Hachmeister & Pedell, 2025. *Kurzgutachten zum Entwurf der Festlegung von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes der Bundesnetzagentur vom 30.06.2025.* s.l.:s.n.

NERA, 2025. *Eigenkapitalzinssatz - Internationaler Vergleich im Auftrag des BDEW, 29.07.2025,.* s.l.:s.n.

Oxera, 2021. *Bestimmung des Wagniszuschlags (Stellungnahme zum Gutachten von Frontier Economics et al.). Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 19. August 2021.* s.l.:s.n.

Oxera, 2024. *Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW.* s.l.:s.n.

Oxera, 2025. *Methodik zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 09. April 2025.* s.l.:s.n.

4 Anhang

NERA, 2025. *Eigenkapitalzinssatz - Internationaler Vergleich im Auftrag des BDEW, 29.07.2025,.* s.l.:s.n.

Hachmeister & Pedell, 2025. *Kurzgutachten zum Entwurf der Festlegung von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes der Bundesnetzagentur vom 30.06.2025.* s.l.:s.n.