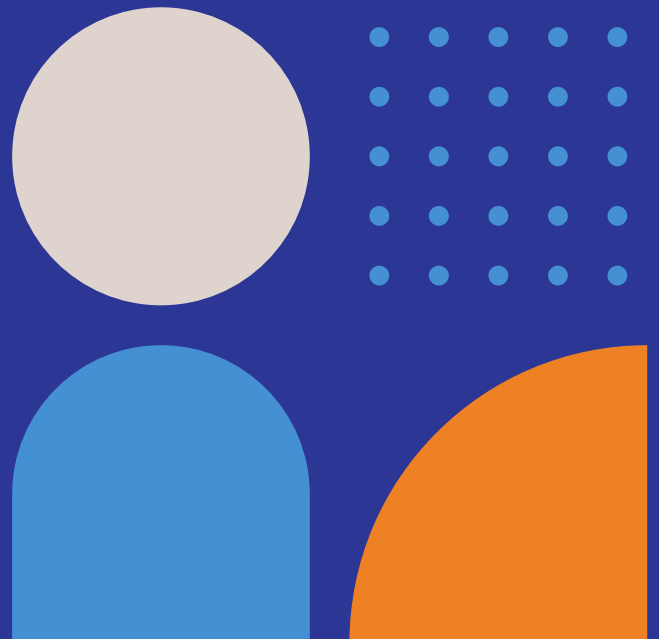


Stellungnahme zum  
Einordnungsschreiben der  
Bundesnetzagentur zu den  
Erkenntnissen aus dem Gutachten zur  
Methodik der  
Kapitalkostenbestimmung ab der  
fünften Regulierungsperiode

Stuttgart, 28.02.2025



---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

**Inhaltsverzeichnis**

1	Einleitung und Fazit .....	1
2	Kapitalmarktmodelle .....	3
3	Risikofreier Zinssatz .....	5
4	Marktrisikoprämie .....	9
5	Kapitalquote .....	14
6	Fremdkapitalkostensatz .....	16

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

## 1 Einleitung und Fazit

Die Bundesnetzagentur hat am 16. Januar 2025 ein Methodengutachten zur Bestimmung der Kapitalkosten sowie ein Einordnungsschreiben zu diesem Gutachten veröffentlicht. Hierzu kann bis zum 28. Februar 2025 Stellung genommen werden. Diese Möglichkeit nehmen wir gerne wahr. Wir fokussieren uns in unserer Stellungnahme insbesondere auf das Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur. Aktuell erarbeitet Oxera im Auftrag von Netze BW ein Gutachten zur methodischen Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes. Dieses werden wir zeitnah der Bundesnetzagentur zur Verfügung stellen und es auch in den weiteren Konsultationsprozess einbringen.

Die Bundesnetzagentur möchte weiterhin das CAPM zur Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für die regulierten Netzbetreiber verwenden. Hierbei muss auf eine konsistente Umsetzung des kapitalmarkttheoretischen Modells geachtet werden. Die Annahmen an den jeweiligen CAPM-Ansatz müssen auch bei der empirischen Schätzung der Marktrisikoprämie beachtet werden und erfüllt sein. Insbesondere ist hierbei auch die notwendige Konsistenz zwischen risikofreiem Basiszinssatz und Marktrisikoprämie hervorzuheben.

Bezüglich des risikofreien Basiszinssatz schlägt die Bundesnetzagentur verschiedene Kriterien vor, die in die Methodenfestlegung aufgenommen werden sollen. Die Restlaufzeiten der in der konkreten Reihe enthaltenen Wertpapiere sollen demnach zwischen zehn und zwanzig Jahre liegen. Aus Gründen der Konsistenz zum risikofreien Zinssatz innerhalb der Marktrisikoprämie wäre aus Sicht von Netze BW bei Verwendung der DMS-Daten eine Orientierung am oberen Rand der Bandbreite passend. Das Abstellen auf Euroraum-Anleihen ist nachvollziehbar, allerdings halten wir eine Fokussierung ausschließlich auf Anleihen mit AAA-Rating für zu eng gefasst für eine Methodenfestlegung. Eine Erweiterung der möglichen einzubeziehenden Anleihen, auch auf solche mit AA-Rating, wäre aus Sicht von Netze BW besser geeignet – auch vor dem Hintergrund der Konsistenz zu den Staatsanleihen, die als risikofreier Zinssatz zur Schätzung der Marktrisikoprämie dienen. Auch das Renditekonzept der beiden risikolosen Zinssätze im CAPM sollte sich entsprechen, sodass keine weiteren Anpassungen auf Grund einer Abweichung des Renditekonzepts notwendig sind.

Die Marktrisikoprämie soll dem Begleitschreiben der Bundesnetzagentur nach weiterhin durch die Methode der historischen Überrenditen geschätzt werden. Wir möchten darauf hinweisen, dass es innerhalb der Methode der historischen Überrenditen verschiedene Möglichkeiten zur Umsetzung gibt. Es muss in einem ersten Schritt entschieden werden,

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

ob ein globales, internationales oder lokales CAPM gewählt und ob dieses konsistent mit den entsprechenden zum Ansatz passenden Datenreihen umgesetzt wird.

Netze BW ist weiterhin der Auffassung, dass hierfür ein Ansatz auf Basis des lokalen CAPM gewählt werden sollte. Die Marktrisikoprämie würde sich dann aus dem gewichteten Durchschnitt einzelner Länder-Marktrisikoprämien ergeben. Nach erster Einschätzung von Netze BW bietet sich zur Gewichtung der Länder-Marktrisikoprämien insbesondere das jeweilige BIP an, da dieses transparent und über einen historischen Zeitraum zur Verfügung steht.

Für die Mittelwertbildung ist aus Sicht von Netze BW auf Basis der Erkenntnisse aus der wissenschaftlichen Literatur eine erheblich stärkere Gewichtung des arithmetischen Mittels notwendig. Die Anwendung des arithmetischen Mittelwerts sollte daher in der Methodenfestlegung festgeschrieben werden.

Auch wenn die Schätzung der Marktrisikoprämie auf Basis von historischen Überrenditen erfolgt, sollte eine Plausibilisierung der mit Hilfe des CAPM geschätzten Ergebnisse durch andere Methoden erfolgen. Neben dem bereits von der Bundesnetzagentur angeführten Vergleich mit dem europäischen Ausland kommt als Kriterium für die Plausibilisierung der geschätzten Marktrisikoprämie auch ein Abgleich mit der Marktrisikoprämie, die sich aus dem Total Market Return Ansatz oder anderen Ansätzen ergeben würde, in Frage. Ein weiteres geeignetes Plausibilitätskriterium ist die Differenz zwischen dem risikolosen Basiszins und dem risikolosen Zinssatz innerhalb der Marktrisikoprämie. Auch der Abstand zwischen der Höhe des regulatorisch festgelegten Eigen- und Fremdkapitalzinssatz muss betrachtet werden.

Die Bundesnetzagentur beabsichtigt eine kalkulatorische Kapitalstruktur von 40 % Eigenkapital und 60 % Fremdkapital festzulegen. Eine Eigenkapitalquote von 40 % liegt nach unserer Einschätzung am unteren Rand der Bandbreite, die sich aus den tatsächlichen Kapitalquoten von Vergleichsunternehmen aus der regulierten Netzwirtschaft genauso wie zur internationalen Regulierungspraxis ergibt. Dies bestätigt auch ein aktuelles Gutachten von Oxera im Auftrag von Netze BW, das der Stellungnahme beigelegt ist.

Für den Fremdkapitalzinssatz für Neuinvestitionen sieht die Bundesnetzagentur aktuell einen jährlich aktualisierten Zinssatz vor. Der Fremdkapitalzinssatz für Bestandsinvestitionen soll hingegen vor Beginn der Regulierungsperiode für die gesamte Dauer der Regulierungsperiode festgelegt werden. Nach Auffassung von Netze BW müssen auch die Fremdkapitalkosten für Bestandsinvestitionen innerhalb der Regulierungsperiode angepasst werden, andernfalls ist dieses zusätzliche Risiko auch zu vergüten. Die Dynamisierung des Fremdkapitalzinssatzes für Bestandsinvestitionen könnte so umgesetzt werden, dass ein rollierender Zinssatz, welcher sich aus einem

---

### Stellungnahme der Netze BW

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

mehrfährigen Durchschnitt und jährlicher Aktualisierung durch Vorrücken um jeweils ein Jahr ergibt, angewendet wird. Auch müssen die Fremdkapitalnebenkosten den Netzbetreibern in Form eines pauschalen Zuschlags erstattet werden.

## 2 Kapitalmarktmodelle

Die Bundesnetzagentur plant weiterhin zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten das Capital Asset Pricing Model (CAPM) heranzuziehen und dies in der Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung (GBK-25-02-3#1) festzuschreiben. Die Abschätzung des Risikofaktors sowie die Auswahl der hierfür nötigen Vergleichsunternehmen soll im Rahmen der Einzelfestlegungen erfolgen. Die Bundesnetzagentur tendiert aus Gründen der Planbarkeit und Verlässlichkeit zu einer Fixierung des Eigenkapitalzinssatzes für die gesamte Regulierungsperiode.

Grundsätzlich ist die Verwendung des CAPM zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten nachvollziehbar. Hierbei muss aber zwingend auf eine korrekte Anwendung geachtet werden. Daher sollte bei der Operationalisierung des CAPM zur Schätzung eines erwarteten Eigenkapitalzinssatzes stets der kapitalmarkttheoretische Ansatz zur Renditeerwartung, welche dem CAPM zugrunde liegt, berücksichtigt werden:

$$E[r_i] = r_f + \beta \underbrace{[E(r_M) - r_f]}_{\text{Marktrisikoprämie}}$$

Dieser macht keine Unterscheidung zwischen dem risikofreien Basiszins im ersten Summanden und dem zweiten risikofreien Zinssatz innerhalb der Marktrisikoprämie.

In der Vergangenheit wurde eine Marktrisikoprämie basierend auf den globalen Portfoliodaten von E. Dimson, P. Marsh und M. Staunton (DMS-Daten) und ein lokaler risikofreier Zinssatz im ersten Summanden des CAPM verwendet. Dies stellte eine inkonsistente Anwendung des CAPM und eine nicht begründbare Mischung aus globalem und lokalem CAPM dar. Hierauf hatte Netze BW, auch mit Hilfe eines Gutachtens von Oxera, schon in der Vergangenheit hingewiesen.<sup>1</sup> Die im Rahmen des

---

<sup>1</sup> Oxera (2021a): Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Basis internationaler Daten. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 16.3.2021, S. 14 ff.

Oxera (2021): Bestimmung des Wagniszuschlags (Stellungnahme zum Gutachten von Frontier Economics et al.). Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 19. August 2021, S. 40 ff.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Festlegungsprozesses zum Eigenkapitalzinssatz der vierten Regulierungsperiode vorgenommenen Anpassungen (Laufzeit- und Verfügbarkeitsprämie) waren bereits Ausdruck dieser Inkonsistenzen in der Anwendung.

Die Methodenfestlegung bietet nun die Möglichkeit von vorneherein ein konsistentes Vorgehen festzuschreiben. Eine Möglichkeit hierfür wäre es, den risikolosen Basiszins im ersten Summanden und auch die Marktrisikoprämie auf Basis von Daten der Eurozone zu berechnen. Um die Problematik der Wechselkursrisiken und anderer Inkonsistenzen zu adressieren, könnten, wie im Gutachten von Oxera beschrieben, Marktrisikoprämien auf Basis des lokalen CAPM berechnet werden und dann ein gewichteter Durchschnitt über die Marktrisikoprämien der einzelnen Länder über einen langen Betrachtungszeitraum gebildet werden.<sup>2</sup> Somit wäre bei allen Parametern eine einheitliche Investorenperspektive sichergestellt und es bestünden keine Währungsrisiken. Zumindest sollte aber sichergestellt werden, dass der risikolose Basiszins im ersten Summanden des CAPM und die Marktrisikoprämie so gewählt werden, dass sie konsistent zueinander sind. Dies betrifft unter anderem die Länderauswahl, den Währungsraum, das Renditekonzept und die Restlaufzeiten.

Die Fixierung des Eigenkapitalzinssatzes über die Dauer der Regulierungsperiode aus Gründen der Planungssicherheit und Verlässlichkeit kann von Netze BW grundsätzlich nachvollzogen werden. Aus ökonomischer Perspektive könnte auch eine Dynamisierung des Eigenkapitalzinssatzes begründet werden, so dass darüber stets die aktuellen Kosten des Eigenkapitals abgebildet werden können. Ein Investor in die Energienetze würde dann stets eine marktgerechte Verzinsung seines eingesetzten Kapitals erhalten. Aus Sicht von Netze BW handelt es sich bei der Verlässlichkeit und Planbarkeit jedoch um ein hohes Gut, das nach Möglichkeit erhalten bleiben sollte. Im Hinblick auf den Eigenkapitalzinssatz stellt sich daher die Frage, ob man die Verlässlichkeit und die Sicherstellung der Marktgerechtigkeit über Ausgestaltungsmechanismen vereinen könnte. Denn klar ist, dass eine ex-ante Festlegung Schätzrisiken beinhaltet, denen entsprechend Rechnung getragen werden sollte.

Neben dem CAPM-Modell gibt es weitere Kapitalmarktmodelle zur Schätzung der Eigenkapitalkosten. Auch wenn diese nicht unmittelbar zur Schätzung des Eigenkapitalzinssatzes verwendet werden, könnten diese Ansätze zur Plausibilisierung des Ergebnisses auf Basis des CAPM-Modells herangezogen werden. Das aktuelle Gutachten von Frontier Economics und den Professoren Randl und Zechner stellt eine

---

<sup>2</sup> Oxera (2021a): Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Basis internationaler Daten. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 16.3.2021, S. 38 ff.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Überlegenheit des CAPM gegenüber anderen Kapitalmarktmodellen zur Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für regulierte Energienetzbetreiber fest. Aus unserer Sicht schließt dies ein Heranziehen alternativer Modelle zu Plausibilisierungszwecken jedoch nicht aus.<sup>3</sup> Denn auch wenn das CAPM aus theoretischer Sicht zur Schätzung der Eigenkapitalverzinsung für die regulierte Netzwirtschaft gut geeignet ist, setzt dies voraus, dass zur Schätzung der Marktrisikoprämie auch die Annahmen der verschiedenen Ausprägung des CAPM (global, international oder lokal) für den Betrachtungszeitraum stets erfüllt sind und die in die Schätzung eingehenden Parameter den wissenschaftlichen Anforderungen des konkret gewählten CAPM-Modells entsprechen. Zudem müssen die Parameter innerhalb des CAPM, risikofreier Zinssatz und Marktrisikoprämie, konsistent zueinander sein. Eine Plausibilisierung mit anderen methodischen Ansätzen kann hier einen Beitrag zur Prüfung des konkreten methodischen Vorgehens liefern.

### 3 Risikofreier Zinssatz

Die Bundesnetzagentur sieht nach aktuellem Diskussionsstand vor, in der Methodenfestlegung keine konkrete Reihe zur Bestimmung des risikofreien Zinssatzes vorzugeben, sondern Kriterien für die Auswahl von Reihen. Die vorgesehenen Kriterien sind eine Restlaufzeit von 10 bis 20 Jahren, eine Notierung in Euro, die Verwendung von Nullkuponanleihen sowie die Verwendung von Euroraum- Staatsanleihen mit AAA- Rating und deutschen Staatsanleihen. Es soll eine konzeptionelle Konsistenz zum risikofreien Zinssatz, welcher der Marktrisikoprämie zugrunde liegt, hergestellt werden. Gleichzeitig betont die Bundesnetzagentur aber, dass dies keine numerische Identität bedeute. Der Zeitraum zur Durchschnittsbildung solle sich an der Länge der Regulierungsperiode orientieren. Die Frage nach der Notwendigkeit einer Berücksichtigung einer Convenience-Yield soll in den jeweiligen Einzelfestlegungen geprüft werden.

Netze BW begrüßt es, dass die Bundesnetzagentur das Auslaufen der Strom- und GasNEV dazu nutzen möchte, die Bestimmung des risikofreien Basiszinssatz im ersten Summanden des CAPM so auszugestalten, dass größtmögliche Konsistenz mit dem risikofreien Zinssatz, welcher in die Marktrisikoprämie eingeht, besteht. Wie bereits dargestellt, sieht der kapitalmarkttheoretische Ansatz die Verwendung des identischen Zinssatzes vor. Netze BW hat wahrgenommen, dass die Bundesnetzagentur nicht die

---

<sup>3</sup>Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 23.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

numerische Gleichheit als Maßstab anlegen möchte, sondern die konzeptionelle Konsistenz entscheidend ist. Dieser Prüfmaßstab ist dann auch an die einzelnen Parameter und deren wechselseitigen Abhängigkeiten anzulegen.

*Konsistenz bei den Restlaufzeiten*

Mit Blick auf die Restlaufzeit der heranzuziehenden Reihe sieht Netze BW eine bessere Konsistenz zu den bisher verwendeten DMS-Datenreihen bei einer Orientierung am oberen Ende der Bandbreite von 10 bis 20 Jahren. Dies deckt sich auch mit der Einschätzung von Oxera im Rahmen der Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes für die vierte Regulierungsperiode, die von einer durchschnittlichen Restlaufzeit der DMS Bonds von mind. 16 Jahren ausgehen.<sup>4</sup>

*Konsistenz bei der Auswahl der betrachteten Länder*

Die Fokussierung auf Staatsanleihen des Euroraums mit Notierung in Euro erscheint sinnvoll unter der Annahme, dass einem Investor in deutsche Energienetze Euro-Anleihen als risikofreie Alternative zur Verfügung stehen. Auch die Überlegung der Bundesnetzagentur für das Rating der Staatsanleihen erscheint auf den ersten Blick nachvollziehbar. Allerdings stellt sich die Frage, inwieweit die Eingrenzung auf AAA-Länder zwingend notwendig und hilfreich ist, da es im Moment nur noch drei Euro-Staaten mit AAA-Rating gibt und eine mögliche Gewichtung der jeweiligen Zinsreihen von Deutschland dominiert werden würde. Da es sich um eine grundsätzliche Methodenfestlegungen handelt, sieht es Netze BW als sinnvoll an, den Handlungsspielraum hier nicht allein auf AAA Euro-Staatsanleihen einzugrenzen, sondern zumindest auch AA Euro-Staatsanleihen als Option mit zu berücksichtigen. Damit würde einerseits eine deutlich größere Auswahl an Eurostaatsanleihen zur Verfügung stehen, andererseits kann eine bessere Konsistenz mit Blick auf die Staatsanleihen, welche im Rahmen der Schätzung der Marktrisikoprämie herangezogen werden, erreicht werden. Vor diesem Hintergrund könnte im Sinne einer Konsistenz bei der Schätzung der Marktrisikoprämie auch darüber nachgedacht werden, denselben Währungsraum nicht nur beim risikofreien Zinssatz, sondern auch bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie, d.h. die Eurozone, heranzuziehen. Somit wäre eine Konsistenz bezüglich des Währungsraumes hergestellt und der bisherige Widerspruch aus der Kombination eines globalen, in den USA beheimateten, Investors bezüglich der Marktrisikoprämie und eines

---

<sup>4</sup> Oxera (2021): Bestimmung des Wagniszuschlags (Stellungnahme zum Gutachten von Frontier Economics et al.). Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 19. August 2021, S. 6.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

lokalen (in Deutschland beheimateten) Investors bezüglich des risikofreien Zinssatzes würde in dieser Hinsicht behoben.

*Konsistenz des Renditekonzepts*

Für eine konzeptionelle Konsistenz der beiden in das CAPM eingehenden risikofreien Zinssätze ist das Abstellen auf dasselbe Renditekonzept erforderlich. Bisher handelte es sich bei den im risikolosen Basiszins des ersten Summanden des CAPM enthaltenen Anleiherenditen um Umlaufrenditen, der risikolose Zinssatz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie basiert hingegen auf realisierten Renditen. Gerade mit Blick auf die DMS-Anleiherenditen als realisierte Renditen ergeben sich nach unserer Einschätzung Probleme. Da die realisierten Renditen stark vom jeweils aktuellen Marktzinsniveau abhängen wird der langjährige Durchschnitt der realisierten Renditen bei DMS durch das sogenannte „Golden Age of Bonds“ verzerrt. Das „Golden Age of Bonds“ umfasst den Zeitraum vom Anfang der achtziger Jahre bis 2021. Während dieser Phase der rückläufigen Zinssätze wurden überdurchschnittlich hohe Anleiherenditen beobachtet. Der von DMS zur Schätzung der Marktrisikoprämie herangezogene risikofreie Zinssatz wird somit überschätzt. Dies führt insgesamt zu einer Unterschätzung der Höhe der Marktrisikoprämie.

Frontier Economics et al. schlagen in ihrem aktuellen Gutachten verschiedene Möglichkeiten vor, um diese Problematik auch bei Verwendung der DMS-Daten zu berücksichtigen.<sup>5</sup> Aus Sicht von Netze BW sollte das Ziel der Bundesnetzagentur eine in sich konsistente Schätzung sein, sodass keine zusätzlichen Anpassungen auf Grund methodischer Fehler oder Verzerrungen notwendig sind. Sollten trotzdem im Einzelfall Anpassungen der ermittelten Eigenkapitalverzinsung nötig sein, beispielsweise aufgrund von Sondereffekten, die nicht durch das Modell abgebildet werden können, muss dies in der periodenspezifischen Festlegung erfolgen.

*Prüfung auf Convenience Yield im Rahmen der Einzelfestlegung*

Netze BW stimmt mit der Bundesnetzagentur überein, dass die Frage des Obs und die Frage der Höhe einer eventuell notwendigen Berücksichtigung einer Convenience Yield nicht im Rahmen der Methodenfestlegung pauschal festgelegt werden kann. Im Grundsatz sollte die Wahl der einzelnen Parameter und deren Konsistenz zueinander die

---

<sup>5</sup> Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S.51 ff.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Notwendigkeit eventueller Anpassungen weitestgehend minimieren oder besser vollständig überflüssig machen. Die konkrete Prüfung auf notwendigen Korrekturbedarf, einschließlich der Frage nach einer Verfügbarkeitsprämie, sollte im Rahmen der Einzelfestlegung geprüft und dann auch festgelegt werden, da es sich aufgrund von empirischen Daten um keine statische Größe handelt und zudem Veränderungen aufgrund von Anpassungen am risikolosen Zinssatz oder der Ermittlung der Marktrisikoprämie denkbar sind.

### *Durchschnittsbildung*

Eine Durchschnittsbildung, die sich an der Länge der Regulierungsperiode orientiert, so wie es die Bundesnetzagentur vorsieht, stellt eine bessere Lösung zur Abbildung des aktuellen risikofreien Zinssatzes dar als die bisherige zehnjährige Durchschnittsbildung. Aktuelle Marktentwicklungen werden schneller im risikofreien Zinssatz abgebildet. Gleichzeitig wird eine gewisse Planbarkeit gewährleistet. Allerdings handelt es sich bei einer ex-ante Festlegung des risikolosen Zinssatzes, unabhängig davon, ob es sich um einen fünfjährigen oder bereits einen einjährigen Durchschnitt handelt, stets um eine Schätzung eines zukünftigen Wertes auf Basis historischer Daten. Damit gehen Schätzunsicherheiten einher. Die Entwicklung der letzten Jahre hat gezeigt, dass ein ex-ante festgelegter Eigenkapitalzins sehr deutlich von der tatsächlichen Entwicklung abweichen kann. Daher sollten bereits im Rahmen der Methodenfestlegung Mechanismen für diese Schätzunsicherheiten berücksichtigt werden.

Um das Risiko eines schwankenden Marktzinsniveaus während der Regulierungsperiode zu reduzieren, sollte die Bundesnetzagentur über Sicherungsmechanismen wie beispielsweise einen Trigger-Mechanismus zur Anpassung des Eigenkapitalzinssatzes auf Basis der Entwicklungen des risikolosen Basiszinssatzes während der Regulierungsperiode oder über einen Aufschlag zur Abdeckung der Kosten der individuellen Absicherung des Zinsrisikos nachdenken.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

## 4 Marktrisikoprämie

Die Bundesnetzagentur beabsichtigt ausweislich des Begleitschreibens, die Marktrisikoprämie weiterhin auf Basis historischer Überrenditen zu berechnen. Für die Ermittlung der Marktrisikoprämie gibt es jedoch nicht nur das eine spezifische Vorgehen, das bisher von der Bundesnetzagentur bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze in den vorangegangenen Regulierungsperioden praktiziert worden ist. Vielmehr sind auch bei der Verwendung der Methode der historischen Überrenditen vielfältige Auswahlentscheidungen zu treffen. Dies betrifft unter anderem die Frage der Auswahl der Datenreihen, der betrachteten Länder und des Betrachtungszeitraums. Auch muss eine Auswahl für das konkrete CAPM-Modell getroffen werden (globaler vs. internationaler vs. lokaler CAPM-Ansatz). Mit den unterschiedlichen Ansätzen gehen auch verschiedene Annahmen einher, die gegeben des Betrachtungszeitraums, der Länder und der Datenreihen auch erfüllt sein müssen. Diese Entscheidungen sollen jedoch gemäß dem aktuellen Stand der Überlegungen der Bundesnetzagentur nicht in der Methodenfestlegung, sondern im Rahmen der Einzelfestlegung erfolgen. Ausgehend von den ermittelten historischen Überrenditen muss auch eine Mittelwertbildung erfolgen. In der Vergangenheit hat die Bundesnetzagentur das Mittel aus geometrischem und arithmetischem Mittel verwendet.

### *Plausibilisierung des ermittelten EK-Zinses notwendig*

Die Methodenfestlegung soll qualitative Prüfkriterien vorgeben, als Beispiel wird hier der Vergleich mit dem europäischen Ausland genannt. Netze BW begrüßt ausdrücklich den Ansatz der Bundesnetzagentur im Rahmen der Methodenfestlegung Plausibilisierungen bei der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes vorzusehen. Dabei sollte sich eine Plausibilisierung jedoch nicht allein auf den Vergleichsmaßstab des europäischen Auslands begrenzen.

Eine besondere Herausforderung in Zusammenhang mit der Schätzung der Marktrisikoprämie auf Basis historischer Überrenditen liegt darin, die Konsistenz zum risikolosen Basiszins im ersten Summanden im CAPM herzustellen. Bereits das von der Bundesnetzagentur genannte Kriterium der konzeptionellen Konsistenz bedarf einer großen Sorgfalt bei den zu treffenden Auswahlentscheidungen. Das liegt an dem methodischen Vorgehen, das einerseits zur Ermittlung der Marktrisikoprämie auf historische Aktien- und Anleiherenditen zurückgreift und damit der impliziten Annahme, dass die Marktrisikoprämie konstant sei und andererseits an dem aktuelleren risikofreien Basiszinssatz im ersten Summanden des CAPM. Da sich die Eigenkapitalverzinsung aus dem risikofreien Zinssatz und der Marktrisikoprämie (multipliziert mit dem Risikofaktor) zusammensetzt, und auch in der Marktrisikoprämie implizit ein annahmegemäß

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

risikofreier Zinssatz enthalten ist, muss sichergestellt werden, dass diese beiden risikofreien Zinssätze zueinander passen und konzeptionell konsistent sind.

Im Gegensatz zur Methodik der historischen Überrenditen tritt diese Problematik bei Anwendung des Total Market Return Ansatzes nicht auf, da hier von einer im Erwartungswert konstanten Markttrendite im Zeitablauf ausgegangen wird und sich die Marktrisikoprämie aus geschätzter Gesamtmarkttrendite abzüglich des risikofreien Zinssatzes ergibt. Aus diesem Grund sollte darüber nachgedacht werden den Total Market Return Ansatz und/ oder auch weitere Ansätze zur Plausibilisierung der geschätzten Marktrisikoprämie heranzuziehen.

Frontier Economics et al. argumentieren in ihrem aktuellen Gutachten, dass sich die Grundprämissen des Total Market Returns und des Konzepts der historischen Überrenditen widersprechen würden<sup>6</sup>, trotzdem erscheint es aus unserer Sicht sinnvoll das Ergebnis aus dem Total Market Return Ansatz zur Plausibilisierung heranzuziehen, da dieser methodenimmanent eine Konsistenz des risikofreien Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie herstellt. Der sich hieraus ergebende Wert könnte ein Anhaltspunkt dafür sein, ob es gelungen ist, eine ausreichende Konsistenz zwischen dem risikofreien Basiszinssatz und dem in der Marktrisikoprämie enthaltenen risikofreien Zinssatz herzustellen.

Ein weiteres wichtiges Prüfkriterium könnte sein, wie groß die numerische Differenz zwischen den beiden in das CAPM eingehenden risikofreien Zinssätze ist. Ein entsprechender größerer Unterschied deutet auf eine fehlende Konsistenz der beiden im CAPM enthaltenen risikofreien Zinssätze hin und somit auf eine nicht dem Marktniveau entsprechende Eigenkapitalverzinsung.

Auch das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapitalzinssatz sollte als Plausibilitätskriterium berücksichtigt werden, also die Frage des Abstands zwischen Eigen- und Fremdkapitalzinssatz. Dieser muss in ausreichendem Maße gegeben sein, weil Eigenkapitalgeber ein höheres Risiko tragen, da deren Forderungen im Falle einer Insolvenz nachrangig bedient werden. Somit sollte eine angemessene Differenz zwischen Eigen- und Fremdkapitalzinssatz ebenfalls ein Plausibilisierungs- bzw. Bewertungskriterium sein.

---

<sup>6</sup> Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 49.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

*Konsistente Anwendung des CAPM durch Verwendung gewichteter lokaler Marktisikoprämien*

Die Bundesnetzagentur hat in der Vergangenheit zur Schätzung der Eigenkapitalkosten die DMS-Welt-Marktisikoprämie herangezogen. Diese ist nach Einschätzung von Netze BW für die Schätzung einer zukünftigen Marktisikoprämie ungeeignet und für den intendierten Zweck methodisch fehlerhaft. Dies hat Netze BW bereits in der Vergangenheit mit gutachterlicher Unterstützung von Oxera ausführlich herausgearbeitet.<sup>7</sup>

Die Herleitung der Welt- Marktisikoprämie bei DMS resultiert aus der Differenz zwischen einem internationalen Aktien- und einem Anleiheportfolio in US-Dollar mit jeweils unterschiedlichen Gewichten, wobei Wechselkursrisiken explizit nicht berücksichtigt werden. Für den Ansatz eines globalen CAPM, wie er bei der bisherigen Verwendung der DMS- Welt-Marktisikoprämie als Schätzer für eine zukünftige Marktisikoprämie praktiziert worden ist, müssen sehr restriktive Annahmen erfüllt sein. Dies betrifft insbesondere die Anforderung an vollständig integrierte Kapitalmärkte. Dies ist jedoch nicht für die betrachteten Länder und insbesondere nicht über den Betrachtungszeitraum von über 120 Jahren hinweg der Fall. Auch Frontier Economics et al. weisen in ihrem aktuellen Gutachten für die Bundesnetzagentur auf Schwächen des Ansatzes des globalen CAPM hin, allerdings fehlt die Übertragung dieser Erkenntnisse auf den praktizierten Ansatz bei der Nutzung der DMS-Weltmarktisikoprämie.<sup>8</sup> Auch ist, wie bereits in der Vergangenheit schon darauf hingewiesen wurde, das in der DMS-Welt-Marktisikoprämie verwendete Anleiheportfolio nicht risikofrei, da es Staatsanleihen von Ländern mit Ausfallrisiken beinhaltet.

Im Rahmen der historischen Überrenditen stehen jedoch konsistente und praktikable Möglichkeiten zur Schätzung der Marktisikoprämien zur Verfügung. Dabei sollte ein konsistenter CAPM-Ansatz gewählt werden. Nach Einschätzung von Netze BW gelingt dies insbesondere durch den Rückgriff auf das lokale CAPM. D.h. es wird ausgehend von nationalen Marktisikoprämien eine zukünftige Marktisikoprämie geschätzt. Die geschätzte Marktisikoprämie ergibt sich aus der Verwendung eines gewichteten

---

<sup>7</sup> Oxera (2021a): Bestimmung der Marktisikoprämie auf Basis internationaler Daten. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 16.3.2021.

Oxera (2021): Bestimmung des Wagniszuschlags (Stellungnahme zum Gutachten von Frontier Economics et al.). Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 19. August 2021.

<sup>8</sup> Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 23.

---

### Stellungnahme der Netze BW

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Durchschnitts lokaler länderspezifischer Marktrisikoprämien in Kombination mit der Auswahl geeigneter Länder zur Berechnung der Marktrisikoprämie und einem langen Betrachtungszeitraum.

Aufgrund des Rückgriffs auf nationale Überrenditen, die erst in einem zweiten Schritt gewichtet werden, spielen Wechselkursrisiken in diesem Fall keine Rolle mehr. Die empirische Schätzung kann dabei beispielsweise weiterhin mit Hilfe der DMS-Daten erfolgen. Der DMS-Datensatz beinhaltet neben der Weltmarktrisikoprämie auch die nationalen Marktrisikoprämie für das jeweilige Betrachtungsjahr. So kann beispielsweise, ausgehend von den nationalen Marktrisikoprämien aller Länder, die über den kompletten Betrachtungszeitraum in der DMS-Datenbank enthalten sind, eine auf Basis des Bruttoinlandsprodukts gewichtete Marktrisikoprämie ermittelt werden. Es können aber auch andere Länderkreise oder andere Gewichtungen herangezogen werden, so dass der Rückgriff auf die nationalen Marktrisikoprämien mehr Flexibilität in der Länderauswahl bietet und eine größere Konsistenz zum risikofreien Zinssatz erreicht werden kann. Somit können auch die Inkonsistenzen zwischen DMS- Weltaktienportfolio und DMS- Weltanleiheportfolio hiermit umgangen werden, da bei einer länderspezifischen Bestimmung der Marktrisikoprämie und anschließender Durchschnittsbildung die lokale Marktrendite und der lokale risikolose Zinssatz jeweils konsistent zueinander sind.

### *Mittelwertbildung gemäß wissenschaftlichem Standard*

Die Entscheidung für eine Methode der Mittelwertbildung soll laut Begleitschreiben der Bundesnetzagentur in der jeweiligen periodenspezifischen Festlegung erfolgen. Bisher verwendete die Bundesnetzagentur einen Durchschnitt aus arithmetischem und geometrischem Mittel der DMS-Weltmarktrisikoprämie. Sie argumentierte in ihrem Beschluss der vierten Regulierungsperiode damit, dass aus empirischen Studien abgeleitet werden könnte, dass das arithmetische Mittel die Marktrisikoprämie überschätze, während das geometrische Mittel diese unterschätze.<sup>9</sup>

Nach Einschätzung von Netze BW ist diese Vorgehensweise nicht mehr mit dem Stand der Wissenschaft vereinbar und es sollte bereits in der Methodenfestlegung eine vollständige oder zumindest überwiegende Gewichtung auf Basis des arithmetischen Mittels vorgesehen werden. Wie sowohl Hachmeister und Pedell<sup>10</sup> als auch NERA in ihrer

---

<sup>9</sup> Bundesnetzagentur (2021): BK4-21-055. Vom 12. Oktober 2021, S. 17.

<sup>10</sup> Hachmeister, D. und Pedell, B. (2024): Anforderungen an die Weiterentwicklung der Methodik des Eigenkapitalzinssatzes für Netzbetreiber. Gutachten im Auftrag von 50 Hertz Transmission GmbH vom 17. Juni 2024, S. 70 ff.

---

### Stellungnahme der Netze BW

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Präsentation für den dritten Expertenworkshop zum Thema Kapitalverzinsung<sup>11</sup> dargestellt haben deutet die Literatur eindeutig darauf hin, dass entweder alleinig das arithmetische Mittel oder ein gewichteter Durchschnitt zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel mit hohem Gewicht auf dem arithmetischen Mittel verwendet werden sollte. Hachmeister und Pedell weisen darauf hin, dass wenn man annimmt, dass die in der Vergangenheit beobachteten Renditen „unabhängige Ziehungen aus derselben Verteilung“ darstellen, die arithmetische Durchschnittsbildung „eine unverzerrte Schätzung der erwarteten Rendite“ darstellt.<sup>12</sup> Aus theoretischer Sicht wäre in diesem Fall also das arithmetische Mittel gegenüber dem geometrischen Mittel, welche die historische Betrachtung und weniger die Prognose in die Zukunft repräsentiert, vorzuziehen. Es wird außerdem von Hachmeister und Pedell der Zusammenhang erklärt, dass die „Differenz [zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel] mit der Volatilität der jährlichen Renditen wächst“.<sup>13</sup> Auch DMS deutet an, dass die Schätzung der langfristigen Marktrisikoprämie auf Basis des arithmetischen Mittels herangezogen werden kann.<sup>14</sup> Cooper weist in seinem Paper aus dem Jahr 1996 darauf hin, dass unverzerrte Schätzer für Abzinsungssätze näher am arithmetischen als am geometrischen Mittel liegen. Das geometrische Mittel stelle hingegen eine Unterschätzung dar.<sup>15</sup> Auch BEREC empfiehlt für die Verwendung im europäischen Telekommunikationssektor die von ihnen auf Basis des arithmetischen Mittels berechnete EU-Marktrisikoprämie.<sup>16</sup>

Die Verwendung des arithmetischen Mittels sollte daher bereits in der Methodenfestlegung festgeschrieben werden, da die Belege aus der wissenschaftlichen Literatur eine Vorzugswürdigkeit des arithmetischen gegenüber dem geometrischen

---

<sup>11</sup> NERA (2025): NERA-Präsentation EK-Zinssatz. Präsentation im Rahmen des dritten Expertenaustausch zur pauschalen Erstattung von Kapitalkosten und Methoden zur Bestimmung der eingehenden Zinssätze und Finanzierungsquoten vom 05. Februar 2025, S.18.

<sup>12</sup> Hachmeister, D. und Pedell, B. (2024): Anforderungen an die Weiterentwicklung der Methodik des Eigenkapitalzinssatzes für Netzbetreiber. Gutachten im Auftrag von 50 Hertz Transmission GmbH vom 17. Juni 2024, S. 72.

<sup>13</sup> Hachmeister, D. und Pedell, B. (2024): Anforderungen an die Weiterentwicklung der Methodik des Eigenkapitalzinssatzes für Netzbetreiber. Gutachten im Auftrag von 50 Hertz Transmission GmbH vom 17. Juni 2024, S. 71.

<sup>14</sup> Dimson, E.; Marsh, P.; Staunton, M. (2015): Credit Suisse Investment Returns Sourcebook 2015. S. 34.

<sup>15</sup> Cooper, I. (1996), Arithmetic versus geometric mean estimators: Setting discount rates for capital budgeting., European Financial Management, 2:2, S. 157.

<sup>16</sup> BEREC (2024): BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2024). Vom 06. Juni 2024, S. 61.

---

#### Stellungnahme der Netze BW

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Mittel zeigen. Es ist zudem nicht zu erwarten, dass sich diese Einschätzung in der Zukunft ändert. Mit einer Festschreibung bereits in der Methodenfestlegung könnte sichergestellt werden, dass bei der Frage der Mittelwertbildung dem Stand der Wissenschaft gefolgt wird.

#### *Konsistenz bei Regulierungsentscheidungen zwischen den regulierten Sektoren*

Die Empfehlung von BEREC ist insbesondere auch deshalb relevant, da die von BEREC ermittelte Marktrisikoprämie von der Bundesnetzagentur für den Sektor der Telekommunikation verwendet wird. Dies ist von Bedeutung, da es sich bei der geschätzten Marktrisikoprämie um eine sektorunabhängige Größe handelt. Lediglich der Beta- Faktor bzw. Risikofaktor unterscheidet sich sektorspezifisch, nicht aber die Marktrisikoprämie.

Nach Auffassung von Netze BW sollte die Konsistenz von Regulierungsentscheidungen auch innerhalb einer Behörde gelten. D.h. allgemeingültige, sektorübergreifende Parameter wie gerade die Marktrisikoprämie sollten konsistent und einheitlich in allen Sektoren, die der Kontrolle der Behörde unterliegen, zur Anwendung kommen oder aber bei der Verwendung von unterschiedlichen Ansätzen zumindest der Höhe nach zu vergleichbaren Werten führen.

## 5 Kapitalquote

Die Kapitalquote soll in der Methodenfestlegung festgeschrieben werden. Die Bundesnetzagentur sieht nach derzeitigem Stand der Überlegungen ein Verhältnis von 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital vor.

Netze BW teilt grundsätzlich die Einschätzung der Bundesnetzagentur bzw. ihres Gutachters Frontier Economics et al., was die Bandbreite der kalkulatorischen Eigenkapitalquote von 40 bis 60 % betrifft. Gleichzeitig ist der nun anvisierte Wert von 40 % nach unserer Auffassung eine Untergrenze.

Die Festlegung eines Eigenkapitalanteils von 40 bis 60% ist konsistent zu einem BBB-Rating, welches die Bundesnetzagentur als Grundlage für die Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes vorsieht. Außerdem deckt sich diese Bandbreite auch mit den Verschuldungsquoten der bisherigen Vergleichsgruppe die zur Bestimmung des Risikofaktors  $\beta$  herangezogen wird.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Dies bestätigt auch ein von Netze BW in Auftrag gegebenes Gutachten von Oxera, das der Stellungnahme beiliegt und insofern auch Teil der Stellungnahme ist.<sup>17</sup> Dieses Gutachten betrachtet einerseits die Fremdkapitalquoten der Risikofaktor- Vergleichsunternehmen der vierten Regulierungsperiode plus E.ON SE (da E.ON SE in den DAX 40 Unternehmen enthalten ist) und vergleicht diese mit den Fremdkapitalquoten der DAX 40 Unternehmen. Hierbei zeigt sich, dass die Fremdkapitalquoten in der regulierten Netzwirtschaft zwischen 2017 und 2023 durchschnittlich bei ca. 41-49% liegen und damit deutlich höher als die der DAX 40 Unternehmen mit durchschnittlich ca. 18-26%.<sup>18</sup> Somit ist es sachgerecht für die Festlegung der Kapitalquote ausschließlich Unternehmen aus der Netzwirtschaft heranzuziehen. Unternehmen, die im Wettbewerb stehen, haben eine geringere optimale Fremdkapitalquote auf Grund des erhöhten Insolvenzrisikos.<sup>19</sup> Frontier Economics et al. ziehen ebenfalls nur Unternehmen aus der regulierten Netzwirtschaft zur Ermittlung der optimalen Kapitalquote heran.<sup>20</sup> Oxera betrachtet außerdem festgelegte Fremd- bzw. Eigenkapitalquoten im internationalen Umfeld bzw. in den zu Deutschland vergleichbaren Märkten Australien, Belgien, Frankreich, Großbritannien, Italien, Neuseeland, Österreich, Portugal, der Schweiz und Spanien. Hierbei kommt Oxera zu dem Schluss, dass sich die festgelegten Eigenkapitalquoten zwischen 40 und 60% bewegen und insgesamt eine eher hohe Stabilität aufweisen.<sup>21</sup> Dies deckt sich mit dem Ansatz der Bundesnetzagentur die Kapitalquoten bereits in der Methodenfestlegung zu fixieren. Auch Frontier Economics et al. kommen bei Betrachtung der im CEER-Report aufgeführten Kapitalquoten auf eine Bandbreite von 40 bis 60%.<sup>22</sup> Oxera schließen insgesamt aus ihren Analysen, dass eine

---

<sup>17</sup> Oxera (2024): Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024.

<sup>18</sup> Oxera (2024): Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024, S.5.

<sup>19</sup> Oxera (2024): Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024, S. 30.

<sup>20</sup> Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 58.

<sup>21</sup> Oxera (2024): Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024, S.22.

<sup>22</sup> Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 59 f.

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

Fremdkapitalquote von 40 bis 60% bzw. eine Eigenkapitalquote von höchstens 60% sachgerecht sein könnte.<sup>23</sup>

Der von der Bundesnetzagentur vorgesehene Wert von 40% Eigenkapitalanteil passt zur bisherigen Annahme des Eigenkapitalanteils, stellt jedoch den unteren Rand der von Frontier Economics et al. und Oxera genannten Spanne dar und sollte somit nicht unterschritten werden. Die Festschreibung der Kapitalquote in der Methodenfestlegung ist nach Auffassung von Netze BW zu begrüßen, da dies für mehr Planbarkeit und Stabilität im Regulierungsrahmen sorgt.

## 6 Fremdkapitalkostensatz

Für die Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes sieht die Bundesnetzagentur eine direkte, marktorientierte Bestimmung anhand eines Anleiheindex vor. Es sollen auch hier keine konkreten Reihen, sondern Kriterien vorgegeben werden. Nach aktueller Einschätzung der Bundesnetzagentur eignen sich folgende Kriterien: Der Index sollte sektorspezifisch und in Euro notiert sein, das Kreditrating sollte mindestens im BBB-Bereich liegen, und die Restlaufzeit sollte etwa 10 Jahre betragen. Für Neuinvestitionen soll es eine dynamische Anpassung innerhalb der Regulierungsperiode geben. Der Zeitraum für die Durchschnittsbildung für den Fremdkapitalkostensatz für Bestandsvermögen solle sich an der Länge der Regulierungsperiode orientieren. Die Gewährung eines Zuschlages zur Abdeckung von Fremdkapitalnebenkosten wolle die Bundesnetzagentur noch prüfen.

Eine direkte Ableitung des Fremdkapitalkostensatzes aus einem Anleiheindex stellt eine transparente und nachvollziehbare Vorgehensweise dar. Das vorgesehene BBB-Rating passt nach unserer Einschätzung zum aktuellen Rating der Unternehmen in der Netzwirtschaft und ist somit derzeit sachgerecht. Falls sich die Einschätzung der Finanzierungsfähigkeit der Netzbetreiber drastisch verändert und sich dies beispielsweise auch im Rating der Vergleichsunternehmen zur Bestimmung des Risikofaktors widerspiegelt, sollte es möglich sein eine Anpassung vorzunehmen. Wir verstehen die Formulierung „mindestens im BBB-Bereich“ der Bundesnetzagentur nach deren Klarstellung im Expertenworkshop am 5. Februar 2025 auch so, dass es vorgesehen ist auf

---

<sup>23</sup> Oxera [2024]: Kapitalquote in der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 30. Oktober 2024, S. 43.

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

besondere Finanzierungsherausforderungen der regulierten Netzbetreiber zu reagieren und den zugrunde liegenden Anleiheindex gegebenenfalls anzupassen.

*Dynamisierung der Fremdkapitalkosten*

Mit der Umstellung auf einen WACC-Ansatz kommt es zu einer grundsätzlichen Anpassung, was die Behandlung der Fremdkapitalkosten betrifft. Es werden nicht mehr wie bisher die effizienten Fremdkapitalkosten erstattet, sondern es wird allein auf den pauschalen Fremdkapitalzinssatz abgestellt. Umso wichtiger ist es, dass dieser zeitnah die tatsächlichen Kapitalmarktbedingungen abbildet.

Es ist zu begrüßen, dass die Bundesnetzagentur beabsichtigt für Neuinvestitionen eine dynamische Anpassung des Fremdkapitalzinssatzes während der Regulierungsperiode umzusetzen. Jedoch sollen nach den bisherigen Überlegungen der Behörde die Bestandsinvestitionen hierbei außen vorgelassen werden. Für diese soll ein im Basisjahr für die gesamte Regulierungsperiode festgelegter Fremdkapitalzinssatz gelten. Nach Auffassung von Netze BW ist dieses Vorgehen nicht sachgerecht und führt zu zusätzlichen Risiken für die Netzbetreiber. Entweder müssen diese zusätzlichen Risiken abgegolten werden, da zur Absicherung von Zinssätzen Sicherungsgeschäfte notwendig sind, oder aber der Zinssatz für die Bestandsinvestitionen muss innerhalb der Regulierungsperiode dynamisiert werden.

Mit einem rollierenden Zinssatz könnten daher die Refinanzierungskosten eines Netzbetreibers für Bestandsinvestitionen abgebildet werden. Dieser rollierende Zinssatz könnte durch mehrjährige Durchschnittsbildung und eine jährliche Aktualisierung dieser durch Vorrücken um jeweils ein Jahr umgesetzt werden. Ein rollierender Zinssatz auf Basis eines mehrjährigen Durchschnitts bringt einerseits durch die Durchschnittsbildung über mehrere Jahre den Vorteil der Beständigkeit mit sich, andererseits durch das jährliche Aktualisieren aber auch eine bessere Anpassung an aktuelle Kapitalmarktverhältnisse als ein fixierter Zinssatz. Eine sehr zeitnahe Abbildung der Veränderungen am Kapitalmarkt würde ein Plan-/Ist-Abgleich der Zinsentwicklung über das Regulierungskonto bedingen. Alternativ müsste ein Zweijahreszeitverzug in Kauf genommen werden, so dass im Jahr t-1 stets der Zinssatz aus dem Jahr t-2 Eingang in die Durchschnittsbildung finden und dann für die Erlösobergrenze im Jahr t Anwendung finden würde. In dem untenstehenden Beispiel würde der Durchschnitt im Jahr 2028, der allerdings erst im Jahr 2029 bekannt ist, in Höhe von 3,59% in der Erlösobergrenze des Jahres 2030 berücksichtigt werden.

Jahr	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Jahresdurchschnitt in %	1,50	3,00	3,75	3,25	3,50	3,00	4,00	4,20	4,50	4,00	4,50
5-Jahresdurchschnitt in %					3,00	3,30	3,50	3,59	3,84	3,94	4,24

*Abbildung 1: Beispielhafte Dynamisierung FK-Zinssatz Bestand*

---

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

### *Fremdkapitalnebenkosten berücksichtigen*

Ein Zuschlag auf den Fremdkapitalzinssatz zur Abdeckung von Nebenkosten der Fremdkapitalaufnahme die nicht anderweitig in der Erlösobergrenze berücksichtigt werden ist nach Auffassung von Netze BW zwingend notwendig. Fremdkapitalnebenkosten sind in der Praxis sowohl bei der direkten Finanzierung am Kapitalmarkt, beispielsweise durch Anleiheemissionen, aber auch bei Fremdkapitalaufnahme in Form von klassischen Bankkrediten vorhanden.

Diese sind in den aus dem Anleiheindex abgeleiteten Renditen nicht abgebildet, da es sich hierbei um Sekundärmarktrenditen handelt. Da keine aufwandsgleiche Anerkennung von Zinsaufwendungen mehr erfolgt, würden die Nebenkosten der Fremdkapitalaufnahme zukünftig nicht mehr erstattet werden, wenn diese nicht explizit als pauschaler Aufschlag auf die ermittelten Anleiherenditen abgebildet werden. Als Beispiele für Nebenkosten der Fremdkapitalaufnahme nennen Frontier Economics et al. die Emissionskosten sowie Transaktionskosten für Emissionen. Der Abschlag mit dem Anleihen emittiert werden stellt die Emissionskosten dar. Hierfür nennen Frontier Economics et al. beispielhaft Größenordnungen aus der wissenschaftlichen Literatur in Höhe von ca. 20 Basispunkten pro Jahr.<sup>24</sup> Unter den Begriff der Transaktionskosten fallen verschiedene Arten von Gebühren wie beispielsweise Rechtsberatungs- oder Ratinggebühren.

Netze BW kann die Einschätzung von Frontier Economics et al. hinsichtlich der relevanten Kostenpositionen bestätigen und sieht daher den Bedarf, diese Kosten im Rahmen einer Fremdkapitalnebenkostenpauschale abzudecken.

Es stellt sich aber auch die Frage, ob mit dem Fremdkapitalkostenaufschlag nur allein originäre Fremdkapitalnebenkosten abgebildet werden sollten, oder ob dieser Zuschlag auch mögliche Unsicherheit mit Blick auf die Fremdkapitalkosten abdecken sollte. Ein Aspekt, der auch von den Gutachtern der Bundesnetzagentur angesprochen wird, ist die Tatsache, dass es sich bei kalkulatorischen Fremdkapitalkosten stets um Schätzwerte handelt. Nach unserer Einschätzung sollte dies geprüft werden. Dies gilt umso mehr, wenn eine ex-ante Festlegung der Fremdkapitalzinssätzen von der Bundesnetzagentur erwogen wird. In diesem Fall gilt die bereits getroffene Aussage, dass die damit zusätzlich

---

<sup>24</sup> Frontier Economics; Randl, O.; Zechner, J. (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur vom 13. Januar 2025, S. 70.

**Stellungnahme der Netze BW**

zum Einordnungsschreiben der Bundesnetzagentur zu den Erkenntnissen aus dem Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der fünften Regulierungsperiode

verbundenen Risiken auch vergütet werden müssen. Dies sollte dann als zusätzlicher Aufschlag innerhalb der Fremdkapitalnebenkostenpauschale erfolgen.