

BDEW-Info

Bewertung: Festlegung der Eigenkapital- verzinsung für Strom- und Gasnetze in der 3. Regulierungsperiode durch die Bundesnetzagentur

Berlin, 10. November 2016

Inhalt

A. Einleitung: Anforderungen an die Strom- und Gasnetzbetreiber.....	3
B. Hintergrund: Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze durch die Bundesnetzagentur.....	3
C. Kernkritikpunkte im Überblick.....	5
D. Inhaltliche Kritikpunkte an den Festlegungen	6
1. Energiewende in Deutschland	6
2. Verzinsung ausländischer Netzbetreiber: fehlerhafte Methodik, Ermittlungsfehler und selektive Länderauswahl.....	6
3. Marktrisikoprämie: Unzureichende Berücksichtigung nationaler Kapitalmarktverhältnisse, Inkonsistenz innerhalb der BNetzA und Widerspruch zu ausländischer Regulierungspraxis	9
4. Gleichzeitiges Absenken von MRP und Basiszinssatz widerspricht ausländischer Regulierungspraxis und ökonomischer Theorie	11
5. BNetzA nutzt Ermessenspielraum nicht, um die Gefahr der Unterschätzung der Kapitalkosten für die 3. Regulierungsperiode abzumildern.....	14
6. BNetzA-intern inkonsistente Zinsermittlung Altanlagen	16

A. Einleitung: Anforderungen an die Strom- und Gasnetzbetreiber

In den nächsten Jahren sind massive Investitionen in den Ausbau und die Erneuerung der Strom- und Gasnetze erforderlich, um die Energiewende zum Erfolg zu führen. Aufgrund der für das Netzgeschäft typischen, hohen und langfristig ausgerichteten Kapitalbindung ist dabei eine stabile und kapitalmarktgerechte Verzinsung des Eigenkapitals ein entscheidender Erfolgsfaktor. Die konkrete Höhe des Eigenkapitalzinssatzes ist Teil der Rahmenbedingungen, die den Netzbetreibern jeweils für die Dauer einer Regulierungsperiode als Kalkulationsbestandteil ihrer Netzentgelte vorgegeben werden. Die Bundesnetzagentur (BNetzA) hat die Beschlüsse zu den Eigenkapitalzinssätzen der Strom- und Gasnetze für die 3. Regulierungsperiode (Gas: 2018 – 2022; Strom 2019 – 2023) am 12. Oktober 2016 veröffentlicht.

Von besonderer Brisanz ist dabei die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten. Infolge der Finanz- und Eurokrise sind die Renditen für quasi risikofreie Wertpapiere seit 2008 auf ein historisch einmalig niedriges Niveau gesunken. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass bei rückläufigen Renditen risikofreier Wertpapiere die Aufschläge für risikobehaftete Investments (Marktrisikoprämie) steigen. Im Ergebnis bleiben die Renditeanforderungen der Investoren damit auf einem relativ stabilen Niveau. Die angewandte Methode der Behörde zur Ableitung des Eigenkapitalzinssatzes wird diesen beiden Aspekten jedoch nicht gerecht und führt damit zu einer deutlichen Unterschätzung der tatsächlichen Eigenkapitalkosten für die 3. Regulierungsperiode.

B. Hintergrund: Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze durch die Bundesnetzagentur

Die BNetzA hat am 12. Oktober 2016 die Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze für Strom- und Gasnetze zur dritten Regulierungsperiode veröffentlicht. Die BNetzA weicht in den Beschlüssen zu den Eigenkapitalzinssätzen trotz der massiven Kritik aus der Branche nicht von den konsultierten Beschlussentwürfen mit einem Zinssatz in Höhe von 6,91% vor Steuer für Neuanlagen und 5,12% vor Steuer für Altanlagen ab. Damit wurden die Zinssätze für Neuanlagen um fast 24% gegenüber der zweiten Regulierungsperiode gesenkt, die Zinssätze für Altanlagen sogar um 28%. Der BDEW kritisiert, dass die Behörde die Sondersituation der Strom- und Gasnetzbetreiber in Deutschland – bedingt durch die Finanzmarktkrise und die Energiewende – nicht angemessen würdigt.

Der BNetzA-Gutachter Frontier Economics hat insgesamt eine **Bandbreite für Eigenkapitalkosten in Deutschland von 4,77% - 6,42% nach Steuern** ermittelt (wobei der obere Rand aufgrund fehlerhafter Daten nicht korrekt abgebildet wird, Ausführungen dazu Kapitel 2).¹ In der europäischen Regulierungspraxis ist beobachtbar, dass sich Regulierer aufgrund der

¹ Frontier Economics „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetzbetreiber“, 28.06.2016, S. 41

enormen Unsicherheiten und Verwerfungen, die aus der Finanzmarkt- und Eurokrise resultieren, im Rahmen der Zinssatzfestlegung am oberen Rand der gutachterlich ermittelten Ergebnisse orientieren. Die BNetzA dagegen hat mit 5,64% nach Steuern (entspricht 6,91% vor Steuern) für die EK-Zinsfestlegung lediglich etwa den Mittelwert der ermittelten Bandbreite ausgewählt. Selbst der BNetzA-Gutachter Frontier Economics hat kürzlich dem Regulierer in Luxemburg gutachterlich empfohlen, den oberen Rand zu wählen.² Aufgrund der besonderen Betroffenheit bedingt durch die deutsche Sondersituation, die aus der Finanzmarkt- und Eurokrise resultiert, aber auch aus der methodischen Unsicherheit, die es im Rahmen der Festlegung einzelner Parameter des CAPM (Capital Asset Pricing Model) gibt, wäre dieses Vorgehen aus Sicht des BDEW auch speziell in Deutschland zwingend erforderlich gewesen.

Im Rahmen des Konsultationsprozesses hat der BDEW am 10. August 2016 bei der zuständigen Beschlusskammer 4 (BK 4) der BNetzA eine umfangreiche Stellungnahme, gestützt durch das Gutachten von NERA Economic Consulting und der Professoren Hoffjan und Posch, eingereicht und der Behörde vorgestellt. Sowohl mit der BNetzA, den zuständigen Landesministerien und dem Bundeswirtschaftsministerium wurden intensive Gespräche zu den Auswirkungen einer massiven Zinsabsenkung geführt und darauf verwiesen, dass die Netzausbaumaßnahmen im Rahmen der Energiewende in keiner Weise abgeschlossen sind. Es wurde mit den Ordnungsgebern auch über eine Änderung der Netzentgeltverordnungen beraten, um ein massives Absinken der Zinssätze zu vermeiden.

² Frontier Economics: Aktualisierung des WACC für Strom- und Gasnetzbetreiber – Luxemburg Projektdokumentation, 09.12.2015, Folie 4: „Empfehlung: Zur Erfassung von künftigen unsicheren Marktentwicklungen empfehlen wir das Vorsichtsprinzip zugunsten der regulierten Unternehmen zu berücksichtigen. Wir empfehlen deshalb eine Orientierung an der oberen Bandbreite unserer WACC Berechnungen“. url: <http://www.ilr.public.lu/electricite/consultations/conspub231215/PRS-Frontier-ILR-WACC-Update-2015-Ergebnispraesentation-09-12-2015-stc.pdf>.

C. Kernkritikpunkte im Überblick

- Sondersituation der deutschen Energiewende bleibt unberücksichtigt

Die Sondersituation für deutsche Energienetze z.B. durch die Energiewende wird trotz steigender Anforderungen an die Netzbetreiber in den aktuell festgelegten EK-Zinssätzen zur dritten Regulierungsperiode nicht mehr gewürdigt.

- Fehlerhafter internationaler Vergleich stellt oberen Rand bei Bandbreite der Eigenkapitalkosten nicht korrekt dar

Der internationale Vergleich der Eigenkapitalverzinsungen durch die BNetzA ist fehlerhaft und erfüllt damit nicht die Anforderungen von § 7 Absatz 5 Satz 1 Nr. 2 Gas-/StromNEV.

Entgegen den in den Festlegungen gemachten Ausführungen liegt der aktuell in Deutschland für Strom- und Gasnetze für die 3. Regulierungsperiode festgelegte EK-Zinssatz gemäß der Analyse von NERA Economic Consulting um etwa 1,5 Prozentpunkte unterhalb des europäischen Durchschnittes.

- Marktrisikoprämie: Inkonsistenz innerhalb der BNetzA und Widerspruch zu ausländischer Regulierungspraxis

Bei der BNetzA erfolgt über Verwendung unterschiedlicher Ermittlungswege eine unterschiedliche regulatorische Behandlung von Unternehmen bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie (MRP) in Abhängigkeit von der Branchenzugehörigkeit zu Ungunsten von Energienetzen, die dadurch benachteiligt werden.

Zudem wurden in allen anderen vergleichbaren europäischen Ländern höhere Marktrisikoprämien festgelegt.

- Die Zusammenhänge und Wechselwirkungen von Basiszinssatz und Marktrisikoprämie (inverse Korrelation) werden ebsowenig berücksichtigt wie die deutschen Kapitalmarktverhältnisse.

- BNetzA nutzt Ermessensspielräume nicht

Die BNetzA nutzt den vom eigenen Gutachter Frontier Economics aufgezeigten Ermessensspielraum nicht, um Unsicherheiten der Zukunft aufzufangen oder die vorhandenen methodischen Schwächen bei der Zinsermittlung abzusichern.

- Ermittlung des Zinssatzes für Altanlagen im Widerspruch zur Wissenschaft und Regulierungspraxis der Beschlusskammer 3 (BK 3: Telekommunikation)

Die Inflationsanpassung auf Nach-Steuer-Ebene – wie sie von der BK 4 vorgenommen wird – ist nicht sachgerecht, da der über die Netzentgelte verdiente Inflationsausgleich der Ertragsbesteuerung unterliegt.

D. Inhaltliche Kritikpunkte an den Festlegungen

1. Energiewende in Deutschland

In der zweiten Regulierungsperiode wurde die **Sondersituation der deutschen Energiewende** und der damit verbundene Kapitalbedarf seitens der BNetzA gewürdigt. Wie auch in den aktuellen BNetzA-Beschlüssen dargelegt wird, wurde der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse seinerzeit angepasst.³ Zudem wird dargelegt „... es ist nicht davon auszugehen, dass die aktuellen Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten sich kurz- oder mittelfristig ändern werden“. Für die 3. Regulierungsperiode erfolgte eine solche Anpassung nicht.

FAZIT

Die weltweiten Trends der Dezentralisierung der Energieversorgung spiegeln sich im besonderen Ausmaß in Deutschland wider. Der Ausbau der Erneuerbaren Energien verschiebt die Erzeugungszentren räumlich von den Lastzentren. Hinzu kommt der politisch gewollte Kernenergieausstieg bis zum Jahre 2022. Politischer und gesellschaftlicher Konsens ist, dass diese wichtigen energiewirtschaftlichen Ziele ohne den massiven Ausbau der Energienetze nicht realisierbar sind. Daher muss dieses auch im Rahmen der EK-Zinsfestlegung – wie in der zweiten Regulierungsperiode – gewürdigt werden.

2. Verzinsung ausländischer Netzbetreiber: fehlerhafte Methodik, Ermittlungsfehler und selektive Länderauswahl

Die jeweiligen Regelungen der Netzentgeltverordnungen (§§ 7 Abs. 5 Satz 1 Nr. 2 Strom/GasNEV) sehen vor, dass unter anderem auch die ausländischen Eigenkapitalverzinsungen zu berücksichtigen sind. Der in den Beschlüssen von der BNetzA dargestellte **Vergleich ist jedoch methodisch fehlerhaft**, da die **Unterschiede in den regulatorischen Eigenkapitalquoten** der betrachteten Länder unberücksichtigt bleiben. Die BNetzA selbst weist in ihren Festlegungen auf die Bedeutung der Kapitalstruktur für das Investitionsrisiko hin: „Unstrittig ist, dass durch die Korrektur der Risikofaktoren der Hebel zu berücksichtigen ist, der das Risiko auf das Eigenkapital umso höher werden lässt, je mehr Fremdkapital dem Eigenkapital zur Seite gestellt wird.“⁴

Der EK-Zinssatz muss sich am Kriterium messen lassen, im Vergleich zu alternativen Investitionen mit vergleichbarem Risiko ausreichend Kapital anziehen zu können. Da das Risiko für den Eigenkapitalgeber wesentlich von der Kapitalstruktur abhängt – wie die BNetzA zutreffend feststellt – kann ein sinnvoller Vergleich nur nach Anpassung der Kapitalstruktur erfolgen.

³ BNetzA-Festlegungen v. 5.10.2016: BK4-16-160 (S. 32); BK4-16-161 (S. 31)

⁴ BNetzA-Festlegungen v. 5.10.2016: BK4-16-160 (S. 24); BK4-16-161 (S. 23)

Ergebnis eines von NERA Economic Consulting durchgeführten vollständigen europäischen Vergleichs aktueller Festlegungen in Europa⁵, der Unterschiede zwischen den regulatorischen Kapitalstrukturen verschiedener Länder berücksichtigt, ist, dass der aktuell in Deutschland für die 3. Regulierungsperiode festgelegte Zinssatz um etwa 1,5 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt im Ausland liegt.⁶

Neben den nicht erfolgten Korrekturen der Kapitalstrukturen enthält der internationale Vergleich der BNetzA weitere Ermittlungsfehler

Für Italien verwendet die BNetzA einen Basiszinssatz in Höhe von 0,79%. Im Anhang A der italienischen Regulierungsentscheidung wird dieser Wert zwar als nominaler Basiszinssatz („tasso di rendimento delle attività prive di rischio“) aufgeführt.⁷ In die Berechnung des EK-Zinssatzes findet dieser Wert aber keinen Eingang. Der tatsächlich verwendete Basiszinssatz beträgt 2,0% und bestimmt sich als Summe aus 0,5% (real) und 1,5% Inflation.⁸ Durch diesen Fehler stellt Italien in der BNetzA-Darstellung fälschlicherweise das untere Ende der Bandbreite der EK-Zinssätze dar, anhand dessen die BNetzA ihren Wert zu plausibilisieren versucht. Der korrigierte Wert für Italien liegt über einen Prozentpunkt oberhalb des Wertes, den die BNetzA berechnet.

Ferner übersieht die BNetzA, dass in Belgien die nationale Regulierungsbehörde CREG einen Illiquiditätszuschlag⁹ auf den EK-Zinssatz gewährt. Dies führt dazu, dass sich die effektiven EK-Zinssätze um 10% (Strom) bzw. 20% (Gas) erhöhen.¹⁰

⁵ In dem NERA-Vergleich ist Dänemark nicht enthalten, da es sich um staatliche Energieversorgungsunternehmen handelt, die nicht vergleichbar sind mit Deutschland.

⁶ Gutachten NERA Economic Consulting „Stellungnahme zu den Beschlussentwürfen BK4-16-0160 und BK4-16-0161 der Bundesnetzagentur“, 8. August 2016, S. 29f

⁷ Aeegsi, „Allegato A – Criteri per la Determinazione e l’Aggiornamento del Tasso di Remunerazione del Capitale Investito per i Servizi Infrastrutturali dei Settori Elettrico e Gas per il Periodo 2016-2021“, Tabella 1

⁸ Der nominale und von der BNetzA zitierte Basiszinssatz in Höhe von 0,79% findet keine Anwendung, da er bei Anpassung um die Inflationsrate unterhalb von 0,5% liegen würde. Siehe Aeegsi, „Allegato A – Criteri per la Determinazione e l’Aggiornamento del Tasso di Remunerazione del Capitale Investito per i Servizi Infrastrutturali dei Settori Elettrico e Gas per il Periodo 2016-2021“, Articolo 3.2.

⁹ Die belgische Regulierungsbehörde CREG ist zuständig für die ÜNB/FNB. Die VNB werden von den drei regionalen Regulierungsbehörden in Flandern, Wallonien und Brüssel reguliert. Diese regionalen Behörden gewähren keinen Illiquiditätszuschlag, setzten aber dafür höhere Werte an (MRP von z.B. 4,5% bis 5,1% anstelle von 3,5% plus Illiquiditätszuschlag).

¹⁰ Belgische Regulierungsbehörde CREG, „Méthodologie Tarifaire pour le Réseau de Transport de Gaz Naturel, l’Installation de Stockage de Gaz Naturel et l’Installation de GNL“, Articles 17 et 18 sowie CREG, „Méthodologie Tarifaire pour le Réseau de Transport d’Electricité et pour les Réseaux d’Electricité Ayant une Fonction de Transport“, Articles 17 et 18

Auffällig ist auch der **selektive Ländervergleich**, den die BNetzA vornimmt. Insbesondere wird Belgien, dessen Festlegungen eher am unteren Ende der europäischen Regulierungspraxis liegen, mit insgesamt acht Entscheidungen zitiert. Fraglich ist generell, ob die Festlegungen in Belgien überhaupt ein geeigneter Maßstab sein können, da sie großteils staatliche Netzbetreiber¹¹ betreffen und somit auch stark politisch getrieben sind. Höhere Festlegungen aus beispielsweise Norwegen und der Schweiz werden weit weniger prominent aufgeführt. Zudem lässt die BNetzA die Entscheidungen der Regulierungsbehörde Ofgem in Großbritannien gänzlich außer Acht. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund des ausgereiften Regulierungsregimes in Großbritannien nicht zu rechtfertigen.

Damit sind die vor dem Hintergrund von §§ 7 Abs. 5 Strom/GasNEV von der BNetzA erfolgten Ausführungen zum internationalen Vergleich der Verzinsung ohne Aussagekraft. Der Vorgabe der Netzentgeltverordnungen, die durchschnittliche Verzinsung von Strom- und Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten zu berücksichtigen, genügt der im Rahmen der aktuellen Festlegungen durchgeführte internationale Vergleich in keinem Fall.

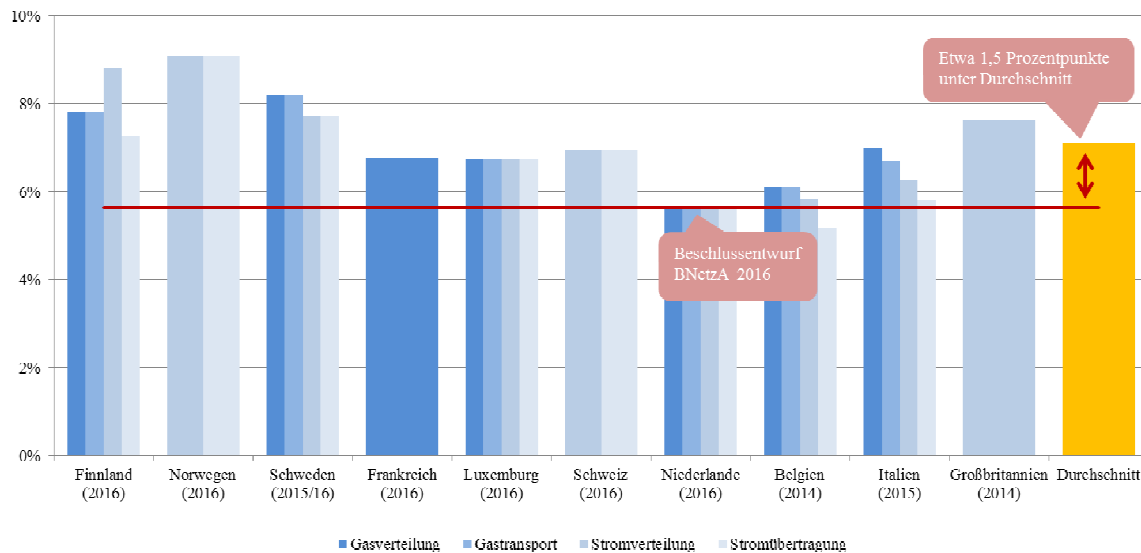
FAZIT

Das **Risiko des Eigenkapitalgebers** bei einer Investition in den Netzbetrieb hängt wesentlich von der **Kapitalstruktur** ab. Bei der Ermittlung des Betafaktors trägt die BNetzA diesem Umstand auch Rechnung. Die BNetzA widerspricht diesem Vorgehen beim internationalen Vergleich regulatorischer Eigenkapitalzinssätze, indem sie explizit keine Vergleichbarkeit herstellt. Aufgrund der tendenziell höheren EK-Quoten im Ausland führt dies dazu, dass der deutsche EK-Zinssatz mit Werten verglichen wird, die ein geringeres Investitionsrisiko für Eigenkapitalgeber abbilden. Hinzu kommt, dass die BNetzA einige Entscheidungen falsch zitiert (Italien) bzw. politische getriebene Entscheidungen für großteils staatliche Netzbetreiber (Belgien) mit einbezieht, aber andere Entscheidungen auslässt (Großbritannien). Damit ist der Vergleich so stark (nach unten) verzerrt, dass ihm jegliche Aussagekraft fehlt.

Der internationale Vergleich der BNetzA hat keinerlei Aussagekraft über die Angemessenheit des EK-Zinssatzes. Die Darstellungen der BNetzA genügen den Anforderungen der Netzentgeltverordnungen nicht.

¹¹ Der belgische ÜNB (Elia) und FNB (Fluxys) sind in privater Hand. Die Verteilernetze sind zu 100 % in staatlicher Hand.

Der aktuell in Deutschland für Strom- und Gasnetze für die 3. Regulierungsperiode festgelegte EK-Zinssatz (nach Steuern) liegt gemäß der Analyse von NERA Economic Consulting um etwa 1,5 Prozentpunkte unterhalb des europäischen Durchschnitts.



Quelle: Gutachten NERA Economic Consulting

3. Marktrisikoprämie: Unzureichende Berücksichtigung nationaler Kapitalmarktverhältnisse, Inkonsistenz innerhalb der BNetzA und Widerspruch zu ausländischer Regulierungspraxis

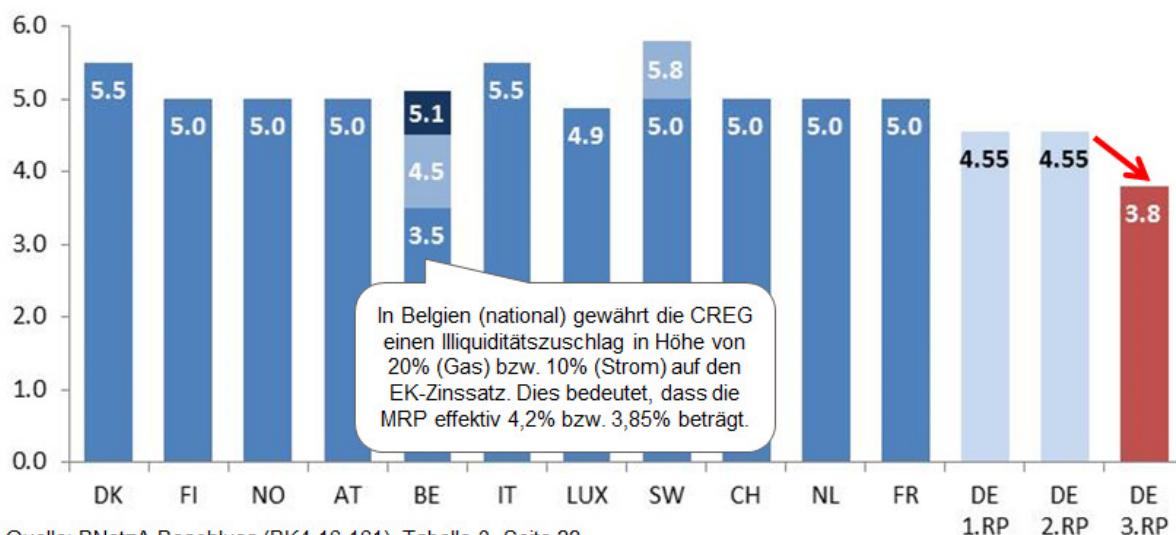
Der EK-Zinssatz ergibt sich rechnerisch aus den beiden Komponenten risikoloser Basiszinssatz (gemäß §§ 7 Netzentgeltverordnungen) und dem Wagniszuschlag, der maßgeblich durch die Marktrisikoprämie (MRP) bestimmt wird. Die BNetzA senkt die MRP von 4,55% (2. Regulierungsperiode) auf 3,8% in der Festlegung zur 3. Regulierungsperiode ab.

Der BDEW hat in seiner Stellungnahme bereits ausgeführt, dass die Beschlusskammer 4 (BK 4) der BNetzA hier einen Sonderweg einschlägt, der im Widerspruch zu einer Vielzahl von Experten (KPMG, IDW, Deutsche Bundesbank) steht. Insofern fand mit der allein aus der DMS-Datenreihe (Dimson, Marsh und Staunton) abgeleiteten Welt-MRP auch **keine ausreichende Berücksichtigung der Verhältnisse auf dem nationalen Kapitalmarkt** statt, wie es gemäß §§ 7 Abs. 5 Strom/GasNEV hätte erfolgen müssen. Die Absenkung der angesetzten MRP auf 3,8% steht auch nicht im Einklang mit der Festlegung der für die **Telekommunikation zuständigen BK 3**. Diese geht in ihrem Beschluss¹² davon aus, dass die im Zuge der

¹² BNetzA-Festlegung, BK 3c-16/ 005

Finanzmarkt- und Eurokrise stark gesunkenen Basiszinsen nicht mit fallenden Marktrisikoprämien verbunden sind.¹³ Die BK 3 setzt eine konstante MRP von 4,73% an, die insbesondere die nationalen Kapitalmarktverhältnisse stärker berücksichtigt und um fast 1 Prozentpunkt höher ist als die von der BK 4 festgelegte MRP.

In den BNetzA-Beschlüssen wird zudem in Tabelle 3, die die Eigenkapitalzinssätze und Parameter von **Festlegungen anderer Regulatorbehörden** darstellt, deutlich, dass in allen aufgeführten Entscheidungen die MRP deutlich über der von der BNetzA festgelegten MRP liegt. Es gibt eine Festlegung in Belgien, deren MRP in der Tabelle 3 mit einem niedrigeren Wert aufgeführt wird. Allerdings lässt die BNetzA unberücksichtigt, dass der belgische Regulator einen Illiquiditätszuschlag¹⁴ in Höhe von 10% bzw. 20% auf den EK-Zinssatz gewährt. Effektiv beträgt die MRP für Fernleitungsnetzbetreiber 4,7% und für Übertragungsnetzbetreiber 3,85%. Beide Werte liegen oberhalb der des Wertes für Strom- und Gasnetze in Deutschland. Zudem sind die belgischen Beschlüsse politisch bedingt, da für großteils Staatsunternehmen gültig und somit kein geeigneter Vergleichsmaßstab.



¹³ BDEW-Stellungnahme zur Konsultation der Bundesnetzagentur zu den Festlegungen von Eigenkapitalzinssätzen nach § 7 Abs. 6 Strom- bzw. Gas-Netzentgeltverordnungen, 10. August 2016, S. 4 ff

¹⁴ Die belgische Regulatorbehörde CREG erkennt in der in Fußnote 10 zitierten Entscheidung an, dass die Aktien von Fluxys und Elia nicht vollständig liquide gehandelt werden. Da illiquider Handel für einen Aktionär ein Risiko darstellt erhöht die CREG den risikolosen Zinssatz und die Risikoprämie um je 10% (Elia) bzw. 20% (Fluxys). Aus der Entscheidung der CREG geht nicht hervor warum sie ausgerechnet die allgemeinen Zinssatzparameter und nicht den spezifischen Parameter (Beta) erhöht. Unabhängig von der wenig robusten Herleitung der Zinssatz-Entscheidung bleibt jedoch im Ergebnis eine deutliche Erhöhung des für Aktionäre erreichbaren Zinssatzes.

FAZIT

Die massive Absenkung der MRP für die dritte Regulierungsperiode ist mit Blick auf die Situation der **hohen Unsicherheiten auf den Finanz- und Kapitalmärkte** nicht plausibel und auch empirisch nicht belegt. Bei den BK 4-Festlegungen weicht die angesetzte MRP von allen bekannten Expertisen ab und spiegelt damit die nationalen Kapitalmarktverhältnisse nicht ausreichend wider.

Selbst zu einer aktuellen Festlegung innerhalb der BNetzA für die Telekommunikation, bei der der nationale Kapitalmarkt deutlich stärker berücksichtigt wird, gibt es eine erhebliche Abweichung nach unten. Dadurch erfolgt ohne sachlichen Grund eine **unterschiedliche regulatorische und damit diskriminierende Behandlung in Abhängigkeit von der Branchenzugehörigkeit**.

In allen anderen europäischen Ländern wurden höhere MRPs festgelegt, so dass die Festlegung auch im Widerspruch zu §§ 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom/GasNEV steht.

4. Gleichzeitiges Absenken von MRP und Basiszinssatz widerspricht ausländischer Regulierungspraxis und ökonomischer Theorie

Die Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes ist in den NEV (§§ 7 Abs. 4) geregelt. Das starke Absinken der festgelegten EK-Zinssätze für die 3. Regulierungsperiode ist allerdings bedingt durch die BNetzA-Methodik zur EK-Zinsermittlung. Denn das Absinken des risikofreien Basiszinses wird nicht durch einen entsprechenden Anstieg der Marktrisikoprämie kompensiert, obwohl hier Wechselbeziehungen bestehen. Die **Verhältnisse des deutschen Kapitalmarktes** werden zwar bei der Ermittlung des Basiszinssatzes vollständig berücksichtigt, kaum aber bei der MRP-Ermittlung. Die BNetzA negiert zwar in den Beschlüssen den inversen (also gegenläufigen) Zusammenhang zwischen dem Basiszins und der MRP, wird aber von der Empirie (Deutsche Bundesbank, Regulierungspraxis: Großbritannien, Italien, Schweiz, Norwegen, Frankreich, Schweden) wie auch von der Theorie widerlegt.¹⁵

Auf diese **methodische Inkonsistenz** weisen auch die Professoren Hoffjan/Posch in ihrem Gutachten hin¹⁶, denn die BNetzA zieht unterschiedliche Referenzmärkte zur Ableitung des risikolosen Basiszinses (Deutschland) und der Marktrisikoprämie (Weltmarkt) heran. Daher wird der Anstieg der Marktrisikoprämie in Deutschland, der aus dem besonders starken Absinken des deutschen risikolosen Basiszinses resultiert, nicht abgebildet.

Die **DMS-Datenreihen, die als Datengrundlage** für die MRP-Berechnungen zugrunde liegen, berücksichtigen die **deutschen Kapitalmarktverhältnisse nur zu 3%** im Welt-Portfolio von DMS. Dieses führt entgegen der Absicht des Ordnungsgebers in §§ 7 Abs. 5 S. 1 Strom/GasNEV, eine eher gleichgewichtete Berücksichtigung nationaler und internationaler

¹⁵ NERA Economic Consulting, S. 31 f.

¹⁶ Gutachten Professoren Hoffjan/Posch „Korrekturbedarf bei der Ermittlung von risikolosem Basiszinssatz und Marktrisikoprämie“, September 2015

Kapitalmarktverhältnisse vorzunehmen, zu einer verzerrten MRP-Berechnung und somit zu einer deutlichen Unterschätzung der Eigenkapitalkosten der Strom- und Gasnetzbetreiber. Zudem gab es eine Änderung der bisherigen Methodik von DMS durch die Aufnahme neuer Länder sowie eine Veränderung der Länder-Gewichtungen mit historischen Marktkapitalisierungen.¹⁷ Die unreflektierte Übernahme dieser Veränderungen stellt keine robuste Verfahrensweise dar und steht im Widerspruch zu der Gutachteraussage, nach der die Robustheit der bisherigen Methodik und die Annahme einer stabilen MRP befürwortet wird.¹⁸

Eine weitere **methodische Inkonsistenz** mit erheblichen Auswirkungen auf die Zinshöhe liegt in den unterschiedlichen Betrachtungszeiträumen bei der Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes und der MRP sowie in der Betrachtung jeweils „geografisch“ unterschiedlicher Märkte. Die Referenzzeiträume für den Basiszins (10 Jahre) und die Marktrisikoprämie (116 Jahre) fallen zu stark auseinander; der Basiszinssatz des nationalen Marktes und die Marktrisikoprämie des Welt-Marktes bilden zusammen eine rein synthetische Größe. Aus diesem Grunde hätte die BNetzA zumindest einen Sicherheitszuschlag anwenden müssen, um etwaige aus den o.g. Inkonsistenzen entstehende Nachteile für die Netzbetreiber auszugleichen.

Auch aus **kapitalmarkttheoretischer Sicht** geht ein Rückgang des risikolosen Basiszinses mit einem Anstieg der Marktrisikoprämie als Differenz der (Aktien-)Marktrendite und des risikolosen Basiszinses einher (und umgekehrt), d.h. es besteht **eine Wechselwirkung**. Diese Sichtweise wird vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)¹⁹ gestützt, das infolge der Finanzkrise eine deutliche Anhebung der Marktrisikoprämie im Kontext der Kapitalkostenermittlung empfiehlt und die derzeit entsprechend praktiziert wird.

Der in anderen Ländern etablierte **TMR-Ansatz** (Total Market Return) zeigt auch für Deutschland für den Zeitraum von 2004 bis 2016 eine relativ stabile Gesamtmarktrendite und damit einen klaren inversen Zusammenhang zwischen MRP und risikolosem Zinssatz auf. Die Feststellung der BNetzA, dass in „Abhängigkeit vom betrachteten Zeitraum [...] die Ergebnisse, wie die Analyse der Deutschen Bundesbank zeigt, erheblichen Schwankungen [unterliegen]“ kann allerdings nicht als Rechtfertigung dienen, die Ergebnisse des TMR-Ansatzes zu verwerfen.²⁰ Die „Schwankungen“ können nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Absinken des Basiszinssatzes in Folge der Finanzmarktkrise durch einen Anstieg der MRP kompensiert wird (inverse Korrelation).

Selbst der Gutachter der BNetzA geht nicht davon aus, dass aufgrund der Veränderung in den letzten Jahren sowohl die MRP als auch der Basiszinssatz gefallen sind. Frontier Eco-

¹⁷ Frontier Economics, S. 18; Ausführungen dazu von NERA Economic Consulting, S. 24f

¹⁸ Frontier Economics, S. 13

¹⁹ IDW/FAUB 09/2012

²⁰ BNetzA-Beschlüsse, S. 13f

nomics schreibt, dass in der akademischen Literatur folgende zwei Positionen vertreten werden:²¹

1. Marktrisikoprämie langfristig stabil;
2. Gesamtmarktrendite (Summe aus Basiszinssatz und MRP) langfristig stabil.

In beiden Fällen wäre ein Absenken der MRP nicht haltbar. Letztere Position würde sogar einen Anstieg der MRP bedeuten – was sich auch deutlich in den Daten der Deutsche Bundesbank widerspiegelt.

Die BNetzA verweist darauf (S. 14), dass Professor Stehle, Gutachter der BK 3, empfiehlt, den TMR-Ansatz nicht zu verwenden. Keine Berücksichtigung findet Professor Stehles Ansätze jedoch, wenn er eine stärkere Betonung der nationalen Kapitalmarktverhältnisse (Ermittlung der MRP aus Daten von USA, GB und D) empfiehlt und wenn er hierauf aufbauend in seinem aktuellen Gutachten für die BNetzA (BK 3) für die Telekommunikation eine MRP in Höhe von 4,73% und damit denselben Wert wie in 2011 empfiehlt.²²

FAZIT

Um der besonderen Zins- und Renditesituation in Deutschland Rechnung zu tragen, müssen die **Verhältnisse des deutschen Kapitalmarktes** bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie entsprechend stärker berücksichtigt werden, als dies von der BK4 der BNetzA erfolgte (Deutschland ist lediglich mit einem Anteil von 3% in der Welt-MRP enthalten).

Der außerordentlich hohe Rückgang des risikolosen Basiszinssatzes in Deutschland (Deutschland als „sicherer Hafen“) stellt eine **Sondersituation** dar. Die Welt-MRP darf in Verbindung mit dem „deutschen“ risikolosen Basiszinssatz nach Netzentgeltverordnungen nicht übernommen werden.²³ Um die aus den geografischen wie zeitlichen Inkonsistenzen entstehenden Verzerrungen zu vermeiden, sind methodisch robuste Verfahrensweisen notwendig, um langfristig stabile MRP zu erhalten. Alternativ könnte auch die Einführung eines „Sicherheitszuschlags“ zielführend sein.

Die Tatsache, dass keine andere Behörde in Europa eine gleichzeitige Absenkung von Basiszins und Marktrisikoprämie vorgenommen hat, ist ein klares Indiz dafür, dass die

²¹ Frontier Economics, S. 13

²² Gutachten Prof. Stehle, Wissenschaftliches Gutachten zur Schätzung der Marktrisikoprämie (Equity risk premium) im Rahmen der Entgeltregulierung, April 2016

²³ Sondersituation: „Deutschland hat in der seit 2011 andauernden europäischen Wirtschaftskrise aufgrund seiner besonderen politischen und wirtschaftlichen Bedeutung in der Eurozone eine Sonderrolle. Bundesanleihen haben aufgrund ihrer Liquidität und Ausfallsicherheit von besonders starken Mittelzuflüssen profitiert, während sich der Aktienmarkt aufgrund der hohen Verflechtung Deutschlands mit der Eurozone und den damit verbundenen Wachstumsrisiken lediglich unterdurchschnittlich entwickelt hat.“ Quelle: NERA Economic Consulting, Stellungnahm Eigenkapitalzins 8. August 2016, Kap. 4.2

in den Festlegungen der BK 4 der BNetzA zugrunde gelegte MRP korrekturbedürftig ist.

5. BNetzA nutzt Ermessensspielraum nicht, um die Gefahr der Unterschätzung der Kapitalkosten für die 3. Regulierungsperiode abzumildern

Wie zuvor dargelegt, sind die von Investoren geforderten Marktrisikoprämien als Folge der **Finanz- und Eurokrise** während der letzten Jahre deutlich angestiegen. Diese für den gesamten Kapitalmarkt geltende Entwicklung gilt ebenso für die von den Netzbetreibern aktuell und in den nächsten Jahren zu erwirtschaftenden Kapitalkosten und müsste daher zwingend im Rahmen der Festlegungen Berücksichtigung finden.

Aufgrund der gestiegenen MRP der letzten Jahre war insofern eher davon auszugehen, dass die BNetzA die im EK-Zins enthaltene MRP im Vergleich zur Festlegung für die 2. Regulierungsperiode aus 2011 (4,55%) anhebt oder zumindest konstant hält. Mit der Absenkung auf 3,80% – dem Mittelwert aus der von Frontier Economics ermittelten Bandbreite (3,20% bis 4,40%) – geht die BNetzA jedoch einen auch im europäischen Vergleich einmaligen Sonderweg.

Ursächlich für die **massive Verwerfung** bei der Ermittlung der MRP ist der von der BNetzA bzw. in der herangezogenen Studie von Dimson/Marsh/Staunton zugrunde gelegte **extrem lange Betrachtungszeitraum für den Weltmarkt von nun mehr 116 Jahren** (1900-2015), der die aktuelle, Deutschland in besonderem Maße treffende Sondersituation mit extrem hohen MRPs, nicht hinreichend widerspiegelt.

Verschärfend kommt hinzu, dass der wesentliche Teil des Rückgangs der MRP im Vergleich zu 2011 nicht auf die Entwicklung während der letzten Jahre, sondern auf grundsätzliche **methodische Änderungen in der Ermittlungsweise der MRP in der DMS-Studie** zurückzuführen ist, welche sich auf den kompletten 116-jährigen Erhebungszeitraum auswirken (seit 2012 Aufnahme neuer Länder mit unterentwickelten Kapitalmärkten im Erhebungszeitraum und auftretenden Totalverlusten an den Aktienmärkten (China/Russland) oder Länder mit einer unterdurchschnittlichen Aktienmarktentwicklung (Österreich, Ungarn), Gewichtung der einzelnen Länder mit der Marktkapitalisierung anstelle des BIP.²⁴

Die Absenkung der MRP von 4,55% auf 3,80% steht auch im **deutlichen Widerspruch zu den zwei grundsätzlichen methodischen Ansätzen, die Frontier Economics** selbst im Gutachten auf Seite 13 beschreibt: Nämlich entweder von einer langfristig stabilen MRP oder von einer langfristig stabilen Gesamtmarktrendite (TMR-Ansatz, mit steigender MRP bei sinkendem Basiszins) auszugehen.

Selbst wenn man davon ausgehen sollte, dass die 3,80% einen nachhaltigen, wenngleich extrem langfristigen Durchschnitt der MRP darstellen, zeigt wiederum Frontier Economics auf

²⁴ Gutachten Frontier Economics, S. 18, Fußnote 21

Seite 23 selbst auf, dass die aufgezeigte Bandbreite (3,2% bis 4,4%) vom Regulierer als Spielraum genutzt werden kann, um z.B.

- 1) größere quantitative Sprünge bei der Festlegung der MRP von der einen auf die andere Regulierungsperiode zu vermeiden oder
- 2) Verwerfungen zu korrigieren, die entstehen wenn die von den Investoren im Kurzfristzeitraum bzw. aktuell geforderten (höheren) Marktrisikoprämien sich im langfristigen MRP-Durchschnitt nicht angemessen widerspiegeln oder
- 3) begründete Weiterentwicklungen in der Methodik abzubilden.

Aktuelle Beispiele in Europa belegen, dass Regulierer – um eine anwendungsmethodisch bedingte Unterschätzung der tatsächlichen Kapitalkosten der Netzbetreiber vor dem Hintergrund der Finanz- und Eurokrise zu vermeiden – genau diesen **Ermessensspielraum** nutzen. So hat sich beispielsweise E-Control in Österreich – die ebenso von Frontier Economics im Rahmen der Kapitalkostenbestimmung beraten werden – in den Zinssatzermittlungen für die 2. Regulierungsperiode Gas (2013-2017) und 3. Regulierungsperiode Strom (2014-2018) explizit an den **oberen Rand der Bandbreite** (3,8%-5,0%) der gutachterlich ermittelten MRP gelegt, um eine **Unterschätzung der Kapitalkosten der Netzbetreiber zu vermeiden** und den **erforderlichen Netzaus- und -umbau nicht zu gefährden**.²⁵ Auch der Regulierer in Luxemburg hat sich basierend auf der expliziten Empfehlung des Gutachters Frontier Economics „das Vorsichtsprinzip zugunsten der Unternehmen auszulegen“.²⁶ in der in 2016 vollzogenen Zinssatzfestlegung explizit an den oberen Rand der Bandbreite der MRP und daraus resultierenden Kapitalkosten gelegt. In den finalen Beschlüssen legte der luxemburgische Regulierer die MRP mit 4,80% sogar noch oberhalb der von Frontier Economics ermittelten Bandbreite (3,20%-4,50%) fest.²⁷

²⁵ E-CONTROL, Regulierungssystematik für die dritte Regulierungsperiode der Stromverteilernetzbetreiber 1. Jänner 2014 - 31. Dezember 2018, S. 82 sowie E-CONTROL: Regulierungssystematik für die zweite Regulierungsperiode GAS 1.1.2013-31.12.2017, S. 32

²⁶ Frontier Economics, Aktualisierung des WACC für Strom- und Gasnetzbetreiber – Luxemburg, Projektdokumentation 09.12.2015: „Zur Erfassung von künftigen unsicheren Marktentwicklungen empfehlen wir das Vorsichtsprinzip zugunsten der regulierten Unternehmen zu berücksichtigen“ sowie „Wir empfehlen deshalb eine Orientierung an der oberen Bandbreite unserer WACC Berechnungen“.

²⁷ Siehe z.B. Règlement E16/12/ILR du 13 avril 2016 fixant les méthodes de détermination des tarifs d'utilisation des réseaux de transport, de distribution et industriels et des services accessoires pour la période de régulation 2017 à 2020 et abrogeant le règlement E12/05/ILR du 22 mars 2012 – Secteur Electricité, Institut Luxembourgeois de Régulation, Entscheidung vom 13.04.2016, <http://www.legilux.public.lu/leg/a/archives/2016/0091/a091.pdf#page=12>

FAZIT

Die BNetzA nutzt diesen vom eigenen Gutachter aufgezeigten Ermessensspielraum nicht, um die vorhandenen methodischen Schwächen ihres Ansatzes abzusichern und nimmt damit die Gefahr in Kauf, dass die tatsächlichen Eigenkapitalkosten der Strom- und Gasnetzbetreiber in der 3. Regulierungsperiode unterschätzt werden.

6. BNetzA-intern inkonsistente Zinsermittlung Altanlagen

Die BK 4 weicht auch bei der Ermittlung des (realen) Altanlagen-Zinssatzes für Energienetze vom Vorgehen der BK 3 im Telekommunikationsbereich ab. Die BK 3 ermittelt diesen Zinssatz als Differenz aus Nominalzinssatz und Inflation auf Vor-Steuer-Ebene.

Die BK 4 eliminiert die Inflation dagegen erst auf Nach-Steuer-Ebene, was zum Nachteil der Energienetzbetreiber wirkt (ca. um 0,35 Prozentpunkte niedrigerer Altanlagenzinssatz). Der von der BK 3 verfolgte Ansatz ist sachgerecht, da der über die Netzentgelte verdiente Inflationsausgleich der Ertragsbesteuerung unterliegt.

Entsprechend führt der Ökonom K. Davis aus, dass die Inflationsanpassung – wie auch von der BK 3 vorgenommen – auf Vor-Steuer-Ebene im vorliegenden Fall sachgerecht ist. Die Inflationsanpassung auf Nach-Steuer-Ebene – wie sie von der BK 4 vorgenommen wird – wäre nur dann sachgerecht, wenn reales Einkommen statt nominalem Einkommen besteuert würde.²⁸ Da dies nicht der Fall ist, ist die Vorgehensweise der BK 4 methodisch fehlerhaft.

FAZIT

Die Ermittlung des **Altanlagen-Zinssatzes** nach der Methodik der BK 3 muss auch für Energienetze Anwendung finden. Es gibt keinen sachlichen Grund diesbezüglich von der geübten Praxis der BK 3 abzuweichen.

Ansprechpartner:

Geschäftsbereich Energienetze, Regulierung
und Mobilität

Katja Hintz
Telefon: +49 30 300199-1663
katja.hintz@bdew.de

²⁸ Davis, K. (2006): „Access Regime Design and Required Rates of Return: Pitfalls in Adjusting for Inflation and Tax Effects“, Journal of Regulatory Economics, January 2006, Volume 29, Issue 1, Seite 109ff