

Berlin, 15.11.2024

BDEW-Antwortschreiben zur Eigenkapitalverzinsung

Antwort auf BNetzA-Fragen bezüglich der Eigenkapitalverzinsung im Zusammenhang mit dem Expertenaustausch vom 21. Oktober 2024

1 Welche nachprüfbaren Kriterien sieht die Branche für die Wahl des risikofreien Zinssatzes?

Für die Wahl des risikofreien Zinssatzes ist von entscheidender Bedeutung, dass dieser die Zusammenhänge des kapitalmarkttheoretischen Ansatzes des CAPM berücksichtigt. In diesem taucht der risikofreie Zinssatz an zwei unterschiedlichen Stellen auf. Daher sollte bei der Wahl der Kriterien für den „ersten“ risikofreien Zinssatz zwingend darauf geachtet werden, dass die beiden Werte für den risikofreien Zinssatz (i) methodisch und damit grundsätzlich (ii) auch der Höhe nach konsistent sind. Eine Diskrepanz zwischen den beiden Parameterwerten für den risikofreien Zinssatz kann auf eine fehlerhafte Parametrisierung des CAPM hindeuten und sollte zwingend Anlass für eine Plausibilisierung sein bzw. begründet eine in der Methodenfestlegung zu fixierende Pflicht, im Rahmen der Einzelfestlegung diesen Sachverhalt transparent zu analysieren und zu begründen. Dieses Vorgehen ist international üblich und entspricht auch dem etablierten (wissenschaftlichen) Standard bei der praktischen Anwendung des CAPM-Modells (z.B. in der Bewertungspraxis). Bestehen konkrete Zweifel an der Zuverlässigkeit der Ergebnisse des CAPM (d.h. der geschätzten Renditeerwartung), so sind gegebenenfalls angemessene Anpassungen der Marktrisikoprämie nach Validierung durch mehrere alternativen Modelle oder Datenquellen erforderlich.

Der BDEW kann die weiteren Überlegungen der Bundesnetzagentur zu nachprüfbaren Kriterien für die Wahl des risikofreien Zinssatzes weitestgehend nachvollziehen. Allerdings bedarf es einer weiteren Schärfung und Präzisierung.

Zu den einzelnen vorgebrachten Kriterien hat der BDEW folgende Einschätzung:

› **Methodische Konsistenz**

Der BDEW hat bereits frühzeitig die Notwendigkeit der methodischen Konsistenz im CAPM bei der Wahl des risikofreien Zinssatzes betont. Ohne diese methodische Konsistenz kann keine ökonomisch belastbare Ermittlung eines Eigenkapitalzinssatzes erfolgen. Daher sollte, sofern die Bundesnetzagentur weiterhin als primäre Methode den historischen Ansatz verfolgen sollte, die Konsistenz bei der Wahl des risikolosen Zinssatzes mitbedacht werden. Ansonsten sei auf die nachfolgenden Ausführungen zur methodischen Konsistenz und der wechselseitigen Abhängigkeiten der beiden risikolosen Zinssätze verwiesen.

› **Risikofreiheit**

Anleihen mit der Bestbonität AAA können als beste empirische Annäherung an einen risikofreien Zinssatz gelten. Sie erscheinen daher als Grundlage für den risikolosen Zinssatz grundsätzlich geeignet. Neben Ausfallrisiken, welche durch die Bonität abgebildet werden, können für Investoren auch Zinsänderungsrisiken entstehen. Zinsänderungsrisiken

entstehen, wenn der Anlagehorizont und die Laufzeit (bzw. Duration) der zugrundeliegenden Anleihe voneinander abweichen. Dies tritt beispielsweise auf, wenn langlaufende Anleihen zu Jahresbeginn gekauft und zu Jahresende verkauft werden. Dieser Effekt ist von Bedeutung, sofern es strukturelle Unterschiede und damit methodische Inkonsistenzen zwischen dem risikolosen Zinssatz und dem risikolosen Zinssatz zur Schätzung der Marktrisikoprämie gibt. Hierfür muss dann kontrolliert und über notwendige Anpassungen nachgedacht werden. Alternativ könnte auch geprüft werden, ob man diesen Effekt bei den historischen Überrenditen durch den Rückgriff auf kurzlaufende Anleihen kontrollieren kann.

› **Anlagehorizont**

Beim Anlagehorizont ist insbesondere auf Konsistenz innerhalb des CAPM zu achten. Dies gilt besonders beim Rückgriff auf historische Überrenditen zur Ermittlung der Marktrisikoprämie. Entsprechend gelten manche Aussagen zwar isoliert betrachtet für eine aktuelle AAA-Staatsanleihe, dies gilt jedoch nicht für den Rückgriff auf beliebige historische Staatsanleihen. Daher kann der Anlagehorizont für den risikolosen Zinssatz nicht isoliert von der Ermittlung der Marktrisikoprämie bewertet werden. Vielmehr bedarf es einer in sich konsistenten Anwendung des CAPM. Dies kann nach Einschätzung des BDEW sowohl durch die Verwendung von kurzlaufenden als auch langlaufenden Staatsanleihen mit vergleichbaren Restlaufzeiten bei beiden risikolosen Zinssätzen erfolgen.

› **Räumliche Abgrenzung**

Der BDEW teilt die Einschätzung, dass die zugrundeliegenden Staatsanleihen in Euro notiert sein sollten, um währungsbedingte Verzerrungen zu vermeiden. Hierfür kommen nach aktuellem Stand Staatsanleihen aus den Niederlanden, Luxemburg und Deutschland in Frage. Ein Rückgriff auf die Renditen deutscher Staatsanleihen erscheint zum aktuellen Zeitpunkt grundsätzlich naheliegend. Für die Zukunft bedingt dies jedoch, dass Deutschland weiterhin über ein AAA-Rating verfügt.

› **Anleiheart**

Der Unterschied zwischen Kupon- und Nullkuponanleihen ist gegenwärtig, selbst bei langen Laufzeiten, marginal, so dass die Anleiheart nach Einschätzung des BDEW aktuell kein zwingendes Kriterium für den risikolosen Zinssatz ist. Typischerweise geben Zinsstrukturkurven Aufschluss über die Verzinsung von Nullkuponanleihen, was Datenverfügbarkeit gewährleistet. Ein Rückgriff auf Nullkuponanleihen würde aus diesem Blickwinkel naheliegen.

2 Welcher Zeitraum sollte zur Durchschnittsbildung herangezogen werden?

Die Frage der Durchschnittsbildung, also über welchen Zeitraum der risikolose Zinssatz ermittelt wird, kann nicht vollständig losgelöst von dem „zweiten“ risikolosen Zinssatz im CAPM erfolgen. Zwar kann der BDEW die Überlegungen der Bundesnetzagentur, zuletzt im WACC-Workshop am 21.10.2024 geäußert, nachvollziehen. Allerdings ist eine Konsistenz zwischen den beiden Parameterwerten der risikolosen Zinssätze im CAPM entscheidend. Dies wird jeweils maßgeblich von den verwendeten Durchschnittszeiträumen bestimmt. Sofern der „erste“ risikolose Zinssatz – wie von der BNetzA vorgeschlagen – auf Basis einer Durchschnittswertbildung der realisierten Renditen über die letzten 3-5 Jahre vor dem Basisjahr bestimmt wird, wäre daher zu klären, wie die Konsistenz zum „zweiten“ risikolosen Zinssatz bei der MRP-Bestimmung sichergestellt werden kann.

Eine Querbeziehung zum Fremdkapitalzinssatz und der dortigen Berechnungsmethodik kann aus Sicht des BDEW nicht hergestellt werden. Vielmehr handelt es sich bei dem Fremdkapitalzinssatz im Kern um eine Erstattung von Fremdkapitalkosten und sollte daher der Fremdkapitalfinanzierung von Netzbetreibern Rechnung tragen. Beim Eigenkapitalzinssatz handelt es sich dagegen um einen ex-ante Schätzwert für die erwartete Eigenkapitalrendite in Netzinvestitionen. Hierbei sollte der neue Festlegungsrahmen eine bestmögliche Schätzung ermöglichen. Einen konzeptionellen Zusammenhang zwischen diesen beiden Zinssätzen gibt es nach unserer Einschätzung nicht.

Der BDEW begrüßt die Prüfung eines Reaktionsmechanismus für Sonderereignisse durch die Bundesnetzagentur. In der Methodenfestlegung ist der Eigenkapitalzinssatz zum Zeitpunkt der Festlegungsentscheidung durch ein abgesichertes Ermittlungsvorgehen (Anwendung mehrere Methoden, Beachtung der Konsistenz zwischen den Einzelparametern und Plausibilität in Bezug auf weitere Indikatoren wie internationale Vergleichswerte, FK-Zinsniveau) mit der Zielstellung einer verlässlichen Bestimmung für die vorgesehene Geltungsdauer zu ermitteln. Nur wenn sich herausstellt, dass der festgelegte Eigenkapitalzinssatz erheblich von den dann aktuellen, am Kapitalmarkt zu beobachtenden bzw. erwarteten Eigenkapitalrenditen abweicht und daraus erhebliche Abweichungen resultieren, muss eine Überprüfung und ggf. Anpassung des Eigenkapitalzinssatzes ermöglicht werden.

3 Aus Konsistenzgründen sollten zur Ermittlung des risikofreien Zinssatzes eher langfristige Anleihen als kurzfristige Anleihen herangezogen werden. Welche Gründe gäbe es aus Ihrer Sicht anders vorzugehen?

Es ist zunächst positiv festzuhalten, dass die Bundesnetzagentur die Konsistenz der beiden risikolosen Zinssätze als grundlegende Anforderung für eine sachgerechte Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes sieht. Die Berücksichtigung langfristiger Anleihen mit Laufzeiten zwischen 10 und 20 Jahren im risikolosen Zinssatz ist international üblich.

Daher sieht der BDEW langfristige Staatsanleihen grundsätzlich auch als gute Möglichkeit zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes. Dies bedeutet jedoch zugleich, dass bei dem risikolosen Zinssatz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie ebenfalls die Risikofreiheit, wie unter 1.) ausgeführt, gegeben sein muss und damit auch die Konsistenz. Ist dies nicht der Fall, beispielsweise aufgrund von Währungs-/Ausfallrisiken oder historischen, einmaligen Zinsänderungsgewinnen, ist zu prüfen, inwieweit kurzfristige Staatsanleihen eine alternative, konsistentere Ausgangsbasis zur Ermittlung der Marktrisikoprämie darstellen. Auch bei dieser Abwägungsentscheidung sind dann wiederum Auswirkungen auf den „ersten“ risikolosen Zinssatz zu prüfen. (vgl. Antwort 1).

4 Wie sieht die Branche das Vorhandensein einer Convenience Yield bei deutschen Staatsanleihen und wie kann ggf. eine Korrektur erfolgen?

Im Zeitverlauf kann es immer wieder zu Verzerrungen von Staatsanleihen kommen, die per se oder aus Konsistenzgründen mit der Marktrisikoprämie eine Korrektur erforderlich machen. Die Convenience Yield ist hierfür ein Beispiel.

Nach Verständnis des BDEW ist eine Convenience Yield das Ergebnis sogenannter „Serviceflows“, die neben dem durch einen Vermögenswert generierten Cash-Flow zu betrachten sein können und die bspw. in einer Zahlungsmittel- oder Sicherheitenfunktion bestehen. Akteure können also über den eigentlichen Cashflow der Zinszahlungen hinaus weitere Erträge generieren können. Dies muss c.p. dazu führen, dass die Kurse dieser Vermögenswerte ggü. dem gleichgewichtigen Kurs überhöht sind, da eine erhöhte Zahlungsbereitschaft besteht, die den „Serviceflow“ widerspiegelt. Überhöhte Kurse sind bei zinstragenden Anleihen aber gleichbedeutend mit zu niedrigen Renditen (siehe hierzu auch Gutachten von *Frontier/Randl/Zechner aus 2021 auf (S. 66 ff.)*).

Die Notwendigkeit, ob die Frage einer Convenience Yield im Modell-Kontext des CAPM zu analysieren ist, hängt stark von der Frage der Konsistenz der einzelnen Parameter ab, insbesondere ob es Differenzen zwischen den beiden risikolosen Zinssätzen gibt und es somit der Prüfung im Rahmen einer konkreten Festlegung bedarf.

Der BDEW begrüßt es, dass die Bundesnetzagentur auf mögliche Sondersituationen bei der Ermittlung des zukünftigen Eigenkapitalzinssatzes eingehen möchte. In der Methodenfestlegung sollte daher eine entsprechende Prüfungsnotwendigkeit einzelner Parameter, wie dem risikolosen Zinssatz, verankert werden. Die konkrete Prüfung an sich sollte dann jedoch im Rahmen einer Einzelfestlegung erfolgen. Allerdings – und dies ist entscheidend – treten manche Problemstellungen nur deshalb auf, weil keine konsistente Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes im Rahmen des CAPM erfolgt. Daher geht der BDEW zum aktuellen Zeitpunkt davon aus, dass sich bei einer konsistenten Anwendung des CAPM spezielle Fragestellungen erwartbar nicht mehr stellen.

Ansprechpartner

Kevan Skorna
Energienetze, Regulierung & Mobilität
+49 30 300199-1669
kevan.skorna@bdeu.de