



Bundesnetzagentur

# GBK – Branchenworkshop Kapitalverzinsung

Kernteam Kapitalverzinsung GBK  
21.10.2024

# Beurteilungskriterien

## Ziel:

Investoren müssen nachhaltig bereit sein, Investitionen in deutsche Netzbetreiber zu tätigen bzw. investiert zu bleiben! Dafür muss die Verzinsung wettbewerbsfähig und die Regulierung vorhersehbar sein.



## Anforderungen:

- **Kapitalmarktbenchmark:** Verzinsung muss der Verzinsung einer Alternativanlage mit vergleichbarer Risikostruktur entsprechen
- **Risikodiversifizierung:** Nur „echte“ zusätzliche Risiken von Investoren sind zu vergüten
- **Quantifizierung:** Objektivität, Überprüfbarkeit, Kontinuität



## Beurteilungskriterien:

- **Konsistenz:** Einklang mit Kapitalmarktverhalten
- **Robustheit:** Sensitivität gegenüber Modellannahmen
- **Methodenrisiken:** Risiken aufgrund von Verzerrungen
- **Praktikabilität:** Implementierungsaufwand
- **Transparenz:** Nachvollziehbarkeit

# Fortführung der Diskussion aus Workshop am 08.07.24

- **Methodenfestlegung** hat das Ziel, einen verlässlichen und konsistenten Rahmen für die Bestimmung der Kapitalverzinsung ab der 5. RP zu setzen.
  - Keine konkreten Vorgaben zur Wahl bestimmter Zinsreihen/Daten
  - Vorgabe einer Methode, aber noch keine festgelegten Werte für den WACC
- Für die Neuregelung stellen die bisherige Praxis und Rechtsprechung die Ausgangsbasis dar.
- Die Regelungen zur vierten Regulierungsperiode sowie Fragestellungen um die aktuell laufenden gerichtlichen Verfahren sind heute nicht Teil unserer Diskussion.
- WACC-Modell wird in RAMEN-Festlegung angelegt.

# Kapitalquoten

Aus Workshop 08.07.24

- Zur Ermittlung des notwendigen Anteils an Eigenkapital wird für die Zeit ab der 5. Regulierungsperiode ein Wert festgelegt, der für deutsche Unternehmen der Energienetzwirtschaft mit einer effizienten Finanzierungsstruktur einhergeht.
- Ein Mindestwert ist für die EK-Quote nicht vorgesehen (<-> NEST-Stellungnahmen)



Neu

- Festlegung einer Kapitalquote in der Methoden-FL
  - Anwendung dieser Quote ab der 5. Regulierungsperiode.
  - Wechselwirkungen im WACC-Modell (Risikofaktor / Rating im FK-Zins) sind gegenläufig und sollten sich i.d.R. kompensieren.
- > Stand der Überlegungen: fix 40 % Eigenkapital und 60 % Fremdkapital

# Kapitalmarktmodell

Aus Workshop 08.07.24

Für die Schätzung der kalkulatorischen EK-Kosten kommt das **CAPM** zur Anwendung. Die genaue zahlenmäßige Bestimmung erfolgt jeweils in den Folgefestlegungen für die kommenden Regulierungsperioden.

$$\text{Zinssatz}_{EK} = \text{risikofreier Zinssatz} + [\text{Risikofaktor} * \text{Marktrisikoprämie}]$$

Prämisse:

Die Reihen für den risikofreien Zinssatz und die Datensätze zur Bestimmung der Marktrisikoprämie sind methodisch aufeinander abgestimmt zu wählen.



Neu

- Derzeit sehen wir **keine Gründe**, vom CAPM **abzuweichen**; damit Fortführung Status quo.
- Gutachterliche Überprüfung in Bearbeitung.
- BDEW: CAPM ist anerkannte Methode, die dem Stand der Wissenschaft entspricht (s. Folie 7f. Workshop 08.07.24).

# Risikofaktor $\beta$

Aus Workshop 08.07.24

- Risikofaktor bildet das **systematische Risiko** eines Unternehmens im Vergleich zum Marktdurchschnitt ab.
- Die Bestimmung des Risikofaktors erfolgt anhand ökonometrischer Analysen der Schwankungen von Aktienkursen im Verhältnis zu denen eines Referenzindex.
- Dafür sind mit deutschen Netzbetreibern **vergleichbare Unternehmen** zu wählen.
- Die Auswahl der Vergleichsunternehmen sowie die Ableitung des Risikofaktors erfolgen im Rahmen der **Einzelfestlegungen**.



Neu

- $\beta$  -Faktor **essentieller Bestandteil** des CAPM.
- Bisheriges methodisches Vorgehen hat sich bewährt.
- Überprüfung bzw. Adjustierung in Einzelfestlegung.
- Keine neuen Erkenntnisse aus den bisherigen Stellungnahmen sowie aus dem Workshop vom 08.07.24.
- Beeinflussung durch Kapitalquote (Gearing).

# Marktrisikoprämie [MRP]

Aus Workshop 08.07.24

- Die MRP ist anhand der Entwicklung geeigneter historischer Daten zu schätzen
- Die Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten sind zu berücksichtigen
- Für die Wahl der Datensätze ist eine öffentlich zugängliche ( $\neq$  kostenfrei) und verlässliche Informationsquelle zu verwenden
- Die Durchschnittsbildung erfolgt über lange Zeiträume



Neu

- Historischer Ansatz (Überrenditen) entspricht dem **Stand der Wissenschaft** und ist aus Sicht der BNetzA als Methode **weiterhin nutzbar**.
- Gutachterliche Überprüfung in Bearbeitung – nachgelagerte Indikationen?
- **Ausarbeitung folgt in Einzelfestlegung**

# Risikofreier Zinssatz – Aktueller Diskussionsstand

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

- Risikofreiheit (=AAA-Rating)?
- Anlagehorizont
- Räumliche Abgrenzung: Deutschland, Europa?
- Anleiheart: Kupon- vs. Nullkuponanleihe?
- Methodische Konsistenz mit risikofreiem Zinssatz in MRP

Frage 2: Welcher Zeitraum sollte zur Durchschnittsbildung herangezogen werden?

- 10-jähriger Durchschnitt reagiert erst mit starker Verzögerung -> Verkürzung der Durchschnittsbildung, um „näher“ am Beginn der RP zu sein?
  - Wechselwirkung mit Durchschnittsbildung bei FK-Zinssatz?
  - Reaktionsmechanismus auf Sonderereignisse?
- > Stand der Überlegungen: 3-5 Jahre



# Risikofreier Zinssatz – Aktueller Diskussionsstand

Frage 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?

- Bei Investitionen in Netze ist grundsätzlich von einem langfr. Anlagehorizont auszugehen.
  - CEER (2024) stellt ebenfalls fest, dass im europäischen Umfeld eher langfr. Anleihen (RLZ mindestens 10 Jahre) herangezogen werden.
- > Stand der Überlegungen: RLZ mindestens 10 Jahre

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

- Für die 4. Regulierungsperiode wurde die Umlaufrendite als „Basiszinssatz“ um eine „Convenience Yield“ korrigiert.
  - Offen ist, ob Convenience Yield in Zukunft Bestand haben wird.
- > Stand der Überlegungen: Überprüfung auf „Convenience Yield“ erfolgt in Einzelfestlegung

# Fremdkapitalkosten

Aus Workshop 08.07.24

## Methodisch denkbare Ansätze:

1. Dem risikofreien Zinssatz wird ein Risikozuschlag (Debt Premium) hinzugerechnet.
2. Es wird direkt auf Renditen von Anleiheindizes abgestellt.



Neu

- Marktorientierter Ansatz, indem auf Renditen eines Anleiheindex abgestellt wird.
- Stand der Überlegungen:
- Verwendung eines Index, der FK-Kosten möglichst treffsicher abbildet, Abgrenzung bspw. geographisch, nach Branche, nach Risikoprofil (Rating)...
  - Rating in Abhängigkeit der Kapitalquote und der aktuellen Markteinschätzung (bspw. Kreditrisiko-Guidelines, Peer-Unternehmen).
  - Restlaufzeiten eher langfristig, um Fristenkongruenz sicherzustellen.

# Fremdkapitalkosten – Aktueller Diskussionsstand

**Frage 5:** Unter der Annahme der Verwendung eines Anleiheindex / einer Zinsreihe zur Bestimmung des FK-Zinssatzes:

- a) Welche Restlaufzeit sollte angesetzt werden?
  - b) Welches Rating sollte hinterlegt sein? Wie sieht die Branche das Zusammenwirken mit der Kapitalquote?
  - c) Sollte ein sektorspezifischer Anleiheindex bzw. Zinsreihe angesetzt werden?
  - d) Welcher Zeitraum zur Durchschnittsbildung sollte herangezogen werden?
- 
- a) Anlagehorizont eher langfristig; Wechselwirkung mit Umlaufvermögen -> Stand der Überlegungen: circa 7 - 10 Jahre
  - b) Zusammenhand zwischen EK-Quote und Rating. Bei 40 % EK Tendenz zu BBB-Rating.
  - c) Sektorspezifischer Index in € trifft Risikoprofil zielgenauer -> Stand der Überlegungen: Sektorspezifischer Index in €
  - d) Kongruenz mit risikofreiem Zins -> Stand der Überlegungen: 3-5 Jahre (wie  $r_f$ )

# Fremdkapitalkosten – Fragen

**Frage 6:** Um die Kosten für Fremdkapital abzubilden, können Fremdkapital-Nebenkosten beispielweise auch über einen Aufschlag berücksichtigt werden. Wie kann ein solcher Aufschlag angesichts der heterogenen Finanzierungsstrukturen der Netzbetreiber ermittelt werden? Sind die FK-Nebenkosten bereits über das Budgetprinzip des Basisjahres vollständig abgedeckt?

-> Meinung der Branche?

# Fremdkapitalkosten – Fragen

**Frage 7:** Welche Gründe gäbe es aus Ihrer Sicht, anstelle eines fixierten Zinssatzes für die gesamte Regulierungsperiode (inkl. Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag), den FK-Zinssatz für:

- a) Neuanlagen jährlich am aktuellen Rand zu berücksichtigen (Stellungnahmen der Branche: „atmender FK-Zinssatz im Kapitalkostenaufschlag“) und
- b) das Gesamtvermögen auf Basis eines „atmenden Zinssatzes“ jährlich anzupassen?
- c) Würden Sie der Einschätzung zustimmen, dass bei einem atmenden FK-Zinssatz aus Gründen der Konsistenz zumindest der risikolose Zins innerhalb des EK-Zinses ebenfalls jährlich flexibel angepasst werden müsste?

-> Meinung der Branche?

**Frage 8:** Sieht die Branche Anzeichen/Hinweise, die auf eine unterschiedliche Behandlung zwischen energieträgerspezifischen Bereichen oder Netzebenen bei FK-Konditionen hindeuten?

-> Meinung der Branche?

# Kontakt

Große Beschlusskammer  
gbk@bnetza.de  
[www.bundesnetzagentur.de](http://www.bundesnetzagentur.de)



Bundesnetzagentur