

Berlin, 12. Mai 2023

BDEW Bundesverband  
der Energie- und  
Wasserwirtschaft e.V.

Reinhardtstraße 32  
10117 Berlin

[www.bdeu.de](http://www.bdeu.de)

## Stellungnahme

# Konsultation der BNetzA- Eckpunkte zur Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für Verteilernetzbetreiber vom 8. März 2023

Der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW), Berlin, und seine Landesorganisationen vertreten über 1.900 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 90 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

<b>1</b>	<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Hintergrund .....</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Kapitalmarktsituation und Regulierungsrahmen .....</b>	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>Fremdkapitalfinanzierung der Verteilernetzbetreiber .....</b>	<b>7</b>
<b>5</b>	<b>Neuregelung muss Fremdkapitalkosten des Marktes abbilden .....</b>	<b>8</b>
5.1	Regelung muss rückwirkend ab 1. Januar 2022 greifen .....	8
5.2	Anwendung des FK-Zinssatzes gemäß Neuregelung für die Investitionen der Nachbasisjahre auch in der 4. Regulierungsperiode .....	10
5.3	Zinsreihen der Deutschen Bundesbank müssen Kapitalmarktgegebenheiten abbilden .....	13

## 1 Zusammenfassung

Der BDEW begrüßt ausdrücklich das Vorhaben der Bundesnetzagentur (BNetzA), die gesetzliche Ermächtigungsgrundlage zur Festlegung des Fremdkapitalzinssatzes für Neuinvestitionen zu nutzen. Die regulatorischen Fremdkapitalzinssätze (FK) halten nicht Schritt mit der seit 2022 andauernden Zinswende und erschweren die Neuinvestitionen in die Verteilernetze für die Energie-, Wärme- und Verkehrswende. Diese Neuinvestitionen sind für den Erfolg der Energiewende dringend erforderlich.

Die Übertragung der ÜNB-/FNB-Regelung (Übertragungs- und Fernleitungsnetzbetreiber) für die FK-Zins-Erstattung im Kapitalkostenaufschlag (KKAuf) auf Verteilernetzbetreiber (VNB) ist infolge der dramatischen Zinswende sinnvoll und ökonomisch geboten. Der BDEW begrüßt daher die Umstellung auf ein Jahresmittel anstelle eines zehnjährigen Durchschnitts sowie die damit einhergehende Anpassung der bisher verwendeten Zeitreihen.

Bei drei Punkten der von der BNetzA vorgesehenen Umsetzung sieht der BDEW allerdings noch Anpassungsbedarf, um die Marktkonditionen der Fremdfinanzierung tatsächlich und damit auch die Intention des Gesetzgebers adäquat abzubilden. Der BDEW sieht folgende Anpassungen als notwendig an:

### 1. Neuregelung muss rückwirkend ab dem 1. Januar 2022 greifen

Die Auswirkungen der Zinswende auf den Kapitalmarkt sind bereits seit 2022 spürbar und setzen sich auch im Jahr 2023 fort (vgl. NERA-Kurzgutachten im Auftrag des BDEW, Kapitel 2)<sup>1</sup>. Somit muss die Anwendung einer neuen Ermittlungsmethode für die Fremdkapitalverzinsung bereits rückwirkend ab dem 1. Januar 2022 greifen.

### 2. Neuregelung muss Investitionen der 4. Regulierungsperiode beinhalten

Auch die Investitionen der Verteilernetzbetreiber in den Jahren 2022 und 2023 müssen von der Neuregelung erfasst werden. Andernfalls droht eine erhebliche Finanzierungslücke. Gerade die laufende Finanzierung der erheblichen Neuinvestitionen im Jahr 2023 würde angemessen unterstützt. Zudem würde das Vertrauen der Kapitalmärkte – gerade mit Blick auf die neue Rolle der BNetzA in Folge des EuGH-Urteils - in verlässliche Regulierungsrahmenbedingungen gestärkt. Auf das veränderte Umfeld würde regulatorisch angemessen reagiert und ein massiver Zinssprung Ende 2023 vermieden.

---

<sup>1</sup> Anlage: NERA Economic Consulting (2023): Fremdkapitalzinssatz bei Investitionen in Strom- und Gasverteilernetze. Kurzgutachten im Auftrag des BDEW

### 3. Zinsreihe „Anleihe von Unternehmen“ der Deutschen Bundesbank als Grundlage

Vor dem Hintergrund der derzeitigen Zinsentwicklungen und der massiven Investitionsvolumen bei den Verteilernetzbetreibern decken die vorgesehenen zwei Zinsreihen der Deutschen Bundesbank aktuell, aber auch prognostisch, nicht die tatsächlichen Fremdkapitalzinsen der Verteilernetzbetreiber ab. Dies zeigen auch die Analysen von NERA (vgl. hierzu NERA-Kurzgutachten, Kapitel 5). Dies ist für alle Investitionsvorhaben kontraproduktiv. Daher sollte nur die Zinsreihe „Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen – Anleihen von Unternehmen“ als Referenzreihe verwendet werden.

Der Antrag für einen Kapitalkostenaufschlag ist von den Netzbetreibern bis zum 30. Juni eines jeweiligen Jahres zu stellen. **Daher sollte die Festlegung einer neuen Regelung bis spätestens Mitte Juni 2023 erfolgen, damit die antragstellenden Netzbetreiber die Möglichkeit haben, diese im Rahmen des Antragsverfahrens für das Jahr 2024 zu berücksichtigen.**

Die Ausführungen zu den vorliegenden BDEW-Vorschlägen werden im Weiteren erläutert.

## 2 Hintergrund

Am 15. Dezember 2022 verabschiedete der Bundestag die EuGH-konforme Ermächtigungsgrundlage für die Bundesnetzagentur im Energiewirtschaftsgesetz (EnWG) zur Bestimmung des kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatzes bei den Verteilernetzbetreibern (§ 118 (46d) EnWG). Der BDEW hatte die Anpassung gefordert, da die aktuelle Regelung mit einer historischen Durchschnittsbildung die eingetretene Zinswende nicht berücksichtigen kann und damit die anstehenden Investitionen der Verteilernetzbetreiber gefährdet.

Am 8. März 2023 erfolgte die Bekanntmachung im Amtsblatt der Bundesnetzagentur über die Konsultation von Regelungen zur Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes für Betreiber von Verteilernetzen nach § 118 Abs. 46d, 29 Abs. 1 EnWG i. V. m. § 10a Abs. 7 ARegV.

Die Beschlusskammer 4 veröffentlichte zeitgleich das Eckpunktepapier auf der Homepage der BNetzA und räumte die Möglichkeit ein, bis zum 28. April 2023 Stellung zu nehmen. Der BDEW erhielt nach Rücksprache eine zweiwöchige Fristverlängerung bis 12. Mai 2023, für die er an dieser Stelle noch mal ausdrücklich dankt. Entsprechend nimmt der BDEW hierzu nachfolgend Stellung.

Zur Unterstützung der Meinungsbildung im BDEW wurde NERA Economic Consulting (NERA) mit der Analyse beauftragt, inwieweit die vorgeschlagene Neuregelung geeignet ist, die

Finanzierungskosten der Verteilernetzbetreiber ökonomisch sachgerecht abzubilden. Diese gutachterliche Expertise ist als Anlage Bestandteil der BDEW-Stellungnahme.<sup>2</sup>

Mit den aktuellen klimapolitischen Zielen der Europäischen Union und der Bundesregierung wird insbesondere der energiewendebedingte Ausbau der Stromnetze sowie auch der Transformationsprozess der Gasnetze zu einem weiteren Anstieg der bereits heute hohen jährlichen Neuinvestitionen führen. Verteilernetzbetreiber werden das notwendige Eigen- und Fremdkapital aber nur dann beschaffen können, wenn die jeweils aktuellen Verzinsungsanforderungen und damit das aktuelle Zinsumfeld auch in den Erlösobergrenzen abgebildet werden („verdient werden können“). Neben einer marktgerechten Verzinsung des Eigenkapitals ist es dabei absolute Mindestanforderung, dass die für Fremdkapital zu zahlenden Zinsen den Netzbetreibern regulatorisch erstattet werden.

Daher begrüßt der BDEW ausdrücklich, dass es hierfür zu einer Neuregelung kommen soll.

Die konsultierten Eckpunkte sehen aktuell eine Verwendung des Jahresdurchschnitts der beiden Bundesbankzinsreihen für Unternehmensanleihen (Nicht-MFIs) und Kreditzinssätze (nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, > 1 Mio. EUR, anfängliche Zinsbindung 1-5 Jahre zum Startzeitpunkt) als kalkulatorischer FK-Zinssatz ab den 1. Januar 2024 vor. Die Anwendung soll dabei jedoch auf Investitionen ab dem Jahr 2024 begrenzt sein.

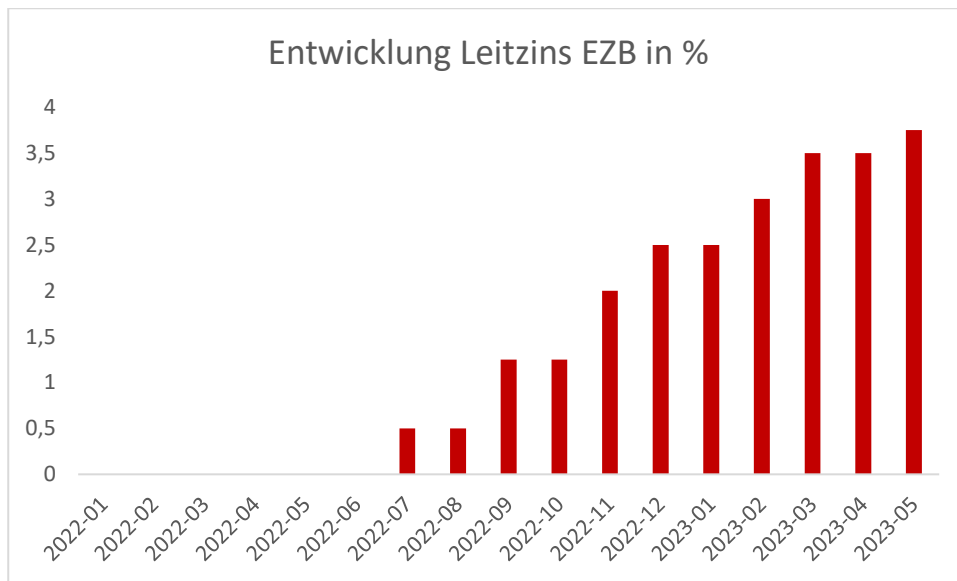
### **3 Kapitalmarktsituation und Regulierungsrahmen**

Die Kapitalmarktsituation hat sich in den vergangenen zwei Jahren fundamental geändert. Unter dem Eindruck der Corona-Pandemie, des russischen Kriegs gegen die Ukraine und einer Verunsicherung im Bankensektor haben Inflationsraten und Zinsen in kürzester Zeit in selten gekanntem Ausmaß angezogen (vgl. NERA-Kurzgutachten, Kapitel 2).

In dessen Folge sehen sich Unternehmen mit deutlich erschwerten Finanzierungsbedingungen hinsichtlich des Kapitalzugangs einerseits sowie der damit einhergehenden Konditionen andererseits konfrontiert. Das gestiegene Zinsniveau zeigt sich bereits beim Leitzinssatz der Europäischen Zentralbank. Dieser ist in kurzer Zeit von 0 % auf 3,75 % gestiegen; ein Zinsniveau, das es zuletzt in der Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2008 gegeben hat.

---

<sup>2</sup> Anlage 2 NERA Economic Consulting (2023): Fremdkapitalzinssatz bei Investitionen in Strom- und Gasverteilnetze. Kurzgutachten im Auftrag des BDEW



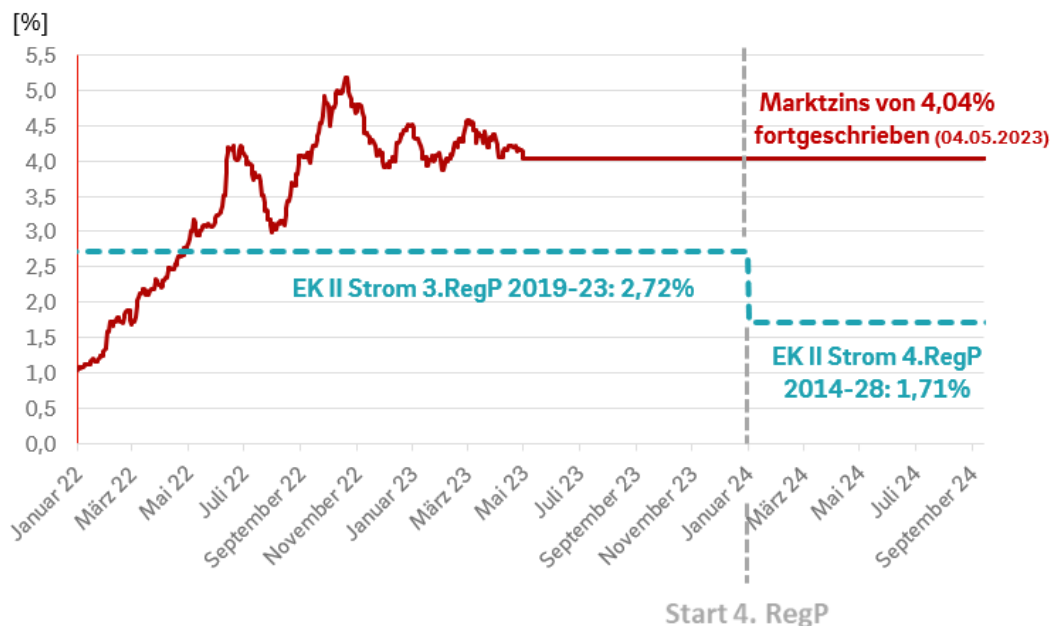
Mit dem Anstieg der Zentralbankzinssätze und den geänderten Rahmenbedingungen sind auch die Zinskosten für Unternehmen erheblich angestiegen. So betrug die Umlaufrendite für Unternehmensanleihen in der Spitze im Oktober 2022 rd. 4,9 % und liegt auch im Jahr 2023 konstant über dem Niveau von 4 %<sup>3</sup>.

Diese geänderte Kapitalmarktsituation trifft auf einen Regulierungsrahmen, der für die Fremdkapitalfinanzierung von Neuinvestitionen aktuell ein Zinsniveau als Durchschnitt aus den Jahren 2012 bis 2021 unterstellt – Jahre, die größtenteils durch außergewöhnlich niedrige Zinsen gekennzeichnet waren. Erschwerend kommt hinzu, dass neben Unternehmensanleihen auch noch risikolose Anleihen der öffentlichen Hand in einem Verhältnis von 2/3 zu 1/3 berücksichtigt werden. Die Zinslücke zwischen Fremdkapitalkosten und dem regulatorischen Fremdkapitalzinssatz der aktuellen Regelung zeigt sich deutlich in der nachfolgenden Grafik.

---

<sup>3</sup> Die Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen/Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs) weisen gemäß erhobener Indexreihe der Deutschen Bundesbank für März 2023 kumuliert einen Wert von 4,2 % aus. Der Monatswert für März 2023 isoliert liegt bei 4,4 %.

## Umlaufsrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen / Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs) / Tageswerte



### 4 Fremdkapitalfinanzierung der Verteilernetzbetreiber

Bei Verteilernetzbetreibern sind die Investitionen, anders als bei z. T. projektspezifischen Planungen, auf kleinteilige Maßnahmen und Vorhaben ausgerichtet, die in der Regel im Wege einer Unternehmensfinanzierung finanziert werden. Dabei divergieren die Finanzierungsmodelle der Verteilernetzbetreiber zwar je Einzelfall, den uns bekannten Modellen ist aber gemein, dass regelmäßig zu jeweils aktuellen Marktzinsen finanziert wird. Gleichzeitig erfolgt durch revolvingende Refinanzierungen bestehender Anleihen oder Bankkredite eine raterliche Nachfinanzierung von Bestandsinvestitionen zu den jeweils aktuellen Marktkonditionen. Durch den kontinuierlichen Finanzierungsbedarf der Verteilernetzbetreiber kommt es in der Regel daher zu einer langfristigen Durchmischung von Konditionen. Eine Durchfinanzierung der Verteilernetzbetreiber ist somit nicht gegeben. Zugleich kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Risiken des allgemein unerwartet starken Zinsanstieges gehedged wurden. Die Zinssteigerungen dürften sich entsprechend seit Mitte 2022 direkt auf die Fremdfinanzierung auswirken.

Hinzu kommt: Durch den enormen und sich z. B. infolge des „Osterpakets“ **perspektivisch noch weiter beschleunigenden Anstieg des Neuinvestitionsbedarfs** gerät dieser „Durchmischungsmechanismus“ im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt aktuell deutlich aus dem Tritt. Weniger volatilen Investitionsvolumina bei sich nur allmählich ändernden Zinskonditionen aus der Vergangenheit stehen nun stark steigende Investitionen mit sprunghaft angestiegenen Fremdkapital-(Zins-)Kosten gegenüber. Das heißt, die regulatorischen Erlöse für Fremdkapitalkosten

genügen aktuell nicht mehr, um in der rollierenden Finanzierungsmechanik der Verteilernetzbetreiber die neuen Fremdkapitalkosten für entsprechende Investitionen zu decken. Sämtliche Investitionen müssen derzeit zu hohen Marktzinsen finanziert werden, während gleichzeitig auch Tranchen aus der ratierlichen Nachfinanzierung von Bestandsanlagen mit der Neuemission von Schuldtiteln oder Neuaufnahme von Bankkrediten zu deutlich höheren Fremdkapitalzinssätzen bedient werden müssen.

## 5 Neuregelung muss Fremdkapitalkosten des Marktes abbilden

Die deutschen Verteilernetzbetreiber befinden sich bereits in einem Jahrzehnt erheblicher zusätzlicher Investitionen, um die Transformation der Energiewirtschaft abzubilden. Dies setzt voraus, dass die Netzbetreiber in einem verlässlichen und auskömmlichen Finanzierungsrahmen darauf vertrauen können, dass sie ihre Fremdfinanzierungskosten auch „wiederverdienen“ können. Daher ist die Neuregelung definitiv geboten. Letzten Endes geht es bei der Neuregelung darum, eine weitere Erhöhung der Refinanzierungskosten der Netzbetreiber zu vermeiden, die Deckungslücke zwischen den tatsächlich anfallenden Fremdkapitalkosten und den regulatorisch anerkannten Kosten, die ebenfalls zusätzlich finanziert werden müssen, zu schließen und so auch die **Bonität der Verteilernetzbetreiber** zu erhalten. Andernfalls besteht das Risiko, dass die Kapitalgeber entsprechend höhere Fremdkapitalzinsen verlangen, um auch die zusätzlichen Risiken zu übernehmen. Dies führt zwangsläufig zu weiter steigenden Finanzierungskosten auf Seiten der Netzbetreiber (vgl. hierzu NERA-Kurzgutachten, S. 19ff.).

Die von der Bundesnetzagentur aktuell geplante Umsetzung sieht vor, dass für die Investitionen im Jahr  $t$  jeweils bis zum Ende der Regulierungsperiode das Mittel aus dem Jahresdurchschnitt der Zinsreihen für Unternehmensanleihen (Nicht-MFIs) und Kreditzinssätze (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, > 1 Mio. EUR, anfängliche Zinsbindung 1-5 Jahre als Startzeitpunkt) aus dem Jahr  $t$  als Fremdkapitalzinssatz herangezogen werden. Damit würde von einer 10-jährigen Durchschnittsbetrachtung auf eine jährliche dynamische Betrachtung umgeschwenkt werden. Das Eckpunktepapier der Beschlusskammer setzt insofern an dem richtigen Hebel an, was ausdrücklich zu begrüßen ist. **Allerdings bedarf es an zentralen Stellen noch Anpassungen**, damit die intendierte Wirkung – die Sicherstellung der Investitionsfähigkeit der Verteilernetzbetreiber – auch erreicht wird.

### 5.1 Regelung muss rückwirkend ab 1. Januar 2022 greifen

Die im Eckpunktepapier der Bundesnetzagentur beschriebene neue Regelung soll für neue Investitionen in die Elektrizitäts- und Gasverteilernetze ab dem 1. Januar 2024 gelten. Dieser Startzeitpunkt ist aus Sicht des BDEW aus mehreren Gründen problematisch.

Zunächst möchte der BDEW darauf hinweisen, dass die Ermächtigung des § 118 Abs. 46d EnWG im Gesetzgebungsprozess v. a. mit einer unerwartet schnellen Zinswende begründet wurde: *„Die gewählte Formel bildet das tatsächliche Zinsniveau für eine Aufnahme von Fremdkapital*



*nicht mehr adäquat ab. Um die Investitionsfähigkeit der Strom- und Gas-Verteilernetzbetreiber auch in Zukunft sicherzustellen, soll die Bundesnetzagentur bereits jetzt in die Lage versetzt werden, flexibel auf das Zinsumfeld reagieren und die Vorgaben zur Ermittlung des Zinssatzes bei Bedarf bundeseinheitlich anpassen zu können.“ (Drucksache des Deutschen Bundestags 20/4915)*

Diese Perspektive des Gesetzgebers teilt der BDEW. **Die Neuregelung muss aus BDEW-Sicht berücksichtigen, dass die Zinswende auf den Kapitalmärkten wie dargestellt bereits 2022 einsetzte und sich im Jahr 2023 fortsetzt** (vgl. NERA-Kurzgutachten, S. 2ff). Angesichts der oben dargestellten rollierenden Refinanzierung der VNB **muss aus Sicht des BDEW die Anwendung einer neuen Ermittlungsmethode für die Fremdkapitalverzinsung im Kapitalkostenaufschlag bereits rückwirkend ab dem 1. Januar 2022 greifen.**

Eine rückwirkende Einführung der neuen Ermittlungsmethode für die Fremdkapitalverzinsung bereits zum 1. Januar 2022 ist allein dadurch schon geboten, dass den Verteilernetzbetreibern bereits seit Mitte 2022 massive wirtschaftliche Nachteile durch die regulatorische Unterdeckung der tatsächlichen Refinanzierungskosten entstanden sind. Die Verteilernetzbetreiber sind auch nicht bereits im Vorfeld der Investitionen ausfinanziert (siehe hierzu auch die Ausführungen in Kapitel 4.). So ergibt sich bspw. für 2023, bei Fremdkapitalkosten von deutlich über 4 %<sup>4</sup> und einem zugestandenem Wert für die Fremdkapitalkosten für der 3. Regulierungsperiode Strom von 2,72 % ein wirtschaftlicher Nachteil von rund >1,5 %. Für Gas-VNB ist der Nachteil noch größer. Hier hat die 4. Regulierungsperiode schon begonnen und es gilt bereits der Wert der 4. Regulierungsperiode von 2,03 %.

Zudem ist zu berücksichtigen, dass sich das dargestellte Zinsdelta im Jahr 2023 ohne eine zeitnahe Kompensation, wie zuvor bereits erwähnt, auch negativ auf die Finanzierungsfähigkeit und das Rating einzelner Verteilernetzbetreiber auswirken könnte. Dies hat zur Folge, dass die Verteilernetzbetreiber einen weiteren Nachteil im Wettbewerb um Fremdkapital am Kapitalmarkt erfahren würden (vgl. NERA-Kurzgutachten, S. 19ff).

Mit dem Startzeitpunkt 1. Januar 2024 würde ferner auch eine deutliche Ungleichbehandlung zwischen Strom- und Gas-Verteilernetzbetreibern einhergehen. Denn die neue Regelung bedeutet, dass sie für Stromverteilernetze mit Beginn der 4. Regulierungsperiode wirken würde. Sie käme also für die vollen fünf Jahre der 4. Regulierungsperiode zur Anwendung. Für Gasverteilernetze würde sie erst ab dem zweiten Jahr ihrer bereits laufenden 4. Regulierungsperiode

---

<sup>4</sup> Die Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen/Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs) weisen gemäß erhobener Indexreihe der Deutschen Bundesbank für März 2023 kumuliert einen Wert von 4,2 % aus. Der Monatswert für März 2023 isoliert liegt bei 4,4 %.

wirksam werden. Die Gasverteilernetze würden somit regulatorisch gegenüber den Stromverteilernetzen benachteiligt. Um einen Nachteil handelt es sich deshalb, weil die tatsächlichen Fremdkapitalzinsen auch für Gasverteilernetze im ersten Jahr der 4. Regulierungsperiode oberhalb der Fremdkapitalzinsen entsprechend der bisherigen Regelung liegen.

Darüber hinaus verursacht die Bundesnetzagentur mit einem Startzeitpunkt 1. Januar 2024 einen erheblichen regulatorischen Zinssprung. Dies ist aus Sicht des BDEW angesichts der zugleich in 2022 und 2023 verbleibenden Deckungslücke zwischen den tatsächlich anfallenden Fremdkapitalkosten und den regulatorisch anerkannten Kosten nicht förderlich für das Vertrauen der Verteilernetzbetreiber und der Kapitalgeber in einen verlässlichen und stabilen Regulierungsrahmen. Es ist jetzt und für die Zukunft wichtig, dass die Kapitalgeber das Vertrauen in einen Regulierungsrahmen behalten, der auf ein verändertes Umfeld adäquat reagiert.

Wie oben ausgeführt und prinzipiell auch konsistent zum Motiv für die rollierende Systematik des § 10a Abs. 7 ARegV für die ÜNB und FNB ab der vierten Regulierungsperiode, sind **die Kapitalbedarfe der Verteilernetze für 2023 noch nicht ausfinanziert**. Ausgerechnet diejenigen Verteilernetze, welche auch im Vertrauen auf die Berücksichtigung der Zinswende durch die BNetzA für 2023 Kapazitäten gebunden, Verträge geschlossen, Planungen verabschiedet und die Finanzierung gesichert haben, erführen durch das Hinausschieben des Inkrafttretens der Neuregelung den größten regulatorisch festgelegten, finanziell deutlich wirksamen Nachteil.

Eine rückwirkende Anwendung der neuen Regelung ab 1. Januar 2022 lässt sich aus Sicht des BDEW über die Systematik des Regulierungskontos im bestehend Regulierungsrahmen abwickeln.

- › **Der BDEW fordert deshalb einen Startzeitpunkt der neuen Regelung ab 1. Januar 2022 für die Verteilernetzbetreiber. Ein späteres Wirksamwerden der neuen Regelung schwächt das Vertrauen in den Regulierungsrahmen, führt zu einer Benachteiligung der Gas-Verteilernetzbetreiber und schädigt alle Verteilernetzbetreiber finanziell, die trotz der Zinswende ihre Investitionen gesteigert haben und darauf vertrauen, dass die BNetzA keine regulatorische Deckungslücke bei der Fremdkapitalfinanzierung entstehen lässt. Es gibt aus Sicht des BDEW auch keine praktischen Gründe, die gegen einen Startzeitpunkt 1. Januar 2022 sprechen würde**

## **5.2 Anwendung des FK-Zinssatzes gemäß Neuregelung für die Investitionen der Nachbasisjahre auch in der 4. Regulierungsperiode**

Das Eckpunktepapier der Beschlusskammer 4 lässt die Investitionen der Jahre 2022 und 2023, in welchen sich die Auswirkungen der Zinswende bereits deutlich zeigen, jeweils außen vor. Diese Investitionen sollen nach den Überlegungen der Beschlusskammer 4 auch über den im Eckpunktepapier genannten Starttermin der Neuregelung zum 1. Januar 2024 während der 4. Regulierungsperiode weiterhin nach der bisherigen Regelung mit dem Fremdkapitalzinssatz, der dem sogenannten EK II-Zinssatz entspricht, verzinst werden.

Der 2022er Fremdkapitalzinssatz gemäß vorgesehener neuer dynamischer Regelung liegt 2022 im Ist bei 2,90 % und damit oberhalb der entsprechend den bisherigen genannten Regelungen ermittelten EK II-Zinssätze in der 4. Regulierungsperiode.

Basierend auf der aktuellen Marktentwicklung ist davon auszugehen, dass der 2023er Fremdkapitalzins gemäß vorgesehener neuer Regelung sogar noch deutlich über 4 % liegen wird.<sup>5</sup> Damit verschärft sich die vorstehende Diskrepanz zum EK II-Zinssatz auf Basis der bisherigen Regelung noch einmal. Diesen Effekt verdeutlichen die nachstehenden Darstellungen am Beispiel der Stromverteilernetzbetreiber.

### Geplante Regelung der Eckpunkte für VNB-Strom:

Jahr der Aktivierung	unterstellter FK-Zinssatz	Der für die EOG relevante Zinssatz im Kapitalkostenaufschlag						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
2022	2,90 %	2,72 %	2,72 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %
2023	4,10 %		2,72 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %
2024	4,00 %			4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
2025	3,95 %				3,95 %	3,95 %	3,95 %	3,95 %
2026	3,85 %					3,85 %	3,85 %	3,85 %

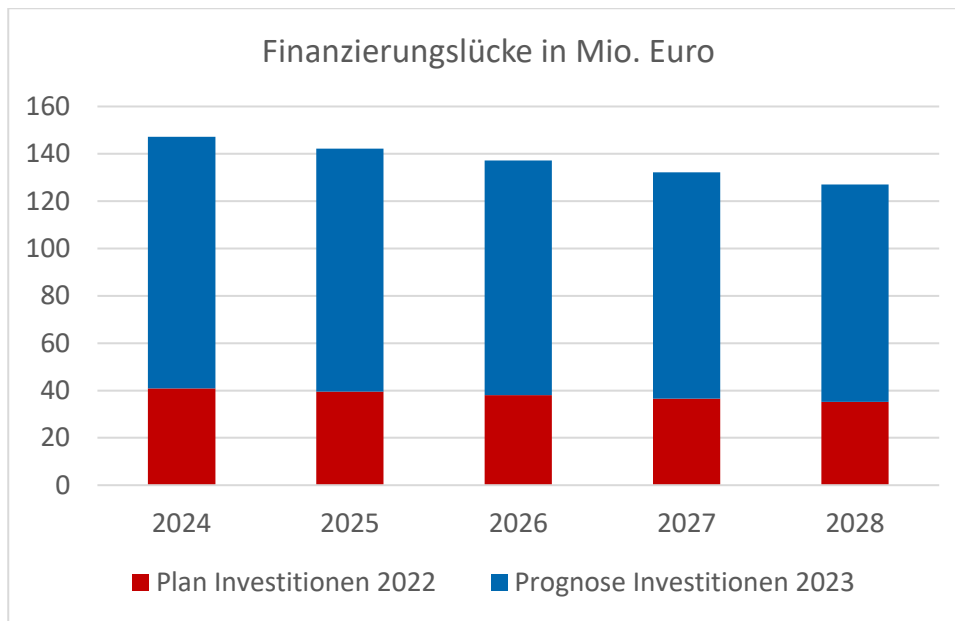
### Übertragung der bestehenden Regelung für ÜNB gemäß § 10a Abs. 7 ARegV:

Jahr der Aktivierung	unterstellter FK-Zinssatz	Der für die EOG relevante Zinssatz im Kapitalkostenaufschlag						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
2022	2,90 %	2,72 %	2,72 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %
2023	4,10 %		2,72 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %
2024	4,00 %			4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
2025	3,95 %				3,95 %	3,95 %	3,95 %	3,95 %
2026	3,85 %					3,85 %	3,85 %	3,85 %

<sup>5</sup> Der gewichtete Jahresdurchschnitt der beiden Bundesbankzinsreihen für Unternehmensanleihen (Nicht-MFIs) (März 2023 kumuliert: ~4,2 %) und Kreditzinssätze (nicht finanzielle Kapitalgesellschaften, > 1 Mio. EUR, anfängliche Zinsbindung 1-5 Jahre zum Startzeitpunkt; Februar 2023 kumuliert: ~4,0 %) liegt aktuell bei rd. 4,1 %.

Mit Blick auf die vorstehend genannten Differenzen zwischen den Fremdkapitalzinsen aus den beiden alternativen Regelungen sieht es der BDEW als **dringend geboten an, dass die kalkulatorischen Restbuchwerte der 2022er und 2023er Investitionen in den Erlös Jahren 2024 bis 2028 mit den Fremdkapitalzinsen entsprechend der neuen Regelung abgebildet werden**. Ein Beibehalten der bisherigen EKII-Regelungen für den Fremdkapitalzinssatz in den Erlös Jahren der 4. Regulierungsperiode führt dazu, dass die Verteilernetzbetreiber keine Chance haben, ihre Fremdkapitalkosten zu decken. Durch die fehlende Berücksichtigung dieser Investitionen sowie das zuvor aufgezeigte Zinssatzdelta würde der ökonomische Schaden für die Verteilernetzbetreiber sogar gleich doppelt nachteilig wirken. Das fehlende Geld wird an anderer Stelle eingespart werden müssen. Die schadet dem eigentlichen Ziel einer weiteren Beschleunigung der Energietransformation.

Die folgende grafische Darstellung einer indikativen Berechnung verdeutlicht die **dramatische wirtschaftliche Zinslücke** am Beispiel der Stromverteilernetze, falls die kalkulatorischen Restbuchwerte ihrer 2022er und 2023er Investitionen in der 4. Regulierungsperiode unverändert entsprechend der bisherigen Regelung nur mit dem EK II-Zinssatz in Höhe von 1,71 % verzinst würden. Die vereinfachte Berechnung basiert auf dem Plan-Investitionsvolumen der Stromverteilernetze des Jahres 2022 gemäß dem Monitoringbericht 2022 der Bundesnetzagentur/des Bundeskartellamts bei einer unterstellten durchschnittlichen kalkulatorischen Nutzungsdauer von 30 Jahren. Da die regulatorisch nicht zu deckenden Zinsverpflichtungen am Kapitalmarkt dennoch bedient werden müssen, entzöge eine solche Regulierung den Stromverteilernetzbetreibern Finanzmittel über die 4. Regulierungsperiode von rund 190 Mio. Euro, die zur Ermöglichung der Energiewende hätten verwendet werden sollen. Da für Stromverteilernetze im Zeitverlauf mit weiter deutlich ansteigenden Investitionen zu rechnen ist, kann nachfolgende Abbildung nur eine Untergrenze darstellen. Wird unter Berücksichtigung des Planwerts für 2022 ein Hochlauf der Investitionen durch die Stromverteilernetze von rd. 25 %, auch für das Jahr 2023 unterstellt – was infolge der im Jahr 2022 verabschiedeten klimapolitischen Ziele der Bundesregierung bzw. des „Osterpaketes“ durchaus realistisch ist – würden den Stromverteilernetzbetreibern Finanzmittel für die Energiewende von bis zu 700 Mio. Euro in der 4. Regulierungsperiode entzogen.



Die Anwendung der neuen Regelung für die vorstehend genannten Investitionsjahre ist auch mit Bezug zur Regulierung der ÜNB und FNB zu begründen. Die ÜNB und FNB erfahren von der 3. zur 4. Regulierungsperiode einen systematischen Wechsel von den sogenannten Investitionsmaßnahmen gemäß § 23 ARegV hin zum Kapitalkostenaufschlag gemäß § 10a ARegV. Im Kapitalkostenaufschlag der ÜNB und FNB ab 2024 wird für die Aktivierungen der Jahre 2022 und 2023 der Referenzzinssatz nach § 10a Abs. 7 S. 5 ARegV des jeweiligen Jahres angewendet. Bei den Verteilernetzbetreibern gilt im Kapitalkostenaufschlag ab 2024 durch die Beschränkung auf Neuinvestitionen ab 2024 für die Aktivierungen der Jahre 2022 und 2023 dagegen der geringere EK-II-Zinssatz nach § 10a Abs. 7 S. 3 i. V. m. § 7 Abs. 7 StromNEV/GasNEV.

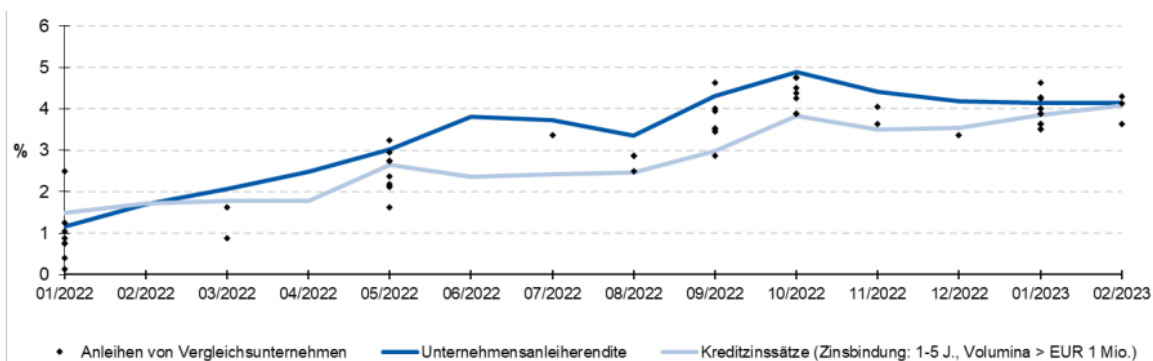
- › **Der BDEW fordert daher, die kalkulatorischen Restbuchwerte der Investitionen der Verteilernetzbetreiber der Nachbasisjahre (Strom: 2022 und 2023) in der 4. Regulierungsperiode in den mit den Fremdkapitalzinsen entsprechend der neuen Regelung abzubilden. Andernfalls geht der entstehende finanzielle Schaden zu Lasten der Finanzierungsmöglichkeiten der Verteilernetzbetreiber für die Energietransformation. Eine Schlechterstellung der Verteilernetze gegenüber den ÜNB und FNB ist aus Sicht des BDEW nicht gerechtfertigt.**

### 5.3 Zinsreihen der Deutschen Bundesbank müssen Kapitalmarktgegebenheiten abbilden

Vor dem Hintergrund der derzeitigen Zinsentwicklungen und der massiven Investitionsvolumina bei den Verteilernetzbetreibern decken die vorgesehenen zwei Zinsreihen der Deutschen Bundesbank die tatsächlichen Fremdkapitalzinsen weder seit 2022 im Ist noch prognostisch ab. Am aktuellen Rand ist die Zinsreihe der Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen

(Unternehmensanleihen) die geeignetere Zinsreihe, um die Fremdkapitalkosten annähernd abzubilden. Dieses zeigt auch die **Analyse von NERA** im Kapitel 5 des Kurzgutachtens. Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, wird im Vergleich mit tatsächlichen Fremdkapitalemissionen verschiedener Unternehmen deutlich, dass diese mehrheitlich zu Zinssätzen oberhalb der Kreditzinssatz-Datenreihe und z. T. auch oberhalb der Unternehmensanleiherendite-Zeitreihe emittiert wurden (vgl. hierzu NERA-Kurzgutachten, Seite 15f. sowie Anhang B.).

### Vergleich BNetzA-Reihen mit Anleihen von Vergleichsunternehmen



Quelle: NERA-Analyse. Stichtag der Analyse: 11. April 2023.

Dieser Trend setzt sich insbesondere ab Januar 2023 verstärkt fort. So wurden zu Beginn des Jahres z. B. durch E.ON und EnBW neue Anleihen begeben, die bei einer Laufzeit von jeweils 12 Jahren einen Zinssatz von 3,875 % (Kupon) bzw. 4,000 % (Kupon) bei einem jeweiligen Volumen von 750 Mio. € aufwiesen. Diese liegen damit auf vergleichbarem Niveau der zuletzt von Amprion emittierten Anleihen im Herbst 2022, die einen Kupon von 3,971 % bei einer Laufzeit von 10 Jahren und einem Volumen von 1 Mrd. € bzw. Kupon von 3,45 % bei einer Laufzeit von 5 Jahren und einem Volumen von 800 Mio. € aufgewiesen hat.

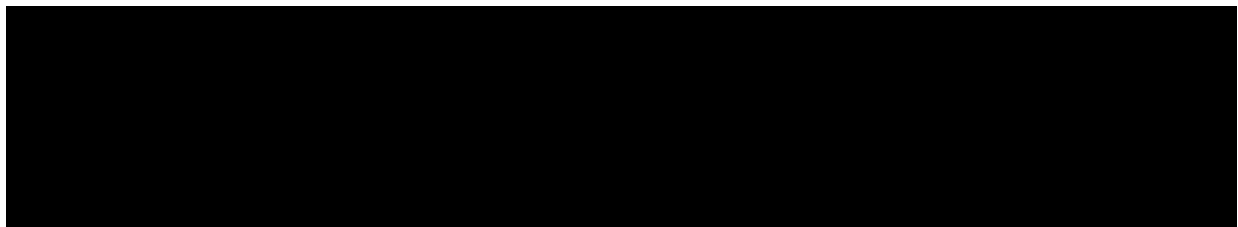
Zudem hat NERA herausgearbeitet, dass die herangezogenen Vergleichsunternehmen hinsichtlich ihrer handelsrechtlichen durchschnittlichen EK-Quote von rd. 40 % eine gewisse Vergleichbarkeit mit der regulatorischen EK-Quote von 40 % im Rahmen des Kapitalkostenaufschlags aufweisen (vgl. NERA-Kurzgutachten, S.16).

Vor diesem Hintergrund ist es aus Sicht des BDEW ökonomisch geboten, nur die Zinsreihe der Deutschen Bundesbank „Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen– Anleihen von Unternehmen“ zu verwenden. Der Blick in die Praxis zeigt, dass diese Referenzzinsreihe in vielen Fällen sogar noch unterhalb der tatsächlichen Fremdkapitalkosten liegt. Rückmeldungen der Thüga-Mitgliedsunternehmen z. B. zeigen, dass die Banken die Vergabe von Krediten an Netzbetreiber seit dem Jahr 2022 deutlich kritischer betrachten als zuvor. Insgesamt sind von den Netzbetreibern sogar höhere Zinssätze zu bezahlen, als sie sich aus der Umlaufrendite für

Unternehmensanleihen ergeben. Dies ist nur zum Teil durch den allgemeinen Zinsanstieg zu erklären. Zusätzlich erfahren die Unternehmen aufgrund des bevorstehenden Transformationsprozesses der Energieversorgung und aufgrund der Tatsache, dass sich die Eigenkapitalquoten unter das regulatorisch angestrebte Niveau von 40 % verschlechtern, eine **niedrigere Einstufung der individuellen Bonität**. Dies äußert sich zusätzlich darin, dass für größere Kreditvolumina häufig auch eine größere Anzahl Banken angefragt werden müssen bzw. dass Banken diese Kreditfinanzierungen von sich aus nur über Konsortialkredite anbieten. Auch hat sich die Sicht der Bankenbranche auf kommunale Netzbetreiber in Hinblick auf ein in der Vergangenheit bisher so nicht wahrgenommenes Risikoprofil geändert. So ist insbesondere seitens Sparkassen und Volksbanken ein tiefergehender Nachfragebedarf zu den Risiken des Geschäftsmodells der Energieversorgung bei Stadtwerken festzustellen.<sup>6</sup>

- › **Der BDEW fordert vor dem Hintergrund der derzeitigen Zinsentwicklungen und der massiv steigenden Investitionsvolumen bei den Verteilernetzbetreibern nur die Zinsreihe „Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen – Anleihen von Unternehmen“ als Referenzreihe zu verwenden.**

## Ansprechpartner



## Anlage: Kurzgutachten NERA Economic Consulting

---

<sup>6</sup> Siehe hierzu den Artikel „Holtmeier: "Welpenschutz für Stadtwerke in Finanzierungsfragen ist vorbei" in der Zeitung für kommunale Wirtschaft (ZfK) vom 26.04.2023/Online-Version.