

BNetzA

20. AUG. 2021

GI BK4-21-055 BK4

**Stadtwerke**  
**Vilshofen**  
GmbH  
Erdgas  
Wasser

● ● Stadtwerke Vilshofen GmbH • Wittelsbachering 6 • 94474 Vilshofen a. d. Donau

Bundesnetzagentur für Elektrizität,  
Gas Telekommunikation Post u. Eisenbahnen  
Beschlusskammer 4  
Tulpenfeld 4  
53113 Bonn

Stadtwerke Vilshofen GmbH  
Wittelsbachering 6  
94474 Vilshofen a. d. Donau  
Tel.: 08541/970 300  
Fax: 08541/970 329

E-mail: [info@stadtwerke-vilshofen.de](mailto:info@stadtwerke-vilshofen.de)  
Internet: [www.stadtwerke-vilshofen.de](http://www.stadtwerke-vilshofen.de)

Vilshofen an der Donau,  
20.08.2021

## Konsultation Zinssatz Strom, Stellungnahme Strom

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir nehmen Bezug auf Ihre am 14.07.2021 eingeleiteten Verfahren BK4-21-055 und BK4-21-056 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Neuanlagen und Altanlagen für Elektrizitäts- und Gasnetzbetreiber für die 4. Regulierungsperiode. Im Rahmen der Konsultation nehmen wir Stellung zu den veröffentlichten Beschlussentwürfen hinsichtlich der Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen nach § 7 Abs. 6 StromNEV / GasNEV.

Mit den von Ihnen am 14.07.2021 veröffentlichten Zinssätzen von 4,59 % für Neu- und 3,03 % für Altanlagen setzt sich der kontinuierliche Rückgang der Zinssätze seit der 1. Regulierungsperiode fort. Betrug das Zinsniveau in der 1. und 2. Regulierungsperiode für Neuanlagen noch 9,29 bzw. 9,05 % und für Altanlagen 7,56 bzw. 7,14 %, so war bereits der Rückgang in der 3. Regulierungsperiode auf 6,91 % für Neu- und 5,12 % für Altanlagen finanziell eine schmerzhaft Belastung für uns als Unternehmen sowie die gesamte Branche der Netzbetreiber. Mit der nun für die 4. Regulierungsperiode angekündigten neuerlichen, ~~signifikanten~~ Absenkung der Zinssätze werden wir als Unternehmen innerhalb weniger Jahre mit nahezu einer Halbierung der Eigenkapitalverzinsung konfrontiert. Gleichzeitig steigen die investiven Herausforderungen im Kontext der Energiewende seit Jahren und es ist schon jetzt absehbar, dass diese Investitionsentwicklung in den nächsten Jahren weiter an Dynamik gewinnen und uns - sofern sich die Finanzierungsbedingungen nicht deutlich verbessern - an die Grenze der finanziellen Leistungsfähigkeit bringen wird. Mit den jetzt veröffentlichten Zinssätzen sehen wir den in § 21 Abs. 2 EnWG postulierten Grundsatz einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals als nicht mehr erfüllt an.

Dies liegt nach unserer Einschätzung darin begründet, dass die in § 7 Abs. 5 StromNEV / GasNEV verankerten Umstände zur Ableitung eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse in dem vorliegenden Beschlussentwurf nicht, nicht angemessen und / oder nicht sachgerecht berücksichtigt werden.

Nochmals zur Verdeutlichung - folgende Umstände sind gem. § 7 Abs. 5 StromNEV / GasNEV in die Ableitung dieses Wagniszuschlags einzubeziehen:

\\3katzbichler\2021\gmbh\konsultation zinssatz strom\_stellungnahme.docx

Geschäftsführer: Dipl.-Ing. (FH) Karl Eibl, Dipl.-Kfm. Christian Maschke  
Rechtsform: GmbH  
Sitz der Gesellschaft: Vilshofen  
Registergericht: Amtsgericht Passau – HRB 5981

Vorsitzender des Aufsichtsrates: 1. BGM Florian Gams  
Bankverbindung: Sparkasse Passau (BLZ 740 500 00) 620 070 250  
Steuer-Nr. 153/114/70903  
Umsatzsteuer-Ident-Nr. DE 152981597  
IBAN: DE 80 7405 0000 0620 0702 50  
BIC: BYLADEM1PAS  
Gläubiger-ID: DE 30 SGW 00000100309

1. *Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten und die Bewertung von Betreibern von Elektrizitäts-/ Gasversorgungsnetzen auf diesen Märkten;*
2. *durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitäts-/ Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten;*
3. *beobachtete und quantifizierbare unternehmerische Wagnisse.*

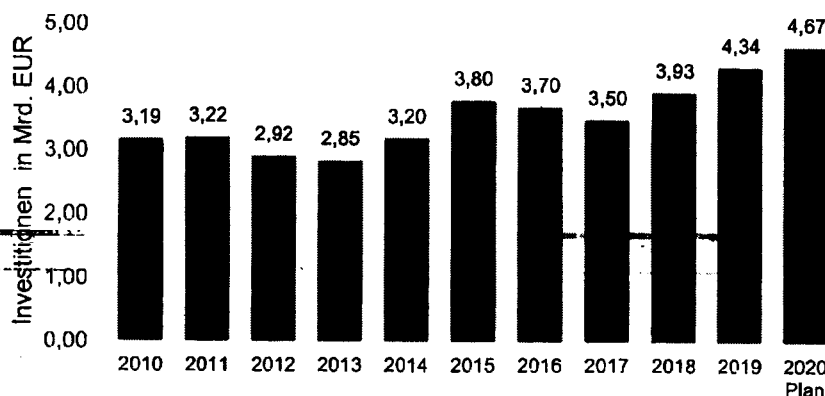
**Energiewende wird nicht explizit berücksichtigt**

Die Nicht- bzw. nicht angemessene Berücksichtigung dieser Umstände wird besonders deutlich an einer der größten globalen Herausforderungen der Gegenwart sowie der nächsten Jahrzehnte - dem Kampf gegen den Klimawandel und die damit eng verknüpfte Energiewende im deutschen Energiesektor. Die hieraus resultierenden künftigen Netzinvestitionen sind ein Paradebeispiel für den in § 7 Abs. 5 Nr. 3 StromNEV / GasNEV geforderten Umstand „beobachtete und quantifizierbare unternehmerische Wagnisse“.

Umso erstaunlicher ist, dass in dem nun vorliegenden Beschlussentwurf die „Energiewende“ bzw. die hieraus resultierenden unternehmerischen Herausforderungen und Wagnisse mit keinem Wort erwähnt werden.

Dabei ist bekannt, dass die Energieverteilnetzbetreiber für das Gelingen der Energiewende und das Erreichen der Klimaneutralität eine - vielleicht sogar die - wesentliche Rolle spielen. Seit Jahren steigen die jährlichen Investitionsvolumina kontinuierlich an. Lag das Investitionsniveau der Stromverteilnetzbetreiber im Jahr 2010 noch bei ca. 3,2 Mrd. EUR so entwickelte sich dieses bis zum Jahr 2019 auf 4,3 Mrd. EUR, ein Anstieg um mehr als 1,1 Mrd. € bzw. ca. 36 %. Für das Jahr 2020 wurde ein weiterer Anstieg um ca. 8 % auf fast 4,7 Mrd. € geschätzt. Diese Entwicklung der letzten 10 Jahre lässt sich anhand des Monitoringberichts 2020 von Bundesnetzagentur und Bundeskartellamt leicht nachvollziehen.

**Investitionen in Netzinfrastruktur der Stromverteilnetzbetreiber**



(Quelle: Monitoringbericht 2020, S.127)

Auch Sie, die Bundesnetzagentur, sehen diese Entwicklung und ordnen sie im Monitoringbericht 2020 auch zutreffend im Kontext Energiewende ein:

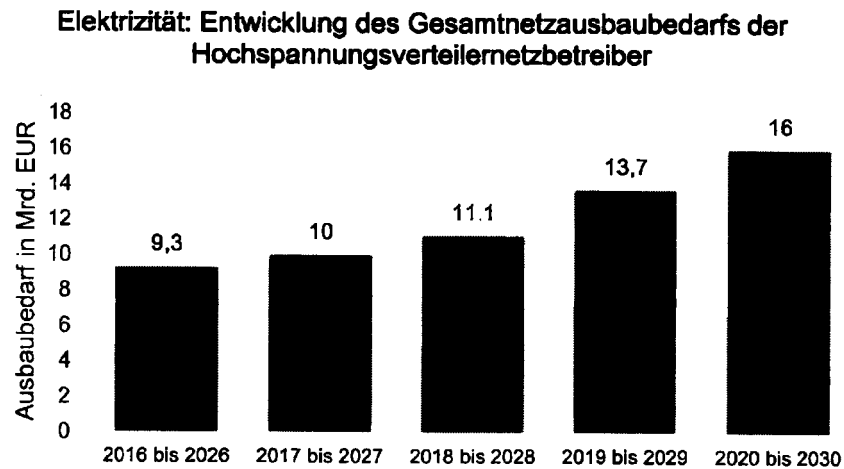
*„Der starke Ausbau von Erneuerbaren Energieerzeugungsanlagen und die gesetzlich vorgegebene Anschluss- und Abnahmepflicht unabhängig von der Aufnahmefähigkeit des Netzes, stellt die Verteilnetzbetreiber vor große Herausforderungen.“*

(Monitoringbericht 2020, S.120)

*„Die Bedeutung der Verteilnetze hat im Rahmen der Energiewende in den vergangenen Jahren aus Sicht der Bundesnetzagentur stetig zugenommen. Insbesondere die Integration von EE-Anlagen in das Netz der allgemeinen Versorgung sowie der Ladestationen für Elektromobilität*

(Monitoringbericht 2020, S.124)

Ebenso stellen Sie die künftige Investitionsentwicklung dar. Repräsentiert wird diese Entwicklung durch den prognostizierten Investitionsbedarf von 59 Stromverteilernetzbetreibern, die auch auf der Hochspannungsebene aktiv sind. Der Mehrjahresvergleich dieser Umfrage (Monitoringbericht 2020, S. 122) zeigt deutlich: Der prognostizierte Investitionsbedarf steigt rasant von Jahr zu Jahr und signifikanten Anteil daran hat der Zubau erneuerbarer Energien.



(Quelle: Monitoringbericht 2020, S.122)

Mit jedem Euro, den wir als Netzbetreiber für das Gelingen der Energiewende investieren, steigen aber auch unsere unternehmerischen Risiken. Hier nur einige Beispiele:

- Aufgrund der langen Investitionszyklen unserer Versorgungsanlagen, ist unser Kapital für viele Jahre gebunden, ohne belastbar einschätzen zu können, welche Verzinsung wir in den nächsten Jahren oder Jahrzehnten erwarten können.
- Damit einhergehend steigen unsere Fixkosten kontinuierlich, ohne detailliert beurteilen zu können, wie sich diese Steigerungen auf unsere künftige Effizienz und somit auf unsere Erlösentwicklung im Rahmen der Anreizregulierung auswirken.
- Aufgrund der zwingend erforderlichen Fremdkapitalaufnahme zur Finanzierung der Investitionen steigt unser Verschuldungsrisiko kontinuierlich an.
- Wechselnde Belastungszustände durch fluktuierende Einspeisungen und variable Entnahmelasten erhöhen die Komplexität im operativen Netzbetrieb und somit die leistungswirtschaftlichen Risiken.

Allein diese kurze Aufzählung verdeutlicht, dass die mit der Energiewende verbundenen Risiken für uns als Energienetzbetreiber signifikant sind und gem. § 7 Abs. 5 Nr. 3 StromNEV / GasNEV explizit und angemessen in der Ableitung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse berücksichtigt werden müssen, um den für die Finanzierung der betriebsnotwendigen Netzinvestitionen erforderlichen finanzielle Handlungsspielraum mittel- und langfristig sicherzustellen.

Neben diesen finanziellen und operativen Risiken sehen wir uns als Gasnetzbetreiber in den nächsten Jahren und Jahrzehnten mit der großen unternehmerischen Herausforderung konfrontiert, nicht fundiert und abschließend beurteilen zu können, welche Rolle die Gasversorgungsnetze vor dem Hintergrund der Dekarbonisierungsbestrebungen in der Zukunft spielen werden. Klar ist nur, dass die Gasversorgung als (Brücken-)Technologie noch viele Jahre benötigt wird, um die Wärmeversorgung aber auch industrielle Produktionsprozesse sicherzustellen. Damit einhergeht die Notwendigkeit kontinuierlicher Investitionen, um eine sichere und effiziente Versorgung zu garantieren. Ob sich diese Investitionsmaßnahmen aufgrund der langen Nutzungsdauern von bis zu mehr als 50 Jahren jemals refinanzieren ist jedoch ungewiss. Vor allem weil unklar ist, ob und in welchem Umfang Wasserstoff, grüne oder synthetische Gase als Substitute für Erdgas zukünftig zur Verfügung stehen werden. Dieses signifikante unternehmerische Risiko von „stranded investments“ muss in die Kalkulation des Wagniszuschlags einbezogen werden.

An dieser Stelle sei auch darauf hingewiesen, dass eine explizite Berücksichtigung der Energiewende bzw. der daraus resultierenden unternehmerischen Wagnisse keine Abkehr von Ihrer bisherigen Festlegungspraxis wäre. Vielmehr hatten Sie in der Festlegung für die Eigenkapitalzinssätze in der 2. Regulierungsperiode die Energiewende und die daraus resultierenden Netzausbaumaßnahmen zum Anlass genommen, die rein kapitalmarktbasiertere Ableitung des Wagniszuschlags zu reflektieren und nach oben anzupassen:

*„Die aktuell hohe Unsicherheit über die Verlagerung von Erzeugungsstrukturen sowie die tatsächliche Auswirkung der Förderung zusätzlicher Erzeugung aus erneuerbaren Energien auf die zukünftige Infrastruktur lassen es nicht angezeigt erscheinen, die sich aus dem CAPM ergebenden Werte ohne Berücksichtigung der deutschen Sondersituation zu übernehmen. Auch der erhebliche Kapitalbedarf in Zusammenhang mit dem anstehenden Netzausbau aufgrund des Atomausstiegs und der Energiewende lassen eine Absenkung des Zuschlags zur Abdeckung des netzbetriebsspezifischen unternehmerischen Wagnisses im Vergleich zur ersten Regulierungsperiode als nicht sachgerecht erscheinen.“*

(BK4-11-304: Beschluss zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die zweite Regulierungsperiode in der Anreizregulierung vom 31.10.2011, S.15)

Diese Aussage hat auch heute - nahezu 10 Jahre später - uneingeschränkt Gültigkeit und muss daher ebenfalls zu einer Erhöhung des Wagniszuschlags führen.

#### **Verhältnisse auf den Kapitalmärkten werden nicht angemessen reflektiert**

Auch der in § 7 Abs. 5 Nr. 1 StromNEV / GasNEV adressierte Umstand *Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten und die Bewertung von Betreibern von Elektrizitäts-/ Gasversorgungsnetzen auf diesen Märkten* wird nach unserer Einschätzung nicht angemessen in der Ableitung des Wagniszuschlags und somit in der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze berücksichtigt. Insbesondere die von Ihnen auf Basis der Datenreihe von Dimson, Marsh und Staunton (Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021) angesetzte Marktrisikoprämie von 3,7 % erachten wir im aktuellen Kapitalmarktumfeld als zu niedrig.

Die Formulierung dieses Umstands in der StromNEV bzw. GasNEV impliziert eine Berücksichtigung der Verhältnisse sowohl auf dem nationalen Kapitalmarkt als auch den internationalen Kapitalmärkten. In der tatsächlichen Anwendung, also in der Ableitung der Parameter Marktrisikoprämie und Risikofaktor für die Ermittlung des Wagniszuschlags, werden die Verhältnisse auf dem nationalen Kapitalmarkt jedoch nahezu vollständig ausgeblendet. Aus unserer Sicht zeigen folgende Aspekte deutlich, dass Ihre Ansätze nicht im Einklang mit der StromNEV bzw. GasNEV stehen und die Verhältnisse auf den Kapitalmärkten nicht angemessen reflektieren.

- a. Für die Ableitung der Marktrisikoprämie greifen Sie auf die bereits genannte Datenreihe von Dimson, Marsh und Staunton zurück. Diese umfasst ein Länderportfolio von 90 Ländern und weist als geometrisches Mittel 3,1 % und als arithmetisches Mittel 4,3 % für die weltweite Marktrisikoprämie aus. Daraus leiten Sie dann als einfachen Durchschnitt („Mittel der Mittel“) die Marktrisikoprämie von 3,7 % ab. Im Vergleich zu der letzten Festlegung 2016 wurde das von Dimson, Marsh und Staunton analysierte Länderportfolio um 67 Länder erweitert (vgl. Beschlussentwürfe vom 14.07.2021, S. 13). An diesem für die Bestimmung der weltweiten Marktrisikoprämien relevanten Länderportfolio beträgt der Anteil Deutschlands bemessen an der Marktkapitalisierung der Aktienmärkte zu Beginn des Jahres 2021 2,6 % (vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, S. 7). Zum Vergleich: die nur für Deutschland ausgewiesenen Marktrisikoprämien betragen als geometrisches Mittel 4,8 % bzw. als arithmetisches Mittel 8,1 % und somit im Mittel der Mittel fast 6,5 % (vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, S. 45).
- b. Mit der von Ihnen praktizierten Anwendung der weltweiten Marktrisikoprämien wird ein entscheidender Zusammenhang im Kapitalmarktpreisbildungsmodell (CAPM) nicht angemessen bzw. konsistent berücksichtigt. Der risikofreie Zinssatz fließt im CAPM an zwei Stellen in die Ermittlung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes ein: als Basiszins gem. § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV / Gas NEV („der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten“) und

bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie, die als Differenz aus der Rendite eines Aktienportfolios und einem risikofreien Zinssatz abgeleitet wird. Durch den Ansatz der weltweiten Marktrisikoprämien von Dimson, Marsh und Staunton ist jedoch nicht der risikofreie deutsche Basiszins in dieser Marktrisikoprämie impliziert, sondern weltweite Anleiherenditen, die deutlich über der in dem Beschlussentwurf für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze in der 4. Regulierungsperiode gem. § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV / Gas NEV angesetzten Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere i. H. v. 0,74 % liegen. Als Konsequenz wird in Ihrer Festlegung aufgrund dieser offensichtlichen Inkonsistenz bzw. der Nicht-Berücksichtigung der spezifischen Verhältnisse auf dem nationalen Kapitalmarkt die Marktrisikoprämie für den deutschen Markt unterschätzt und ein zu geringer Wagniszuschlag abgeleitet. Dieses Problem haben Sie sowie Ihr Gutachter Frontier Economics grundsätzlich erkannt (vgl. Beschlussentwürfe vom 14.07.2021, S. 36). Daher stellen Sie eine Anpassung des Wagniszuschlags um bis zu 25 Basispunkte in Aussicht. Diese Anpassungsoption begrüßen wir grundsätzlich, erachten die in Aussicht gestellte Erhöhung von maximal 25 Basispunkten jedoch als zu gering, um die dargelegte Inkonsistenz zu korrigieren.

- c. Die für die Ableitung des Risikofaktors herangezogene Vergleichsgruppe von 11 Unternehmen umfasst keinen einzigen deutschen Energieverteilnetzbetreiber (vgl. Beschlussentwürfe vom 14.07.2021, S. 34). Somit fließen in die Ableitung des Wagniszuschlags die Verhältnisse auf dem nationalen Kapitalmarkt lediglich mit einem marginalen Anteil an der weltweiten Marktrisikoprämie i. H. v. 2,6 % ein.
- d. Ein Vergleich mit der Entwicklung von Marktrisikoprämien in anderen Analysen und Anwendungsbereichen seit der letzten Festlegung der Eigenkapitalzinssätze im Jahr 2016 zeigt, dass eine unreflektierte Übernahme der weltweiten Marktrisikoprämien von Dimson, Marsh und Staunton und der damit verbundene Rückgang der angesetzten durchschnittlichen Marktrisikoprämie von 3,8 % in der 3. Regulierungsperiode auf aktuell 3,7 % für die 4. Regulierungsperiode nicht sachgerecht ist:
  - Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. hat am 22.10.2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Spanne von Marktrisikoprämien von 5,5 – 7,0 % auf 6,0 – 8,0 % anzuheben (vgl. <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>).
  - Die Beschlusskammer 3 Ihres Hauses weist in dem Konsultationsentwurf für den Beschluss vom 21.04.2020 wegen Genehmigung von Entgelten für den besonderen Zugang zur Teilnehmeranschlussleitung (BK 3c-20/013) eine Marktrisikoprämie auf Grundlage der Analysen von Prof. Stehle von 4,75 % (Vergleich 2016 [BK 3c-16/005]: 4,73 %) sowie auf Basis der WACC-Mitteilung der EU-Kommission von 5,31 % aus.
  - Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG weist in ihrer jährlich erscheinenden Kapitalkostenstudie für den Analysezeitraum 2019 / 2020 eine internationale Marktrisikoprämie von 7,1 % aus und damit einen Anstieg um 0,8-Prozentpunkte im Vergleich zu dem Analysezeitraum 2015 / 2016, für den eine internationale Marktrisikoprämie von 6,3 % ermittelt wurde.

Die aufgeführten Beispiele zeigen durchgehend steigende Marktrisikoprämien seit 2016 und damit eine diametral andere Entwicklung als der von Ihnen angenommene Rückgang von 3,8 % auf 3,7 %. Daher erachten wir eine Korrektur der Marktrisikoprämie unter angemessener Berücksichtigung der Verhältnisse auf dem deutschen Kapitalmarkt als notwendig, um einen angemessenen Wagniszuschlag abzuleiten.

#### **Wagniszuschlag hält internationalen Vergleich nicht stand**

Die Ableitung eines nicht angemessenen Wagniszuschlags wird nach unserer Einschätzung auch bei Betrachtung des in § 7 Abs. 5 Nr. 2 StromNEV / GasNEV verankerten Umstands *durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitäts-/ Gasversorgungsnet-*

zen auf ausländischen Märkten nochmals evident. Der von ihrem Gutachter angestellte internationale Vergleich zeigt - keine andere Regulierungsbehörde setzt eine so niedrige Marktrisikoprämie an (vgl. Frontier Economics: Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern, 2021, S.88). In allen Ländern liegt die Marktrisikoprämie mindestens über 4,0 %, in mehr als der Hälfte der Regulierungsentscheidungen sogar bei 5,0 % oder höher.

Auch aus dieser Perspektive ist daher der Wagniszuschlag als nicht sachgerecht zu betrachten.

In der Konsequenz führt dies zu einem kalkulatorischen Eigenkapitalzins nach Steuern von 3,74 % (für Neuanlagen), der im europäischen Vergleich auf den „Abstiegsplätzen“ landet (vgl. Frontier Economics: Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern, 2021, S.85).

### Nicht sachgerechte Ableitung der Eigenkapitalzinssätze gefährdet die Finanzierungsfähigkeit

Voranstehend haben wir transparent und stichhaltig dargelegt, dass die Ableitung des Wagniszuschlags gem. § 7 Abs. 5 StromNEV / GasNEV nicht sachgerecht ist und somit die Zielsetzung des § 21 Abs. 2 EnWG einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals in Ihrem Beschlussentwurf verfehlt wird.

Dies möchten wir abschließend anhand einer einfachen Vergleichsrechnung der Zins-, Ergebnis- und Cashflow-Entwicklung in der 2., 3. und 4. Regulierungsperiode verdeutlichen. Hierzu greifen wir das von ihrem Gutachter adressierte *Zusammenwirken des gesamten Regulierungssystems auf effektive Verzinsung für einen Eigenkapitalgeber* auf (vgl. Frontier Economics: Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern, 2021, S. 72 ff.). Wir stellen einen Netzbetreiber dar, der eine Million Euro in seine Verteilungsanlagen investiert hat, regulierungsoptimal finanziert ist (40 % Eigen- und 60 % Fremdkapital) und kontinuierlich reinvestiert. Zahlenmäßig stellt sich die Zins-, Ergebnis- und Cashflow-Entwicklung wie folgt dar

Nr.	Kalkulations- / GuV- / Cashflow-Position	Rechenlogik (Nr.)	2. RP	3. RP	4. RP
1	Regulated Asset Base		1.000 T€	1.000 T€	1.000 T€
2	davon Eigenkapital	= 1*3	400 T€	400 T€	400 T€
3	in % des eingesetzten Kapitals		40,00%	40,00%	40,00%
4	davon Fremdkapital	= 1*5	600 T€	600 T€	600 T€
5	in % des eingesetzten Kapitals		60,00%	60,00%	60,00%
6	EK-Zins I	= 2*7	36 T€	28 T€	18 T€
7	EK-Zins in %		9,05%	6,91%	4,59%
8	FK-Zins	= 4*9	24 T€	16 T€	10 T€
9	FK-Zins in %		3,98%	2,72%	1,70%
10	AfA (Annahme ND 40 Jahre)	= 1/40 Jahre	25 T€	25 T€	25 T€
11	kalk. GewSt (Steuersatz: 14,11 %)	= 6*14,11%	5 T€	4 T€	3 T€
12	Gesamtleistung (nur CAPEX, keine OPEX berücksichtigt)	= 6+8+10+11	90 T€	73 T€	56 T€
13	EBITDA	= 12	90 T€	73 T€	56 T€
14	Afa	= 10	25 T€	25 T€	25 T€
15	EBIT	= 13-14	65 T€	48 T€	31 T€
16	Fremdkapitalzinsaufwand	= 4*9	24 T€	16 T€	10 T€
17	EBT (Ergebnis vor Steuern)	= 15-16	41 T€	32 T€	21 T€
18	Steuern vom Einkommen und Ertrag (Steuersatz: 29,94 %)	= 17*29,94%	12 T€	9 T€	6 T€
19	EAT (Ergebnis nach Steuern)	= 17-18	29 T€	22 T€	15 T€
20	operativer Cashflow	= 13-18	78 T€	63 T€	50 T€
21	Reinvestitionen	= 10	25 T€	25 T€	25 T€
22	Freier Cashflow	= 20-21	53 T€	38 T€	25 T€
23	Fremdkapitaldienstannuität (Tilgungsdauer 20 Jahre)	= Zins und Tilgung für 4	44 T€	39 T€	36 T€
24	FK-Aufnahme (60 % von Reinvestitionen)	= 5*21	15 T€	15 T€	15 T€
25	Liquiditätswirksame Eigenkapitalverzinsung (Flow to Equity)	= 22-23+24	24 T€	14 T€	4 T€
26	effektive Eigenkapitalrendite	= 25/2	5,94%	3,53%	1,06%

Betrug die effektive Eigenkapitalrendite - hier bemessen als Rendite, die an die Eigenkapitalgeber tatsächlich nach Abzug von Zins- und Tilgungsleistungen, Steuern und Kapitalbindung durch Reinvestitionen ausgeschüttet werden kann - in der 2. Regulierungsperiode 5,94 % und in der 3. Regulierungsperiode immerhin noch 3,53 %, so schmilzt diese Rendite künftig auf 1,06 % zusammen. Hierbei ist noch nicht berücksichtigt, dass im operativen Bereich Kosten entstehen können, die über den genehmigten Budgets in den Erlösobergrenzen liegen und zu Ergebnisbelastungen führen. Mit diesen geringen kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätzen wird der finanzielle Handlungsspielraum und somit unsere Investitionsfähigkeit massiv eingeschränkt.

#### **Fazit**

Unsere Analyse Ihrer Beschlussentwürfe hinsichtlich der Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die 4. Regulierungsperiode zeigt, dass die von Ihnen avisierten Zinssätze von 4,59 % für Neu- und 3,03 % für Altanlagen nicht im Einklang mit dem in § 21 Abs. 2 EnWG verankerten Grundsatz einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals stehen.

Ursächlich hierfür ist nach unserer Einschätzung die nicht sachgerechte Ableitung des Wagniszuschlags gem. § 7 Abs. 5 StromNEV / GasNEV. Die dort genannten Umstände, die bei der Ableitung des Wagniszuschlags zu berücksichtigen sind, werden von Ihnen nicht oder nicht angegebenen Herausforderungen der Energiewende - ernsthaft gefährdet.

Wir bitten Sie daher, Ihren Beschlussentwurf unter Berücksichtigung unserer Anmerkungen kritisch zu reflektieren. Die von Ihnen in Aussicht gestellte Erhöhung des Wagniszuschlags um 25 Basispunkte würden wir sehr begrüßen. Diese erachten wir jedoch als nicht ausreichend. Auf Basis unserer eigenen Analysen - unter Berücksichtigung von § 7 Abs. 5 StromNEV / GasNEV - halten wir eine Erhöhung des Wagniszuschlags um mindestens einen Prozentpunkt für sachgerecht.

Für Fragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüße

