

Stadtwerke Springe GmbH · Zum Oberntor 19 · 31832 Springe

Bundesnetzagentur  
Große Beschlusskammer  
Tulpenfeld 4  
53113 Bonn

Ihre Nachricht / Zeichen

Unser Zeichen  
UP / JH

Bearbeiter/in

Telefon  
E-Mail sws\_regulierung@stadtwerke-springe.deSeite 1/5  
Datum  
18.08.2025**Stellungnahme zur Methodenfestlegung der Bundesnetzagentur zur Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes**  
**Ihr Zeichen: GBK-25-02-3#1**

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir begrüßen die grundsätzliche Absicht der Bundesnetzagentur (BNetzA), die Methodik zur Kapitalverzinsung weiterzuentwickeln. Angesichts des hohen Investitionsbedarfs ist eine verlässliche, transparente und kapitalmarktkonforme Methodik essenziell. Nur so ist es möglich, dass die deutschen Netzbetreiber im internationalen Wettbewerb um das notwendige Kapital bestehen und genügend finanzielle Mittel generieren können. Der vorliegende Entwurf bleibt jedoch hinter den Notwendigkeiten und dem Stand der Wissenschaft zurück und gefährdet die Investitionsfähigkeit der Netzbetreiber. Im Folgenden nehmen wir mit Bezug auf die einzelnen Tenorziffern des Festlegungsentwurfs Stellung.

**Tenorziffer 2 – Ermittlung des WACC**

Die Einführung eines WACC-Modells begrüßen wir grundsätzlich, da sie eine Angleichung an internationale Standards und eine Vereinfachung der Regulierung verspricht. Allerdings weist die konkrete Ausgestaltung erhebliche methodische Defizite auf. Es ist insgesamt keine methodische Plausibilisierung des festgelegten Gesamtergebnisses, also des Ermittelten WACC-Zinssatzes vorgesehen. Bei der Ableitung des Fremdkapitalzinssatzes wird das Prinzip der Pauschalisierung im Zusammenhang mit der Ermittlung der Nebenkosten nicht nachvollziehbar durchbrochen. Darüber hinaus führt der Verzicht auf einen rollierenden Ermittlungszeitraum bei der FK-Zinskomponente zu einem praxisfernen Zeitverzug bei deren Ableitung. Insgesamt besteht das Risiko einer systematischen Unterdeckung der tatsächlichen Kapitalkosten.

**Tenorziffer 3 – Kapitalquote**

Die Festlegung einer Eigenkapitalquote von 40 % schafft Planungssicherheit. Allerdings ist die pauschale Ablehnung höherer Eigenkapitalanteile nicht hinreichend nachvollziehbar. Die genannte Eigenkapitalquote von 40 % liegt nach den Ausführungen der Gutachter der Bundesnetzagentur im internationalen Vergleich am unteren Rand. Insofern bestätigen selbst die von der Bundesnetzagentur beauftragten Gutachter diesen Wert

Stadtwerke Springe GmbH  
Zum Oberntor 19  
31832 Springe

www.stadtwerke-springe.de

Registergericht: Amtsgericht Hannover, HRB 101145  
US-IdNr. DE 163 600 288Bank:  
Volksbank e.G. Hildesheim-Lehrte-Pattensen  
Konto-Nr. 8120 005 00  
BLZ 251 933 31  
IBAN: DE78 2519 3331 0812 0005 00  
BIC SWIFT: GENO DE F1 PATGeschäftsführer:  
Olaf KoschnitzkiAufsichtsratsvorsitzender:  
Christian Springfeld

lediglich teilweise und keinesfalls in dem Maße, wie es in der Begründung des Festlegungsentwurfs dargestellt wird. Methodisch wird dies nur eingeschränkt dadurch kompensiert, dass bei der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes unter Anwendung des im Entwurf verankerten Capital Asset Pricing Model (CAPM) eine geringere Eigenkapitalquote mit einem höheren Beta-Faktor und einem entsprechend höheren Wagniszuschlag einhergeht.

Wir fordern, die Quote von 40 % als Mindestanforderung zu definieren und die Möglichkeit höherer Quoten bei entsprechender Risikolage zuzulassen.

## Tenzorziffer 4 – Eigenkapitalkostensatz

### 4.1 – Grundsätzliche Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes

Eine umfassende und plausible Verprobung des Eigenkapitalzinssatzes unter Berücksichtigung der aktuellen Bedingungen auf den Finanzmärkten ist in der Methodenfestlegung nicht vorgesehen. Vorschläge aus der Branche im Rahmen der Konsultation – etwa die Durchführung eines Finanzierungstests unter Berücksichtigung des festzulegenden Eigenkapitalzinssatzes – wurden nicht aufgegriffen. Weitere potenzielle Prüfansätze, wie die Anwendung alternativer Methoden zur Ableitung eines Eigenkapitalzinssatzes, wurden aus unserer Sicht auf Basis nicht hinreichend nachvollziehbarer Argumente verworfen.

Eine systematische Überprüfung, ob die künftig festzulegenden Eigenkapitalzinssätze geeignet sind, die Beschaffung der erheblichen Finanzmittel für die Umsetzung der Transformation der Energienetze sicherzustellen, fehlt bislang. Vor diesem Hintergrund befürchten wir, dass deutsche Netzbetreiber bei der Kapitalbeschaffung im internationalen Wettbewerb zunehmend ins Hintertreffen geraten könnten.

### 4.2 – Risikofreier Zinssatz

Das Erreichen der unter Tenzorziffer 4.5 vorgegebene methodische Konsistenz wird nicht unwesentlich durch das Vorgehen bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes beeinflusst. Länderauswahl, Vermeidung von Währungsdifferenzen und Renditekonzept (Umlaufrenditen vs. Berücksichtigungen von Kursveränderungen bei Bonds) müssen konzeptionell mit dem Zinssatz übereinstimmen, gegenüber dem die Marktrisikoprämie ermittelt wird. Darüber hinaus ist zwingend eine Prüfung auf das Vorhandensein einer Verfügbarkeitsprämie durchzuführen. Die genannte Kriterien sollten als Vorgabe in der Methodenfestlegung verankert werden.

### 4.3 – Ausschließliche Verwendung des CAPM

Die Bundesnetzagentur beabsichtigt, das Capital Asset Pricing Model (CAPM) als alleinigen Ansatz zur Ermittlung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes festzuschreiben. Diese Methode entspricht ökonomisch nicht dem Stand der Wissenschaft und spiegelt nicht die internationale Regulierungspraxis wider. Während andere Regulierungsbehörden ihre Ansätze fortlaufend weiterentwickeln, um kapitalmarktaugliche Zinssätze abzuleiten, haben die Bundesnetzagentur und ihre Gutachter im Rahmen ihrer wissenschaftlichen Prüfung lediglich ausgewählte Teile des Gutachtens zur Zinssatzfestlegung für die vierte Regulierungsperiode überprüft und übernommen. Konkret wurde von den Gutachtern bisher ausschließlich geprüft, welcher Ansatz sich als „stand-alone“-Methode am besten für die Ableitung eines Eigenkapitalzinssatzes eignet. Es wurde aber nicht geprüft, auf welche Art und Weise der Eigenkapitalzinssatz am besten ermittelt werden kann. Insbesondere wurde nicht thematisiert, auf welchem Wege die Schätzung des Eigenkapitalzinssatzes

überprüft werden kann. Dies wäre aber notwendig. Denn das CAPM ist zwar weiterhin eine weit verbreitete, wenn nicht die am weitesten verbreitete Methode hierzu. Es weist in der Anwendung aber ebenfalls methodische Schwächen auf und bietet keinesfalls eine vollkommen sichere Prognose.

Darüber muss nicht nur der Wagniszuschlag die Verhältnisse die beobachteten und quantifizierbaren Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten abdecken, sondern der gesamte Eigenkapitalzinssatz. Um diese Aspekte angemessen zu berücksichtigen und die Methodenfestlegung auch für zukünftige wissenschaftliche Entwicklungen offen zu halten, fordern wir, den alleinigen Bezug auf das klassische CAPM zu lockern und eine Plausibilisierung des gesamten Eigenkapitalzinssatzes zu verankern.

#### **4.4 – Marktrisikoprämie anhand historischer Überrenditen**

Die alleinige Verwendung historischer Überrenditen führt zwar zu relativen konstanten Schätzern für die Marktrisikoprämie, ist aber in ihrem Prognosegehalt für die Zukunft anderen Methoden keineswegs überlegen. Die Frage der Prognosegüte wird jedoch weder von den Gutachtern der BNetzA noch von der BNetzA aufgegriffen.

Die alleinige Anwendung des arithmetischen Mittels zur Ableitung der Jahresdurchschnitte entspricht dem aktuellen Stand der Wissenschaft und muss bereits aus diesem Grund in der Methodenfestlegung verankert werden. Die aktuelle Transformationssituation ist als Begründung hier nicht notwendig und wahrscheinlich auch nicht angemessen.

#### **4.5 – Konsistenz**

Wir begrüßen, dass die Notwendigkeit der Prüfung einer methodischen Konsistenz in die Methodenfestlegung mit aufgenommen wurde. Die oben bereits aufgeführten Aspekte der Länderauswahl, Vermeidung von Währungsdifferenzen und der Prüfung des risikolosen Zinssatzes auf eventuelle Verfügbarkeitsprämien sollten als beispielhafte Kriterien zur Operationalisierung des Begriffs „methodische Konsistenz“ mit aufgenommen werden. Da darüber hinaus weitere Gründe für eine Verletzung zu einer Verletzung der methodischen Konsistenz führen können, sollte im Rahmen der Einzelfestlegung zwingend auch die Entwicklung der beiden als risikolos unterstellten Zinssätze vorgegeben werden. Hier ist sicher nicht auf eine numerische Übereinstimmung bei der Zinssätze abzielen. Ein eindeutiger Trend zur Vergrößerung der numerischen Lücke zwischen beiden Werten lässt aber sehr wohl den Rückschluss auf Verletzung des Kriteriums der methodischen Konsistenz vermuten.

#### **4.6 – Beta-Faktor**

Die Schätzung des Beta-Faktors ist mit Unsicherheiten verbunden. Wir fordern ergänzende Berechnungen und qualitative Risikoanalysen zur Plausibilisierung.

#### **4.7 – Einbeziehung von Unternehmenssteuern**

Ausgangspunkt für die Ermittlung des WACC muss der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern sein. Dies ist die für Investoren international vergleichbare Größe und entspricht der erwarteten Rendite nach Ausschüttung des Unternehmensgewinns. Im Sinne einer international vergleichbaren transparenten Pauschalisierung sollten bei der notwendigen Überleitung auf einen Vor-Steuer-Zinssatz sämtliche Unternehmenssteuern über einen pauschalen Steuerfaktor berücksichtigt werden. Wir fordern deshalb die Berücksichtigung der Körperschafts- und der Gewerbesteuer im Steuerfaktor. Der EK-Zins sollte somit vor Körperschafts- und Gewerbesteuer festgelegt werden.

## Tenziffer 5 – Fremdkapitalkostensatz

### 5.2 – Durchschnittsbildung

Die Bundesnetzagentur (BNetzA) beabsichtigt, den Fremdkapitalzinssatz künftig auf Basis eines siebenjährigen historischen Durchschnitts zu bestimmen und diesen für die gesamte Dauer der Regulierungsperiode zu fixieren. Diese Vorgehensweise stellt einen grundlegenden Bruch mit bisherigen Methoden dar und wurde im Rahmen des eineinhalbjährigen Konsultationsprozesses zu keinem Zeitpunkt als mögliche Option diskutiert. Eine transparente und nachvollziehbare Herleitung dieser Entscheidung fehlt bislang.

Die gewählte Durchschnittsbildung ist aus unserer Sicht in mehrfacher Hinsicht problematisch. Durch die Verwendung eines langfristigen Durchschnitts werden aktuelle Kapitalmarktentwicklungen – insbesondere das gestiegene Zinsniveau – nicht angemessen berücksichtigt. Dies führt in der fünften Regulierungsperiode zu einer strukturellen Unterdeckung, da die tatsächlichen Fremdkapitalkosten deutlich über dem festgelegten Zinssatz liegen. Die Unternehmen erhalten somit keine auskömmliche Verzinsung für ihr eingesetztes Kapital, was die wirtschaftliche Tragfähigkeit gefährdet.

Die zusätzliche Fixierung des Zinssatzes über die gesamte Regulierungsperiode verschärft diese Problematik erheblich. Eine Anpassung an veränderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen ist ausgeschlossen, wodurch die Unternehmen über Jahre hinweg einem nicht marktkonformen Zinssatz unterliegen. Dies beeinträchtigt die Investitionsfähigkeit und kann langfristig negative Auswirkungen auf die Qualität und Sicherheit der Netzinfrastruktur haben.

Besonders kritisch ist, dass diese Methodik im Konsultationsprozess nicht thematisiert wurde. Eine solch weitreichende Änderung hätte einer intensiven Diskussion mit den betroffenen Akteuren bedurft, um die Auswirkungen angemessen zu bewerten und Alternativen zu prüfen. Die fehlende Einbindung der Marktteilnehmer wirft Fragen hinsichtlich der Beteiligung und Transparenz des Regulierungsverfahrens auf.

Die geplante Festlegung des Fremdkapitalzinssatzes auf Basis eines siebenjährigen Durchschnitts und dessen Fixierung über die gesamte Regulierungsperiode ist daher nicht angemessen. Sie führt zu einer systematischen Unterdeckung, konterkariert Investitionsanreize und wurde ohne ausreichende Konsultation eingeführt.

Aus unserer Sicht sollte daher dringend der bereits ausführliche diskutierte Vorschlag einer rollierenden Anpassung auf Basis von Fünfjahres-Durchschnitten wieder aufgegriffen werden.

### 5.3 – Neuinvestitionen

Wir begrüßen den Vorschlag der beschriebenen jährlichen Anpassung des Finanzierungszinssatzes für Neuinvestitionen. Allerdings ist zu befürchten, dass im Zusammenwirken mit der Anwendung der pauschalen Zinssätze nach Tenziffer 5.2 eine frühzeitige Anpassung des Finanzierungszinssatzes und in diesem Zuge eine systematische Unterdeckung der Fremdkapitalkosten für neue Investitionen erfolgt. Sollte die in Tenziffer 5.2 konsultierte Regelung auch in der finalen Festlegung Bestand haben, fordern wir die durchgängige Anwendung der Fremdkapitalnebenkosten für 10 Jahre ab der Aktivierung der Anschaffungs- und Herstellungskosten.

## 5.5 – Fremdkapitalnebenkosten

Der pauschale Ausschluss der Berücksichtigung von Nebenkosten der Fremdfinanzierung im Rahmen der Methodenfestlegung erscheint aus unserer Sicht nicht angemessen. Die Bundesnetzagentur führt selbst aus, dass solche Nebenkosten regelmäßig anfallen, hält deren Berücksichtigung jedoch dennoch für nicht angemessen. Diese pauschale Ablehnung ist aus zwei zentralen Gründen kritisch zu hinterfragen:

Erstens stützt sich die Bundesnetzagentur in ihrer Begründung auf eine Studie von NERA Economic Consulting aus dem Jahr 2023, wonach deutsche Netzbetreiber nur selten Anleiheemissionen unter Nennwert durchführen. Dabei handelt es sich um eine punktuelle Betrachtung, deren Aussagekraft zeitlich begrenzt ist. Es ist nicht hinreichend nachvollziehbar, weshalb die für die Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes zuständige Beschlusskammer auf Basis dieser einmaligen Analyse dauerhaft auf die Berücksichtigung von Nebenkosten verzichten soll.

Zweitens verweist die Bundesnetzagentur auf eine typisierende Betrachtung, wonach Unternehmen, die Anleihen begeben, ihre Finanzierungsnebenkosten bereits über das Budgetprinzip im Basisjahr geltend machen würden. Diese Annahme greift jedoch für die Mehrheit der Mitgliedsunternehmen des VKU nicht. Aufgrund der vergleichsweise geringen Finanzierungsvolumina begeben diese Unternehmen nur in Ausnahmefällen selbst Anleihen am Kapitalmarkt. Die Finanzierung erfolgt überwiegend über Bankdarlehen. Dabei ist davon auszugehen, dass Kostenarten, die bei einer Anleiheemission als pagatorische Kosten direkt geltend gemacht werden könnten, im Falle einer Darlehensaufnahme in den Zinssatz einfließen. Diese Kosten sind somit nicht separat als pagatorische Aufwendungen im Basisjahr erfassbar.

Da die Methodenfestlegung auch keinen Ausgleich über den Fremdkapitalzinssatz vorsieht, entsteht eine strukturelle Benachteiligung kleinerer Netzbetreiber. Dies stellt aus unserer Sicht eine nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung dar.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

