

bne-Positionspapier zum

Entwurf eines Beschlusses der BNetzA zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Strom- und Gasnetzbetreiber – BK4-11-304

Im Rahmen der Entwicklung der Finanzmärkte schlägt die Bundesnetzagentur (BNetzA) für die nächste Regulierungsperiode eine Absenkung des Vorsteuerzinssatzes auf 8,20 Prozent für Neuanlagen vor. Dieser Zinssatz soll sowohl für Gas- als auch für Stromnetzbetreiber zur Anwendung kommen und in die Feststellung der Erlösobergrenzen eingehen. Nach Meinung des Bundesverbandes Neuer Energieanbieter e.V. (bne) ist der Zinssatz allerdings immer noch wesentlich zu hoch und steht in keinem angemessenen Verhältnis zum sehr geringen Risiko eines Netzbetreibers.

Der Entwurf der BNetzA fußt auf den Ergebnissen eines Gutachtens der Frontier Economics Ltd.¹, die auch bereits das Gutachten zur Festlegung in der vergangenen Regulierungsperiode angefertigt hatte. Die Gutachter bedienen sich darin anerkannter wissenschaftlicher Methoden zur Ermittlung der Zinssätze, die eine Bandbreite von Werten ergeben und in der Folge interpretiert und konsolidiert werden. Bei dieser Interpretation existieren Bewertungsspielräume, die von den Gutachtern auch offen gelegt werden.

Dabei werden die Bewertungsspielräume eher zugunsten höherer Eigenkapitalzinssätze genutzt – durchaus mögliche Interpretationen zugunsten niedrigerer Sätze werden bewusst vermieden. Diese interpretierten Werte sind von der BNetzA übernommen worden, ohne dass eine sachgerechte Anpassung erfolgt wäre. Eine solche Anpassung wird der bne im Folgenden vornehmen:

¹ „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung des Zuschlages zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse im Bereich Gas“ Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur, Frontier Economics Ltd. September 2011

http://www.bundesnetzagentur.de/DE/DieBundesnetzagentur/Beschlusskammern/1BK-Geschaeftszeichen-Datenbank/BK4-GZ/2011/2011_300bis399/BK4-11-304_BKV/BK4-11-304_Gutachten_Wagniszuschlag.pdf?__blob=publicationFile

Marktrisikoprämie:

Für die Ermittlung der Marktrisikoprämie werden von Frontier Economics historische Zeitreihen ausgewertet. Grundsätzlich können diese Werte entweder als geometrischer Mittelwert oder als arithmetischer Mittelwert berechnet werden. Die BNetzA weist darauf hin, dass der geometrische Mittelwert eher das Verhalten eines langfristigen Investors abbildet. Die jüngsten Verkäufe von **Netzbetreibergesellschaften** (Amprion, Tennet) beweisen, dass sich gerade **langfristig orientierte Investoren** bei Netzbetreibern engagieren. Ergo wäre die Anwendung des geometrischen Mittels geboten. Dennoch legt die BNetzA ihren Berechnungen ohne Not einen Mix aus geometrischem und arithmetischem Mittelwert zugrunde. Als sachgerecht kann somit **ausschließlich der geometrische Mittelwert** bezeichnet werden. Die Marktrisikoprämie muss daher auf den Wert von 3,80 Prozent festgelegt werden – und nicht, wie aktuell geplant, auf 4,40 Prozent.

Risikofaktor (Beta-Faktor):

Bei der Wahl der Vergleichsunternehmen machen die Gutachter deutlich, dass Unternehmen, die nicht ausschließlich als Netzbetreiber tätig sind, typischerweise ein höheres Risiko aufweisen, als reine Netzbetreiber. Wörtlich heißt es im Gutachten: „Sowohl quantitative als auch qualitative Analysen zeigten dabei, dass selbst vergleichsweise geringe Umsatzanteile derartiger Bereiche bereits das ermittelte Gesamtrisiko – und somit den Beta-Faktor – dominieren.“² Obwohl die Gutachter sich dessen offenbar voll bewusst sind, akzeptieren sie in der weiteren Betrachtung Unternehmen mit bis zu 25 Prozent netzbetreiberfremder Aktivitäten im Umsatzanteil. Der auf dieser Grundlage berechnete Beta-Faktor ist folglich klar zu hoch angesetzt. Dieser Wert wird in der Folge auch nicht korrigiert. Sachgerecht ist jedoch allenfalls der Ansatz des Wertes an der von den Gutachtern ermittelten unteren Grenze der Bandbreite von 0,62 für das verschuldete Beta.

Im Ergebnis kommt nur der von den Gutachtern ermittelte untere Wert von 2,35 Prozent³ für den Wagniszuschlag nach Steuern in Betracht. Orientiert man sich an diesem unteren Wert und dem von der BNetzA ermittelten risikolosen Zinssatz bei der Berechnung des

² Frontier Economics a.a.O., S. 17

³ Frontier Economics a.a.O., S. 2

Nachsteuerzinssatzes⁴ kommt man zu folgendem Ergebnis: 6,15 Prozent. Multipliziert mit dem Steuerfaktor von 1,224 ergibt sich ein aufgerundeter Vorsteuerzinssatz von 7,53 Prozent – nicht mehr und nicht weniger.

Zu beachten ist dabei, dass auch der risikolose Zinssatz (Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten in Höhe von 3,80 %) bereits Risikoaufschläge enthält – auch wenn diese klein sein mögen.

Des Weiteren muss betont werden, dass auch der Steuerfaktor eher zu hoch angesetzt ist, da inländische Anteilseigner eines steuerpflichtigen Unternehmens dem Teileinkünfteverfahren unterliegen, d.h. die Gewinnausschüttung des Unternehmens beim Anteilseigner nur zu 60 Prozent besteuert wird.

Der risikolose Zinssatz in Höhe von 3,80 Prozent ist darüber hinaus fälschlicherweise als Nachsteuerzinssatz berücksichtigt worden. Dabei handelt es sich jedoch um die Umlaufrendite (10-Jahresdurchschnitt) auf inländische festverzinsliche Wertpapiere (Anleihen). Zinserträge solcher Wertpapiere sind jedoch steuerpflichtig. Es handelt sich also um einen Vorsteuerzinssatz. Der von der BNetzA angesetzte Faktor zur Ermittlung des Vorsteuerzinssatzes ist damit deutlich zu hoch angesetzt.

Fazit: Das methodische Vorgehen der BNetzA bzw. der Gutachter ist zwar im Grundsatz richtig. Die im Rahmen der wissenschaftlichen Methoden vorhandenen

Bewertungsspielräume werden allerdings einseitig und teilweise inkorrekt zugunsten der Netzbetreiber ausgelegt. Damit steht der vorgeschlagene

Eigenkapitalzinssatz in keinem angemessenen Verhältnis mehr zum überaus geringen Risiko, das Anteilseigner eines Netzbetreibers zu tragen haben.

Berlin, den 30. September 2011

⁴ Zinssatz = risikoloser Zinssatz + (Marktrisikoprämie * Risikofaktor)