

FNB Gas - Stellungnahme

zum Festlegungsverfahren eines pauschalierten
Kapitalverzinsungssatzes für Betreiber von
Gasversorgungsnetzen für die fünfte
Regulierungsperiode in der Anreizregulierung
(BK9-26-621)

14. September 2026

Über FNB Gas:

FNB Gas e.V. ist der Zusammenschluss der überregionalen deutschen Fernleitungsnetzbetreiber. Seine Mitglieder betreiben zusammen ein rund 40.000 Kilometer langes Leitungsnetz für den Transport von Erdgas und errichten gemeinsam das rund 9.000 Kilometer lange Wasserstoff-Kernnetz. Die Vereinigung unterstützt ihre Mitglieder bei der Erfüllung ihrer gesetzlichen und regulatorischen Verpflichtungen. Zudem koordiniert sie die integrierte Netzentwicklungsplanung für Gas und Wasserstoff auf der Transportnetzebene. Darüber hinaus tritt die Vereinigung für die aktive Förderung eines sicheren, wirtschaftlichen, umweltgerechten und klimafreundlichen Betriebs der Gastransportinfrastruktur sowie für ihre kontinuierliche Weiterentwicklung an die Bedarfe des zukünftigen Energiesystems ein.

Mitglieder der Vereinigung sind die Unternehmen bayernets GmbH, Fluxys TENP GmbH, Ferngas Netzgesellschaft mbH, GASCADE Gastransport GmbH, Gastransport Nord GmbH, Gasunie Deutschland Transport Services GmbH, NaTran Deutschland GmbH, Nowega GmbH, ONTRAS Gastransport GmbH, Open Grid Europe GmbH, terranets bw GmbH und Thyssengas GmbH.

FNB Gas nimmt im Namen seiner Mitglieder zum Festlegungsentwurf eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes für Betreiber von Gasversorgungsnetzen für die fünfte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung wie folgt Stellung:

1. Ausgangslage und allgemeine Anmerkungen

Die Transformation der Energiewirtschaft unterstreicht die Sonderrolle der Fernleitungsnetzbetreiber (FNB) zunehmend und macht eine ausreichende Finanzierung und Re-Finanzierung unerlässlich, um die zentralen Aufgaben des Fernleitungsnetzbetriebs zu erfüllen. So ermöglichen die FNB die Entwicklung einer Wasserstoff-Transportinfrastruktur aus dem Fernleitungsnetz heraus bei gleichzeitiger Gewährleistung der Versorgungssicherheit mit Erdgas bzw. Biomethan. Weiter beschleunigt wurde die Transformation durch die Energiekrise. Seit September 2022 mussten die pipelinegebundenen russischen Gasimporte durch LNG-Importe ersetzt werden. Im Vertrauen auf dauerhaft gesicherte und kapitalmarktgerechte Finanzierungsbedingungen haben die FNB Investitionen in Milliardenhöhe für zusätzliche Netzausbaumaßnahmen zur Anbindung von LNG-Anlagen vorgenommen.

Parallel zur Sicherung der Erdgasversorgung tragen vor allem die FNB gemeinsam die Verantwortung für die Planung und den Aufbau eines Wasserstoff-Kernnetzes, das überwiegend aus der Umstellung bestehender Erdgasleitungen auf den Transport von Wasserstoff entstehen soll. Gleichzeitig müssen die FNB den Weiterbetrieb der Erdgasversorgung sicherstellen, sodass die verbleibenden Erdgasbedarfe stets sicher bedient werden können. Daher sind auch erdgasverstärkende Maßnahmen in Höhe von 1,6 Mrd. EUR bis 2037 erforderlich.

Diese Maßnahmen gewinnen nicht zuletzt durch zunehmende Netzanschlussbedarfe von Gaskraftwerken an Bedeutung. Diese Kraftwerke sind für die Stabilisierung des Strommarktes und für die Gewährleistung der Versorgungssicherheit notwendig, damit Strom auch dann produziert werden kann, wenn wenig Solar- und Windenergie zur Verfügung steht (sog. „Dunkelflaute“). Für diese Gaskraftwerke müssen die FNB Kapazitäten vorhalten und neue Leitungen errichten – auch wenn die Kraftwerke nur an wenigen Tagen oder sogar nur für wenige Stunden genutzt werden.

Neben Kraftwerken ist eine zunehmende Nachfrage an Netzanschlüssen auch auf Fernleitungsebene durch Rechenzentren zu beobachten, die sich besonders aus den begrenzten Netzanschlusskapazitäten des Stromnetzes ergeben. Um die Rechenkapazität bis 2030 in Deutschland zu verdoppeln, wie es die nationale Rechenzentrumsstrategie des Bundesministeriums für Digitales und Staatsmodernisierung (BMDS) vorsieht, ist ein schneller Anschluss dieser Zentren auch an das Fernleitungsnetz entscheidend.

Diese Transformationsaufgaben wurden und werden durch die FNB im Vertrauen darauf durchgeführt, dass die Verzinsung auf das eingesetzte Kapital gemäß § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG dauerhaft in „angemessener, wettbewerbsfähiger und risikoangepasster“ Höhe gewährt wird. Diesem gesetzlichen Gewährleistungsgebot entspricht der vorgelegte Entwurf zur Festlegung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes auf Basis eines gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatzes (WACC) für die fünfte Regulierungsperiode mitnichten. Hinsichtlich der vielfältigen Investitionsverpflichtungen, denen die FNB als regulierte Unternehmen ausgesetzt sind (vgl. § 11 Abs. 1

EnWG), stellt sich damit zugleich die Frage, ob diese noch wirtschaftlich zumutbar sind. Neuinvestitionen werden zwar zunächst durch den Kapitalkostenaufschlag anders behandelt, dies spielt jedoch bei der Bewertung eine allenfalls untergeordnete Rolle, da sie bereits mit der nächsten Regulierungsperiode zum Bestand zählen und damit für den weitaus überwiegenden Teil der kalkulatorischen Nutzungsdauer vollumfänglich der Systematik dieser Festlegung unterfallen.

Bevor im Folgenden der erhebliche Korrekturbedarf im Detail erläutert wird, stellen die FNB fest, dass die Konsultationsfrist von lediglich einem Monat angesichts der hohen Komplexität und der massiven wirtschaftlichen Auswirkungen auf die Unternehmen keinesfalls angemessen und verhältnismäßig ist. Eine vollständige Prüfung in der notwendigen Tiefe war in dem kurzen Zeitraum nicht möglich. Diese Stellungnahme erfolgt deshalb nur unter Würdigung der zentralen Punkte des Entwurfs. Ergänzungen bleiben ausdrücklich vorbehalten.

Ein direkt zu Beginn der Konsultation gestellter Antrag auf Fristverlängerung wurde insbesondere mit Verweis auf die Notwendigkeit der Festlegung noch in 2026 umgehend abgelehnt. Diese Begründung trägt nicht, vielmehr ist eine Verschiebung um wenige Wochen aus den im Folgenden angeführten Gründen zwingend geboten.

Die FNB weisen an dieser Stelle darauf hin, dass in dieser Stellungnahme nicht nochmals die Vorbehalte gegenüber der Festlegung von Methoden für die Ermittlung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes (KapVer) (GBK-25-02-3#1) dargelegt werden. Diese Kritik hat weiterhin Bestand und ist Gegenstand von Beschwerdeverfahren.

2. Prüfung des Festlegungsentwurfs zur pauschalierten Kapitalverzinsungssatz der Gasnetzbetreiber

Die Beschlusskammer 9 der Bundesnetzagentur hat am 14. August 2026 den Entwurf einer Festlegung des pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes für Betreiber von Gasversorgungsnetzen der fünften Regulierungsperiode zur Konsultation gestellt. Der Entwurf weist 3,76 % vor Steuern aus, gebildet aus einem Basiszins von 1,85 %, einer Marktrisikoprämie von 4,95 %, einem verschuldeten Risikofaktor von 0,62, einem Fremdkapitalzinssatz von 2,43 %, der vorgegebenen Kapitalstruktur mit einer Eigenkapitalquote von 40 % und einer Fremdkapitalquote von 60 % sowie einem Steuerfaktor von 1,174

Im Nachfolgenden nehmen die FNB Stellung zu den einzelnen Komponenten des WACC und verweisen für vertiefte Ausführung auf das beigefügte Gutachten von VALUESQUE „Gutachtliche Stellungnahme zum Entwurf der Bundesnetzagentur hinsichtlich der Festlegung eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes für Betreiber von Gasversorgungsnetzen für die fünfte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung vom 14. August 2026“, erstellt von Herrn Prof. Dr. Meitner und Herrn Prof. Dr. Streitferdt (im Folgenden: Gutachter Meitner/Streitferdt).

Gegenstand des Auftrags ist die Untersuchung, ob die Bundesnetzagentur den pauschalierten Kapitalverzinsungssatz und seine Einzelkomponenten in einer Weise ermittelt hat, die mit dem Stand der

finanzierungswirtschaftlichen Wissenschaft, mit den anerkannten Verfahren der Kapitalkostenermittlung und mit den eigenen methodischen Vorgaben der Bundesnetzagentur gemäß KapVer vereinbar ist.

Zur Beantwortung dieser Fragestellung legen die Gutachter Meitner/Streitferdt drei Prüfungsebenen zugrunde, anhand derer die Vertretbarkeit der gewählten Vorgehensweise bewertet wird. Erstens, wenn die Umsetzung von KapVer abweicht: Dieser Widerspruch ist ohne jeden externen Maßstab feststellbar schlicht durch den Vergleich des Entwurfs mit der jeweiligen eigenen Vorgabe. Zweitens, wenn ein Vorgehen anerkannten wissenschaftlichen und statistischen Erkenntnissen widerspricht, und zwar sowohl denen der statistischen Schätzung als auch denen der Kapitalkostentheorie. Drittens, wenn das Ergebnis in seiner Gesamtheit das Erreichbarkeitsgebot des § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG verfehlt; diese Ebene setzt an keinem einzelnen Parameter an, sondern am Kapitalverzinsungssatz als Ganzem. Jede der nachfolgenden Feststellungen ist mindestens einer dieser Ebenen zugeordnet.

Auf Grundlage dieser Prüfung gelangen die Gutachter Meitner/Streitferdt zu dem Ergebnis, dass der Festlegungsentwurf mehrere Umsetzungsfehler der Methodenfestlegung enthält und die Realität an den Kapitalmärkten verfehlt.

Ergebnis

Im beiliegenden Gutachten wurde geprüft, ob der Kapitalverzinsungssatz von 3,76 % methodisch tragfähig hergeleitet ist. In mindestens fünf Punkten ist er es eindeutig nicht. Bei sachgerechter Anwendung derselben Methodik, die die Beschlusskammer gewählt hat, ergibt sich ein Kapitalverzinsungssatz von 4,79 % vor Steuern.

Die Abweichung von 1,03 %-Punkten des Kapitalverzinsungssatzes beruht nicht auf einem einzelnen Umsetzungsfehler, sondern auf fünf voneinander unabhängigen Korrekturen. Jede dieser Korrekturen führt für sich genommen zu einer Erhöhung des Kapitalverzinsungssatzes. Der jeweils resultierende Effekt entspricht dem Beitrag der betreffenden Korrektur. Diese Beiträge sind nachfolgend aufeinander aufbauend (kumulativ) dargestellt

Die fünf Korrekturen, jeweils mit ihrer Wirkung auf den Kapitalverzinsungssatz in %-Punkten in Klammern:

- Korrekturen des Eigenkapitalzinssatzes:
 - Der Convenience Yield deutscher Staatsanleihen hebt den Basiszins von 1,85 % auf 2,08 % (+0,11).
 - Die fensterkonsistente Laufzeitprämie hebt die Marktrisikoprämie von 4,95 % auf 5,95 % (+0,29).
 - Drei Korrekturen der Beta-Schätzung heben den unverschuldeten Beta-Faktor von 0,2950 auf 0,3378 (+0,25).
 - Der Zuschlag für den empirisch belegten Risikounterschied zwischen Gas- und Stromnetzbetreibern hebt denselben Beta-Faktor weiter auf 0,3758 (+0,22).

Unter Berücksichtigung der vorgenannten Effekte steigt der Eigenkapitalzinssatz vor Steuern damit von 5,76 % auf 7,94 % (+0,87).

- Korrektur des Fremdkapitalzinssatzes:
 - Die methodische Anpassung des Fremdkapitalindex an die regulatorisch vorgegebene Fremdkapitalquote hebt den Fremdkapitalzinssatz von 2,43 % auf 2,69 % (+0,16).

Drei dieser Befunde erfordern keine weitergehenden Analysen und beruhen ausschließlich auf Angaben und Daten des Festlegungsverfahrens selbst. Erstens: Die Zerlegung, mit der die Marktrisikoprämie kalibriert wird, verfehlt den tatsächlich beobachteten Einjahreszins um 1,10 %-Punkte; mit der fensterkonsistenten Laufzeitprämie trifft dieselbe Zerlegung ihn auf gut einen Basispunkt. Zweitens: Der einzige Beleg, mit dem die Beschlusskammer einen Risikounterschied zwischen Gas- und Stromnetzbetreibern verneint, ist ein Test, der bei vier gegen drei Unternehmen auf dem Fünfprozentniveau, unter keiner denkbaren Datenkonstellation, die Nullhypothese eines fehlenden Risikounterschieds ablehnen kann – sein Ergebnis stand vor seiner Durchführung fest. Drittens: Die Standardfehler der Beta-Regressionen sind klassisch berechnet, obwohl die dafür erforderliche Annahme konstanter Varianz in 42 von 48 geprüften Fällen auf dem Einprozentniveau zu verwerfen ist. Keiner der drei Punkte ist eine Frage der methodischen Präferenz, sondern sie sind zwingend zu berücksichtigen.

Wie weit der festgelegte Satz von den Marktverhältnissen entfernt ist, zeigt ein Vergleich ohne Modellrechnung: 3,76 % liegen unterhalb der Rendite zehnjähriger Versorgeranleihen mit BBB-Rating von 4,20 %. Ein Netzbetreiber könnte die ihm zugestandene Verzinsung des Gesamtkapitals nicht einmal durch vollständige Fremdfinanzierung erwirtschaften. Dies zeigt auch die Analyse der tatsächlichen Fremdkapitalkosten der FNB für die fünfte Regulierungsperiode. Der durchschnittliche Zinssatz für Bestandsanlagen der FNB liegt je nach Jahr rund 0,97 (2028) bis 1,56 (2032) %-Punkte über dem zugestandenem regulatorischen Fremdkapitalzins. Es kommt damit zu einer systematischen Unterdeckung der tatsächlich anfallenden Fremdkapitalkosten für Bestandsanlagen auf der gesamten Fernleitungsebene.

Von allem Vorstehenden zu unterscheiden ist ein zweiter Effekt, der nicht die Methodik betrifft, sondern den Zeitpunkt der Festlegung. Übernimmt man sämtliche Verfahrensentscheidungen der Beschlusskammer unverändert und verschiebt allein das Ende der Ermittlungszeiträume auf den 14. August 2026, so ergeben sich 4,15 % statt 3,76 % – ohne jeden methodischen Einwand. Werden beide Ebenen zusammengeführt, beläuft sich der sachgerechte Kapitalverzinsungssatz auf 5,51 % vor Steuern. Die Verschiebung des Festlegungszeitpunkts nach 2027 ist dabei zwingend geboten, da nur so die Inputdaten des vollen Geschäftsjahres 2026 einbezogen werden können. Grundsätzlich muss es das Ziel einer solchen Festlegung sein, Inputdaten zeitlich möglichst nah am Wirkungszeitraum (2028-2032) zu erheben, um Schätzfehler aus der Verwendung historisch veralteter Daten zu minimieren. Gerade im vorliegenden Festlegungsentwurf ergeben sich Verzerrungen aus der Verwendung von Inputdaten aus Niedrigzinsjahren, die nicht repräsentativ für den Anwendungszeitraum sind. Für den Fall von zeitlich auseinanderfallenden Festlegungen für Strom- und Gassektor ergäben sich darüber hinaus Abweichungen der Inputparameter (z.B. beim risikolosen Basiszinssatz und beim Fremdkapitalzinssatz) zwischen den Sektoren, die jeglicher sachlicher Begründung entbehren.

Basiszins

Ansatz der Beschlusskammer: Der sichere Zins ist das arithmetische Mittel der jahresweise ermittelten Renditen 15-jähriger deutscher Staatsanleihen über die Kalenderjahre 2021 bis 2025 und beträgt 1,85 %.

Das Vorgehen der Beschlusskammer ist nicht vertretbar. Unberücksichtigt bleibt der Convenience Yield. Bundesanleihen werden von Anlegern nicht nur wegen ihrer Verzinsung gehalten, sondern auch, weil sie als sicherster Vermögenswert des Euroraums gelten, jederzeit in großem Umfang handelbar sind und als Sicherheit bevorzugt akzeptiert werden. Für diese Nebennutzen verzichten Anleger auf Rendite, weshalb die beobachtete Rendite systematisch unterhalb des Zinssatzes liegt, den ein Investor für eine gleich sichere Anlage ohne diese Nebennutzen fordern würde. Genau dieser höhere Zinssatz ist die Größe, die das Kapitalmarktmodell als sicheren Zins sucht.

Durch den Nichtansatz des Convenience Yields verfehlte die Bundesnetzagentur aber ihren eigenen Maßstab. Der Entwurf verzichtet auf eine Berücksichtigung, weil heute kein Convenience Yield erkennbar sei und sie seit Mitte 2022 zurückgegangen sei — eine Betrachtung zu einem Zeitpunkt, während der Basiszins nach Tenorziffer 4.2 KapVer über fünf abgeschlossene Kalenderjahre zu mitteln ist. Wird der Zinssatz über dieses Fenster gemittelt, so ist auch der darin enthaltene Convenience Yield über dieselben fünf Jahre zu mitteln; ob er heute erkennbar ist, ist für den Ermittlungszeitraum 2021 bis 2025 ohne Bedeutung. Dieser Widerspruch zur eigenen Methodenfestlegung ist ohne externen Maßstab feststellbar und keine Ermessensfrage. Dass der sichere Zins eine unverzernte (d. h. um den Convenience Yield bereinigte), ausfallrisikofreie Rendite abbilden muss, ist zudem eine grundsätzliche Forderung der Kapitalkostentheorie.

Messung der Gutachter Meitner/Streitferdt: Der Convenience Yield wurde über genau dieses Fenster mit drei voneinander unabhängigen Konstruktionen bestimmt. Die erste ist die Fortschreibung der Methode, die die Frontier-Gutachter der Beschlusskammer im Verfahren zur vierten Regulierungsperiode selbst verwendet haben. Sie reproduziert deren Wert für 2011 bis 2020 exakt und ergibt einen Convenience Yield von 0,05 %-Punkten auf den Basiszins, der eine Untergrenze bildet, wobei die Gutachter Meitner/Streitferdt diese Methodik für ungeeignet halten. Die zweite ist der bilaterale Vergleich mit den Niederlanden, einem Staat gleicher Bonität, gleicher Währung und gleicher Währungsunion, und ergibt 0,23 %-Punkte auf den Basiszins. Die dritte ist der Abstand zum Overnight Index Swap bei derselben Restlaufzeit von fünfzehn Jahren und technisch die sauberste Konstruktion. Sie ergibt ebenfalls 0,23 %-Punkte auf den Basiszins. Zwei Messungen auf völlig verschiedenen Datengrundlagen führen damit auf denselben Wert, darunter die technisch sachgerechteste.

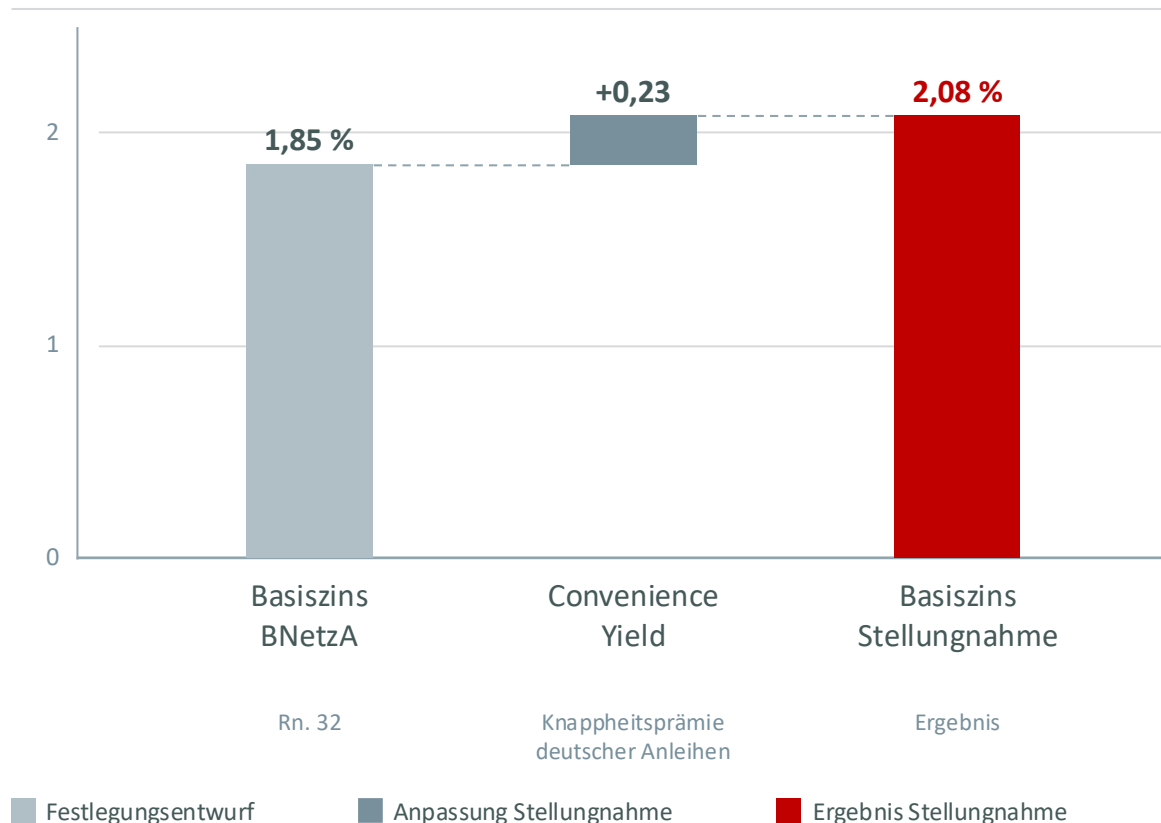
Hinzu tritt ein Umstand aus dem Verfahren selbst: Dieselben Frontier-Gutachter haben der österreichischen Regulierungsbehörde 2023 empfohlen, deutsche Staatsanleihen gerade deshalb nicht heranzuziehen, weil sie einen stärker ausgeprägten Convenience Yield enthielten als Anleihen anderer Staaten des Euroraums. Ein Umstand, der in einem anderen Regulierungsverfahren den Ausschluss der Datenreihe geführt hat, kann hier nicht unberücksichtigt bleiben.

Anpassung: Der Basiszins steigt von 1,85 % auf 2,08 %. Wirkung: +0,11 %-Punkte auf den Kapitalverzinsungssatz.

Die nach Tenorziffer 4.2 KapVer zulässige Restlaufzeit von zwanzig Jahren bleibt außer Betracht, begründet allein mit der Konsistenz zu dem Datensatz der Marktrisikoprämie – der die Konsistenzanforderung der Tenorziffer 4.5 KapVer seinerseits nicht erfüllt. Der gewählte 15-jährige Zins liegt damit im mittleren, nicht im oberen Bereich der zulässigen Laufzeiten und ist insoweit kein Entgegenkommen gegenüber den Netzbetreibern.

Basiszins – vom Festlegungsentwurf zum sachgerechten Wert

Risikofreier Zinssatz in Prozent



Ausgangswert 1,85 % nach Festlegungsentwurf Rn. 32. Die Convenience Yield ist mit 0,23 %-Punkten angesetzt. Der Wert beruht auf drei voneinander unabhängigen Messungen: der Fortschreibung der von den Frontier -Gutachtern im Verfahren zur vierten Regulierungsperiode selbst verwendeten Methode, dem bilateralen Vergleich mit niederländischen Staatsanleihen und dem Abstand zum Overnight Index Swap. Die beiden letztgenannten führen übereinstimmend auf 0,23 %-Punkte. Sämtliche Messungen sind über das Fenster der Kalenderjahre 2021 bis 2025 gebildet.

Abbildung 1: Basiszins vom Festlegungsentwurf zum sachgerechten Wert

Marktrisikoprämie

Ansatz der Beschlusskammer: Die Marktrisikoprämie ist aus den langfristigen Renditereihen des Global Investment Returns Yearbook abgeleitet und beträgt 4,95 % als das Mittel der beiden über langfristige Staatsanleihen gemessenen Prämien.

Das Vorgehen der Beschlusskammer ist nicht vertretbar. Beanstandet wird nicht die Datenquelle (Tenorziffer 4.4 Satz 1 KapVer gibt die Messung gegenüber langfristigen Staatsanleihen vor, und das wird nicht in Frage gestellt), sondern die Kalibrierung des Zinssatzes, der von der Aktienrendite abgezogen

wird. Der Maßstab dafür ist Tenorziffer 4.5 KapVer: Marktrisikoprämie und sicherer Zins müssen methodisch zueinander passen. Der Grund ist unmittelbar einsichtig: Die Prämie ist als Aufschlag auf eine Referenzverzinsung definiert. Wird sie gegen eine andere Referenzverzinsung gemessen als die, die im Modell später angesetzt wird, so misst man zwei verschiedene Größen und addiert sie gleichwohl.

Die Frontier-Gutachter räumen die Inkonsistenz des Abzugszinses selbst ein und beheben sie mit der Methodik „MRP over Bills adjusted“; dieser Weg ist damit der maßgebliche. Die Laufzeitprämie, die sie dafür abziehen, ist jedoch über einen Zeitraum von vierzig Jahren gemittelt, während der Basiszins nach Tenorziffer 4.2 KapVer über fünf Jahre zu mitteln ist. Über das Fünfjahresfenster beträgt die Laufzeitprämie jedoch nur 0,299 statt 1,383 %-Punkte. Der Unterschied ist kein Ausreißer eines einzelnen Jahres: Die rollierenden Fünfjahresfenster der Laufzeitprämie fallen von 2,64 %-Punkten für 2009 bis 2013 auf 0,30 %-Punkte für 2021 bis 2025.

Wie groß der Fehler ist, lässt sich ohne jede Schätzung zeigen. Die Rendite einer längerfristigen Anleihe setzt sich technisch aus dem kurzfristigen Zins und der Laufzeitprämie zusammen. Das ist keine Modellannahme, sondern eine Identität, und sie muss an derjenigen Stelle gelten, an der die Beschlusskammer sie verwendet. Zur Einordnung: Setzt man die Werte der Bundesnetzagentur ein, so ergibt sich aus dem Basiszins von 1,85 % abzüglich der eingesetzten Laufzeitprämie von 1,38 % ein gerundeter implizierter Einjahreszins von 0,46 %. Tatsächlich lag der deutsche Einjahreszins in den maßgeblichen Kalenderjahren bei 1,56 %. Der Abstand beträgt damit 1,10 %-Punkte; mit der fensterkonsistenten Laufzeitprämie schrumpft er auf gut einen Basispunkt. Eine Kalibrierung, die eine buchhalterische Identität so weit verfehlt, während eine verfügbare Alternative sie trifft, ist nicht vertretbar.

Anpassung: Ausgehend von der Prämie über kurzfristige Staatsanleihen im Mittel beider Länderportfolios (World und Developed Markets) von 6,25 % und der fensterkonsistenten Laufzeitprämie von 0,299 %-Punkten beträgt die sachgerechte Marktrisikoprämie 5,95 % statt 4,95 %. Auf der Skala der Festlegung trägt der Wechsel der Laufzeitprämie damit 1,00 %-Punkte der Marktrisikoprämie; innerhalb der Konsistenzrechnung der Frontier-Gutachter sind es 1,08 %-Punkte (netto, ohne vorherige Rundung, 1,00 %-Punkte), weil deren Ausgangswert mit 4,87 % um 0,08 %-Punkte unter den 4,95 % der Festlegung liegt. In die Überleitung geht der Wert auf der Skala der Festlegung ein. Wirkung: +0,29 %-Punkte auf den Kapitalverzinsungssatz.

Der Wert ist zurückhaltend kalibriert. Die Betrachtung über die erwartete Gesamtmarktrendite stellt als einziger Ansatz die Konsistenzanforderung der Tenorziffer 4.5 KapVer vollständig her, weil sie von der Marktrendite konzeptionell denselben sicheren Zins abzieht, der anschließend als Basiszins angesetzt wird. Zur Plausibilisierung: bei einer historischen Gesamtrendite von 8,50 % und dem angepassten Basiszins von 2,08 % (sogenannter Total Market Return Ansatz) führt sie auf eine Marktrisikoprämie von 6,42 % und einen Kapitalverzinsungssatz von 4,96 % vor Steuern.

Die Gutachter Meitner/Streitferdt setzen die Marktrisikoprämie aus dem Total Market Return Ansatz nicht an, weil sie zunächst aus Gründen der Vergleichbarkeit in der Mechanik der Beschlusskammer bleiben; der Ansatz ist in der Praxis etabliert, mit Tenorziffer 4.5 KapVer am besten vereinbar und dient hier der Plausibilisierung. Es ist aber darauf hinzuweisen, dass die Einwände der Frontier-Gutachter gegen

diesen Ansatz nicht standhalten: An einem eigens erzeugten Datensatz, in dem die Annahme des Ansatzes konstruktionsgemäß erfüllt ist, treten genau diejenigen Korrelationen und Regressionssteigungen auf, aus denen sie auf seine Unhaltbarkeit schließen.

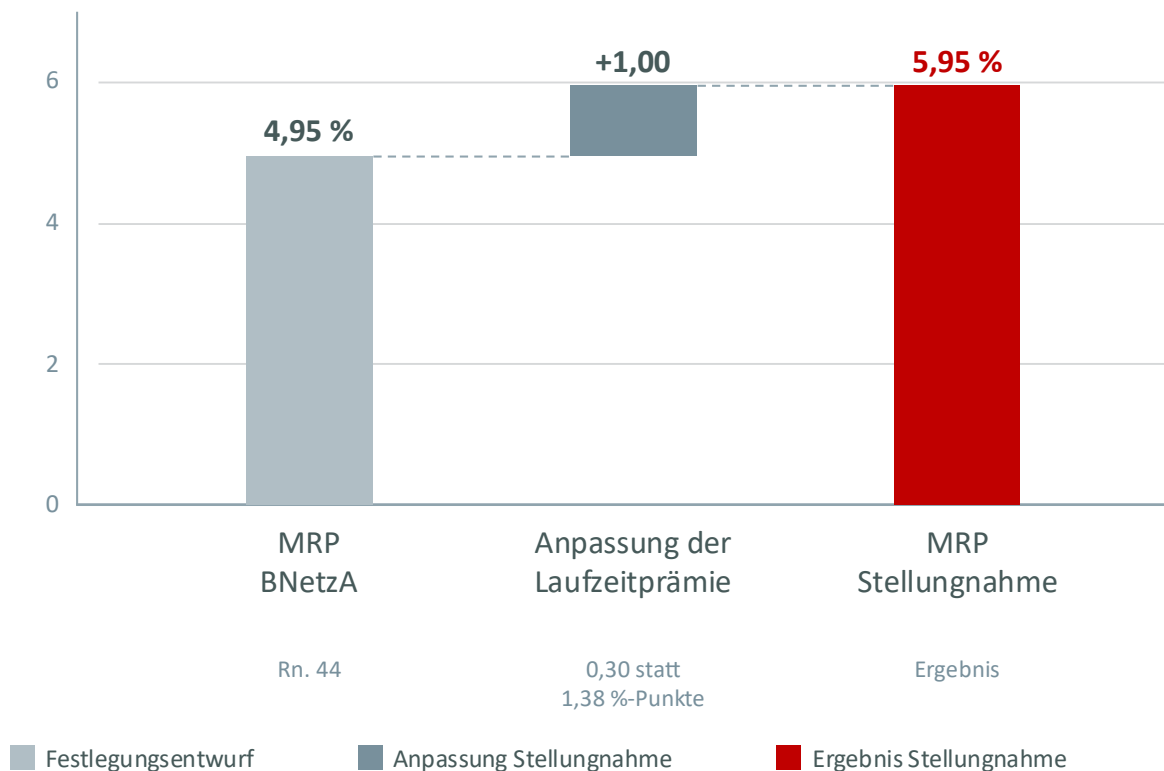
Hinzu treten zwei Einordnungen. Zum einen eine Ungleichbehandlung: Beim Basiszins nimmt die Beschlusskammer die Restlaufzeit von zwanzig Jahren ausdrücklich heraus, in der Konsistenzprüfung lässt sie den zugehörigen Wert die Untergrenze der Bandbreite bilden. Nimmt man sie auch dort heraus, verschiebt sich die Untergrenze der Bandbreite der Marktrisikoprämie von 4,7 auf 4,8 %. Die festgelegten 4,95 % liegen dann nicht mehr innerhalb, sondern am unteren Rand des verbleibenden Bereichs.

Zum anderen beschreibt die Beschlusskammer den Übergang auf das arithmetische Mittel im Rahmen der Mittelung historischer Überrenditen als Orientierung am oberen Ende einer plausiblen Bandbreite und leitet daraus ab, die Wertebereiche der übrigen Parameter nicht weiter auszuschöpfen. Das trifft nicht zu: Bei seriell unabhängigen Jahresrenditen ist das arithmetische Mittel nicht die Obergrenze einer Bandbreite, sondern der erwartungstreue Schätzer der künftigen Prämie – und die Methodenfestlegung gibt genau diesen Befund an anderer Stelle selbst zustimmend wieder. Eine methodisch gebotene Korrektur kann nicht gegen weitere Korrekturen aufgerechnet werden.

Marktrisikoprämie – vom Festlegungsentwurf zum sachgerechten Wert

Marktrisikoprämie in Prozent

Zum Vergleich: Der Total -Market-Return-Ansatz führt auf eine Marktrisikoprämie von 6,42 %; er ist nicht angesetzt



Ausgangswert 4,95 % nach Festlegungsentwurf Rn. 44; das ist das Mittel der beiden über langfristige Staatsanleihen gemessenen Prämien. Verändert wird allein die Laufzeitprämie An die Stelle der über vierzig Jahre gemessenen 1,383 %-Punkte tritt die fensterkonsistente Laufzeitprämie der Kalenderjahre 2021 bis 2025 von 0,299 %-Punkten. Auf der Skala der Festlegung trägt dieser Wechsel 1,00 %-Punkte der Marktrisikoprämie.

Abbildung 2: Marktrisikoprämie vom Festlegungsentwurf zum sachgerechten Wert

Beta-Faktor

Ansatz der Beschlusskammer: Aus täglichen Renditen von zwölf Netzbetreibern, regressiert gegen zwei Referenzindizes über zwei Schätzperioden, entstehen Roh-Betafaktoren. Diese werden nach dem Verfahren von Vasicek in Richtung des Marktdurchschnitts von eins geschrumpft, entschuldet und über die erste und dritte Quartile zu einer Bandbreite verdichtet. Aus deren Mitte ergibt sich ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,2950 und nach Verschuldung auf die regulatorische Kapitalstruktur 0,6181.

Das Vorgehen der Beschlusskammer ist nicht vertretbar. Drei Voraussetzungen des von ihr gewählten Verfahrens sind verletzt. Alle drei notwendigen Korrekturen der Gutachter Meitner/Streitferdt bleiben jedoch vollständig innerhalb der Ursprungsdaten und der Ursprungsschätztechnik; keine führt ein grundsätzlich neues Verfahren ein.

Erstens die Standardfehler: Die Vasicek-Anpassung gewichtet die Einzelschätzung eines Unternehmens gegen die Ausgangserwartung danach, wie genau sie ist. Das Maß der Genauigkeit ist der Standardfehler der Regression. Wird er zu klein ausgewiesen, erscheint die Einzelschätzung genauer als sie ist und wird zu wenig in Richtung des Durchschnitts korrigiert – der resultierende Beta-Faktor fällt zu niedrig aus. Klassische Standardfehler setzen voraus, dass die Streuung der Regressionsresiduen über die Zeit konstant ist. Bei täglichen Aktienrenditen ist diese Annahme hier verletzt: Auf Phasen ruhiger Märkte folgen Phasen hoher Schwankung. Sie wurde durch die Gutachter Meitner/Streitferdt für sämtliche 48 Regressionen des Verfahrens formal getestet. Der Test auf zeitabhängige Varianz verwirft sie in 42 von 48 Fällen auf dem Einprozentniveau – im White-Test immer noch in 28. Der verfehlte Maßstab ist ein anerkannter Standard der statistischen Schätzung: Die Verwendung heteroskedastischer Standardfehler ist seit Jahrzehnten Lehrbuchwissen. Anpassung: White-robuste Standardfehler müssen hier Verwendung finden.

Zweitens die Streuung der Ausgangserwartung: Die Vasicek-Anpassung benötigt neben dem Standardfehler die Streuung der wahren Beta-Faktoren innerhalb der Grundgesamtheit. Dass es auf die wahren und nicht auf die geschätzten Werte ankommt, gibt das Frontier-Gutachten selbst vor: Seine Formel bezeichnet die Größe mit dem Index für die Population, erst der begleitende Text spricht von der Varianz über die Stichprobe. Beobachtbar ist die wahre Streuung nicht – beobachtbar ist nur die Streuung der geschätzten Werte, und diese ist stets größer, weil sie neben der wahren Streuung auch den Schätzfehler enthält.

Der Zusammenhang ist elementar: Die Varianz der Schätzwerte ist die Summe aus der Varianz der wahren Werte und der mittleren Schätzvarianz. Wer die beobachtete Streuung unmittelbar einsetzt, überschätzt die wahre Streuung und schrumpft dadurch zu wenig. In der ergebnisbestimmenden Spezifikation sinkt die anzusetzende Streuung dadurch von 0,01596 auf 0,00920, der Rauschanteil ist also erheblich. Wie ungenau die Einzelschätzungen sind, zeigt das Bestimmtheitsmaß: Es liegt zwischen 0,011 und 0,242 und beträgt im Dreijahresfenster gegen den EURO STOXX im Mittel 0,079 – über neunzig Prozent der Kursbewegung dieser Titel werden nicht durch den Markt erklärt. Anpassung: Eine Varianzzerlegung über den Momentenschätzer ist hier notwendig.

Drittens die verzögerte Preisbildung: Passt sich der Kurs eines Unternehmens den Marktbewegungen mit Verzögerung an, so verteilt sich die gemeinsame Bewegung auf mehrere Handelstage, und der an

Tagesdaten gemessene Zusammenhang fällt zu schwach aus. Die Gutachter Meitner/Streitferdt haben das titelbezogen geprüft: Für National Grid ist der Koeffizient der verzögerten Markttrendite in allen vier Spezifikationen auf dem Einprozentniveau signifikant, bei keinem der übrigen elf Vergleichsunternehmen in auch nur einer Spezifikation. Die Korrektur wird deshalb allein dort angewandt, wo der Nachweis geführt ist. Die Beschlusskammer hält eine solche Anpassung wegen ausreichender Handelsliquidität für entbehrlich, diese Begründung trifft jedoch den Gegenstand nicht. Die Dimson-Anpassung behebt keine mangelnde Liquidität, sondern nicht synchrone Preisbildung, und diese tritt auch bei voller Liquidität auf, wenn Titel und Index an verschiedenen Handelsplätzen und in verschiedenen Zeitzonen notieren. Genau diese Konstellation liegt vor. Anpassung: Eine Dimson-Regression für National Grid ist notwendig.

Die drei Korrekturen betreffen wirtschaftlich verschiedene Gegenstände und überschneiden sich nicht. Sie sind deshalb gemeinsam anzuwenden. Ihre Wirkungen sind nicht additiv, weil jede die Grundlage der folgenden verändert: Unter sonst gleichen Bedingungen summieren sie sich auf 0,149 %-Punkte des Kapitalverzinsungssatzes, in gemeinsamer Anwendung auf 0,208 %-Punkte und in der Gesamtkette auf 0,25 %-Punkte. Der unverschuldete Beta-Faktor steigt von 0,2950 auf 0,3378, der verschuldete von 0,6181 auf 0,7078.

Daneben tritt der Risikounterschied zwischen Gas- und Stromnetzbetreibern. Die Vergleichsgruppe enthält beide. Die Beschlusskammer geht davon aus, dass sie sich im Risiko nicht unterscheiden, und stützt sich auf einen Rangsummentest über vier gegen drei Unternehmen. Dieser Test kann – so wie er in der Anwendung kalibriert ist – die Nullhypothese eines fehlenden Risikounterschieds zwischen Gas- und Stromnetzbetreibern auf dem Fünfprozentniveau überhaupt nicht ablehnen, und zwar unabhängig davon, wie groß der tatsächliche Unterschied ist: Bei vier gegen drei Unternehmen gibt es genau 35 mögliche Anordnungen, der kleinstmögliche zweiseitige p-Wert beträgt damit $2/35 = 0,0571$ und liegt oberhalb der Ablehnungsschwelle von 0,05. Sein Ergebnis stand also vor seiner Durchführung fest. Der verfehltete Maßstab ist ein anerkannter Standard der statistischen Schätzung: Aus dem Ausbleiben eines Testergebnisses darf nur dann auf Gleichheit geschlossen werden, wenn der herangezogene Test einen vorhandenen Unterschied überhaupt finden kann.

Die Analyse der Gutachter Meitner/Streitferdt schließt diese Lücke mit derselben Datengrundlage. Eine Panelschätzung der Tagesrenditen verwendet dieselben Unternehmen, dieselben Kursreihen, dieselben Schätzperioden und dieselben Aktivitätsgewichte wie der Festlegungsentwurf und weicht allein darin ab, dass sie die vollständige Information der Renditereihen auswertet statt sieben verdichteter Punktschätzer. Die Differenz im unverschuldeten Beta-Faktor beträgt 0,052 bis 0,100. Sie ist in allen vier geprüften Spezifikationen positiv und auf dem Einprozentniveau hochsignifikant. Beschränkt auf die sieben Unternehmen, die die Frontier-Gutachter selbst verglichen haben, ergibt sich ein hochsignifikanter Unterschied im unverschuldeten Beta-Faktor von 0,065 beziehungsweise 0,052: Er steckt bereits in deren eigenen Daten, ihr Auswertungsverfahren macht ihn unsichtbar.

Maßgeblich für den Ansatz sind die vier Spezifikationen mit fünfjähriger Schätzperiode. Ihr Schwerpunkt beträgt 0,076 im unverschuldeten Beta-Faktor. Mehrere Gründe sprechen für die Differenzmessung auf Basis längerfristiger Daten. Es geht um Anlagegüter mit Restnutzungsdauern von Jahrzehnten, deren Verzinsung über eine Regulierungsperiode von fünf Jahren festgelegt wird. Die Methodenfestlegung wählt

für strukturelle Größen selbst das lange Fenster – ein Mittelungsfenster von der Länge der Regulierungsperiode für den sicheren Zins nach Tenorziffer 4.2 Satz 3 und 4, sieben abgeschlossene Kalenderjahre für die Fremdkapitalkosten nach Tenorziffer 5.2 Satz 1. Und die fünfjährige Schätzperiode liefert die größte Beobachtungszahl und damit die höchste Präzision.

Anpassung: Ein Zuschlag auf den unverschuldeten Beta-Faktor ist notwendig. Er ist der minimalinvasive Weg – er belässt Vergleichsgruppe, Schätztechnik und Quartilsverdichtung unverändert und vermeidet die kleinen Teilstichproben, die die Frontier-Gutachter selbst gegen eine getrennte Ableitung des Risikofaktors anführen. Weil der Ausgangswert der Festlegung bereits auf der gesamten Vergleichsgruppe beruht und diese Gas- und Stromnetzbetreiber zu etwa gleichen Teilen enthält, liegt der Beta-Faktor der Stromnetzaktivitäten um etwa die Hälfte der gemessenen Differenz unter dem Gruppenmittel und derjenige der Gasnetzaktivitäten um etwa die Hälfte darüber. Anzusetzen ist deshalb nur der hälftige Differenzbetrag von 0,038 im unverschuldeten Beta-Faktor. Dieser steigt damit von 0,3378 auf 0,3758, der verschuldete Beta-Faktor von 0,7078 auf 0,7874. Wirkung: +0,19 %-Punkte auf den Kapitalverzinsungssatz unter sonst gleichen Bedingungen und +0,22 %-Punkte als Stufenbeitrag in der Gesamtkette.

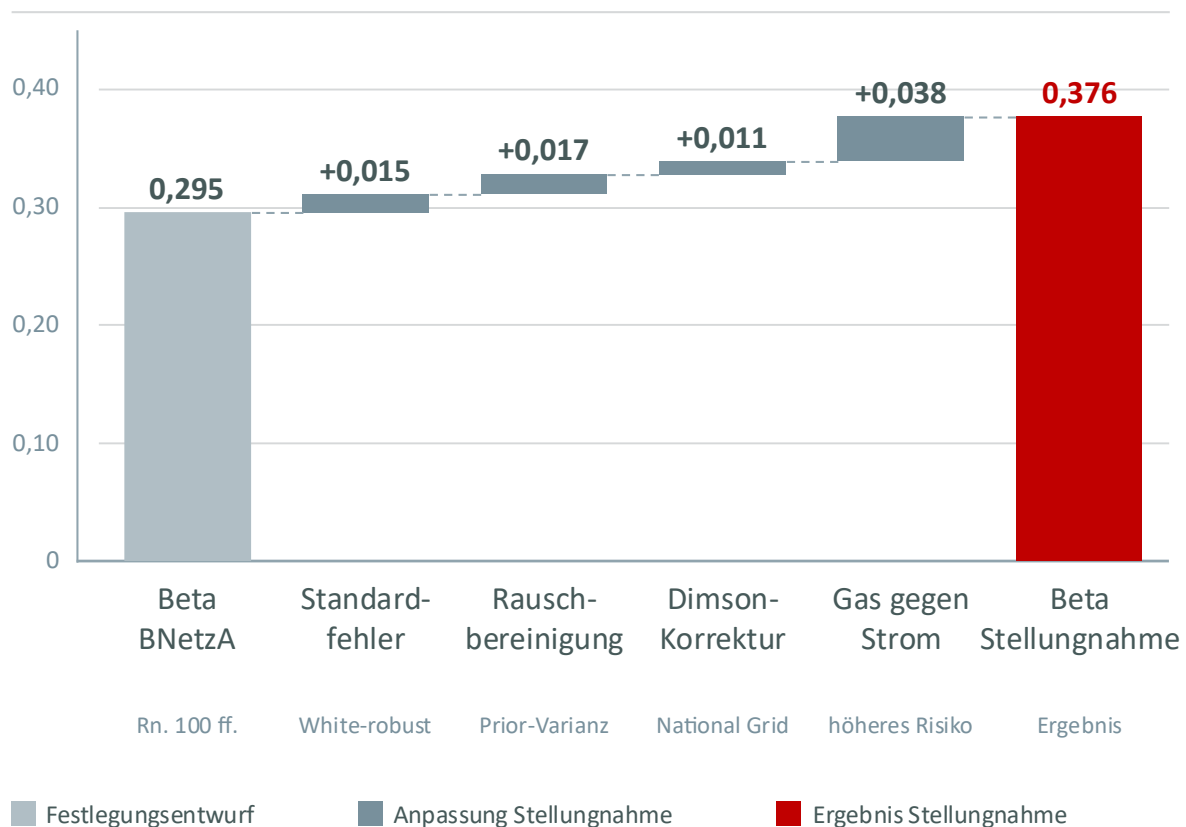
Die Richtung des Befundes zur Gas-vs.-Strom-Prämie stützen zwei ergänzende Erkenntnisquellen, ohne für sich genommen tragend zu sein. Die internationale Regulierungspraxis differenziert: Die italienische Behörde wendet auf Gasverteilung, Gasfernleitung und Stromübertragung dieselbe Methodik desselben Regulierungsrahmens an und setzt allein den Risikofaktor sektorspezifisch, mit einem Abstand von 0,014 bis 0,069 im unverschuldeten Beta-Faktor. Auswertungen von Oxera und Kairos weisen 0,02 bis 0,04 aus und die neuseeländische Kommission gewährt 0,05, jeweils im unverschuldeten Beta-Faktor. Hinzu treten die Nutzungs- und Kapazitätsrisiken der Gasnetze: Nutzungsdauern, die den politischen Zeithorizont der Erdgasnutzung überschreiten, rückläufige Transportmengen mit Rückkopplung auf die Entgelte je transportierte Einheit und eine Umstellung auf Wasserstoff. Aus ihnen wird kein eigener Zuschlag abgeleitet.

Nicht beziffert, für die Einordnung des gemessenen Beta-Faktors aber wesentlich ist zudem die Verfassung des Kapitalmarkts im Messzeitraum. Ein Strukturbruchtest über alle zwölf Vergleichsunternehmen findet nur drei belastbare Brüche, und alle drei liegen zwischen April und Juli 2024 – bei Snam, Italgas und Ascopiave, also ausschließlich bei den italienischen Titeln. Sie klammern die Konsultation der italienischen Regulierungsbehörde vom 31. Juli 2024 ein, die ausdrücklich die Definition des Parameters Beta zum Gegenstand hat. Solche Ankündigungen sind länderspezifisch: Sie erhöhen die titelspezifische Schwankung, ohne den Gleichlauf mit dem Gesamtmarkt zu berühren, und senken damit das gemessene Beta, ohne dass sich das systematische Risiko geändert hätte. Der Rückgang ist denn auch fast vollständig ein Korrelationsphänomen – die Korrelation zum Referenzindex fiel im Median um rund 63 %, das Verhältnis der Streuungen um rund 4 % – und er entsteht überwiegend auf der Indexseite: Der Kovarianzbeitrag des Versorgersektors ist über fünf Jahre praktisch konstant geblieben, während vier große Indexblöcke rund vier Fünftel des Rückgangs tragen. Untereinander laufen die Vergleichsunternehmen unverändert im Gleichklang; ihre paarweise Korrelation lag 2025 mit 0,328 höher als 2021 mit 0,245.

Diese Verzerrung ist eine Episode und keine Niveauverschiebung des systematischen Risikos. Über sämtliche Schätzfenster von rund sieben bis rund siebzehn Jahren liegt der Median des unverschuldeten Beta-Faktors zwischen 0,301 und 0,372 und damit durchgängig oberhalb des angesetzten Wertes; erst unterhalb von sechs Jahren bricht er ein. Die Episode beginnt Mitte 2024, der gemessene Rückgang setzt im September 2024 ein, erreicht im zweiten Halbjahr 2025 seinen Tiefpunkt und dreht im Februar 2026. Genau diese Phase dominiert das Dreijahresfenster der Festlegung – und genau in ihr bricht die Prognosegüte ein, die die Beschlusskammer selbst als Maßstab für die Wahl der Schätzfenster einführt: Der Zusammenhang zwischen vergangenem und künftigem Beta-Faktor reißt allein in den Jahren 2024 und 2025 ab. Der eigene Maßstab der Beschlusskammer trägt damit die Annahme nicht, die im Dreijahresfenster gemessenen Werte seien ein guter Schätzer des künftigen Beta-Faktors. Die Gutachter Meitner/Streitferdt leiten daraus weder eine andere Fensterlänge noch einen eigenen Betrag ab, der Befund spricht aber gegen eine Positionierung des Beta-Faktors in der Mitte des gemessenen Wertebereichs.

Beta-Faktor – vom Festlegungsentwurf zum sachgerechten Wert

Unverschuldeter Beta-Faktor der Vergleichsgruppe



Ausgangswert 0,295 nach Festlegungsentwurf BK9-26/621 Rn. 100 ff. Die ersten drei Schritte bilden die Korrekturkette; ihre Wirkungen sind verstärkend und nicht additiv, weshalb die Stufenbeiträge in der hier gewählten Reihenfolge ausgewiesen sind. Das Niveau nach dem dritten Schritt beträgt 0,3378 und ist von der Reihenfolge unabhängig. Der Zuschlag für die Gasnetzaktivitäten betrifft einen anderen Gegenstand und tritt daneben; er beträgt die Hälfte des Mittelwerts der vier Fünfjahresspezifikationen von 0,076.

Abbildung 3: Unverschuldeter Beta-Faktor vom Festlegungsentwurf zum sachgerechten Wert

Fremdkapitalkosten

Ansatz der Beschlusskammer: Der Fremdkapitalzinssatz für das Bestandsvermögen ist das arithmetische Mittel eines Index für Unternehmensanleihen des Versorgungssektors mit BBB-Rating über die letzten sieben abgeschlossenen Kalenderjahre und beträgt 2,43 %.

Das Vorgehen der Beschlusskammer ist nicht vertretbar. Der verfehlt Maßstab ist eine Vorgabe der Bundesnetzagentur selbst: Tenorziffer 3 Satz 3 KapVer legt den Fremdkapitalanteil auf 60 % fest. Die Emittenten des herangezogenen Index weisen demgegenüber einen durchschnittlichen Fremdkapitalanteil von 40,4 % auf; der höchste Wert liegt bei 49,7 %, der niedrigste bei 29,8 %. Ein bei 60 % verschuldetes Unternehmen zahlt einen höheren Renditeaufschlag als eines bei 40 %. Der Index bildet die regulatorisch unterstellte Kapitalstruktur damit nicht ab, und die Vorgehensweise ist mit der eigenen Methodenfestlegung nicht vereinbar.

Anpassung: Da kein Index bekannt ist, der sämtliche Anforderungen der Methodenfestlegung erfüllt, haben die Gutachter Meitner/Streitferdt die Anpassung an die regulatorische Quote über ein analytisches Modell erfolgen lassen. Die Anpassung verläuft in drei Schritten, die sämtlich auf veröffentlichten Daten beruhen: Der Anstieg der Verschuldung von 40 auf 60 % wird über eine Bewertungskarte in einen Abstieg um Ratingstufen übersetzt, die beiden Ratings werden anhand der jährlichen Ausfalluntersuchung von S&P Global Ratings in Ausfallwahrscheinlichkeiten überführt, und deren Differenz wird mit dem anerkannten Rating-Modell von Kealhofer, McQuown und Vasicek in einen Renditeaufschlag umgerechnet. Der mittlere Zuschlag beträgt 26,2 Basispunkte auf den Fremdkapitalzinssatz. Dieser steigt damit auf 2,69 % statt 2,43 %. Wirkung: +0,16 %-Punkte auf den Kapitalverzinsungssatz. Insgesamt bleibt dieser Wert aber deutlich unter aktuellen bzw. zukünftig erwartbaren FK-Konditionen zurück, was sich aus der Verwendung der Inputdaten aus historischen Niedrigzinsjahren ergibt.

Ein weiterer Punkt ist nicht beziffert, aber festzuhalten: Die Ermittlung des Zuschlags für außergewöhnlich hohe Investitionsvolumina nach Tenorziffer 5.2 Satz 2 KapVer hängt vollständig an einer Datenauswahl, die der Entwurf nicht offenlegt: Legt man die im Monitoringbericht veröffentlichten Planwerte zugrunde, so überschreitet der Sektor die von der Beschlusskammer selbst gesetzte Schwelle, und die FNB überschreiten beide Schwellen. Legt man die nicht veröffentlichten Istwerte zugrunde, so wird keine der Schwellen erreicht. Der Punkt spricht für einen höheren und nicht für einen niedrigeren Wert.

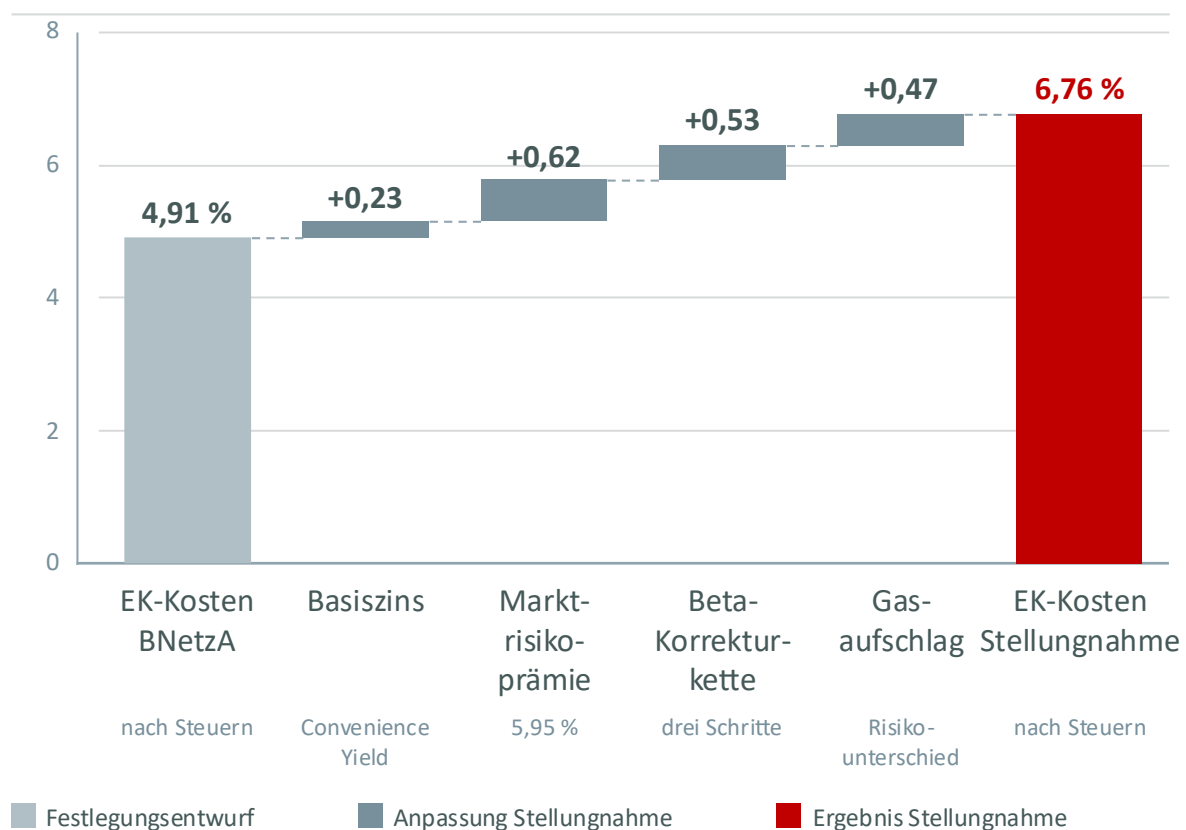
Zudem unterstellt die Ermittlung des kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatzes anhand des Index LSEG BBB EUR Utilities Sector Curve, dass die Gasnetzbetreiber ihr Fremdkapital zu den Konditionen des Anleihemarkts aufnehmen können. Die Beschlusskammer weist selbst darauf hin, dass die einbezogenen Anleihen von kapitalmarktaktiven europäischen Versorgungsunternehmen stammen (Rn. 127). Auf die Mehrheit der Gasnetzbetreiber trifft dieses Merkmal nicht zu: Sie verfügen weder über ein externes Rating noch über emissionsfähige Volumina und finanzieren ihr Fremdkapital über Kreditinstitute. Deren Konditionen liegen systematisch über den im Index ausgewiesenen Sekundärmarktrenditen, da sie zusätzlich Marge, Bereitstellungszinsen und die aufsichtsrechtliche Eigenmittelunterlegung nicht gerateter Kreditnehmer abbilden.

Eigenkapitalkosten

Zusammengeführt ergeben ein Basiszins von 2,08 %, eine Marktrisikoprämie von 5,95 % und ein verschuldeter Beta-Faktor von 0,7874 – aus dem unverschuldeten Beta-Faktor von 0,3758 nach Tenorziffer 3 Satz 3 KapVer auf 40 % Eigen- und 60 % Fremdkapital verschuldet, bei einem Ertragsteuersatz von 26,98 %: $0,3758 \times [1 + (60 / 40) \times (1 - 0,2698)] = 0,3758 \times 2,0953 = 0,7874$ – einen Eigenkapitalzinssatz nach Steuern von 6,76 % statt 4,91 % und über den unveränderten Steuerfaktor von 1,174 einen Eigenkapitalzinssatz vor Steuern von 7,94 % statt 5,76 %. Die Wirkungen der drei Parameter sind nicht additiv, weil Marktrisikoprämie und Beta-Faktor als Produkt in den Zuschlag für die netzbetriebsspezifischen unternehmerischen Wagnisse eingehen.

Eigenkapitalzinssatz nach Steuern – Wirkung je Komponente

Kalkulatorischer Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Prozent



Ausgangswert 4,91 % nach dem Festlegungsentwurf; das ist der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern, vor Steuern 5,76 %. Die Schritte fassen die Wirkungen je Komponente zusammen: Basiszins die Convenience Yield, Marktrisikoprämie den Anstieg von 4,95 auf 5,95 %, Beta-Korrekturkette die drei Einzelkorrekturen, Gasaufschlag den Risikounterschied zwischen Gas - und Stromnetzen. Alle Beträge sind Nachsteuergrößen; die Umrechnung auf die Vorsteuergröße zeigt die Abbildung zur Zusammenführung.

Abbildung 4: Überleitung des Eigenkapitalzinssatzes nach Steuern vom Festlegungsentwurf zum sachgerechten Wert

Angemessenheit der konsultierten pauschalen Kapitalverzinsung

Ob der Kapitalverzinsungssatz methodisch richtig ermittelt ist, ist die eine Frage, ob das Ergebnis für die betroffenen Unternehmen unter realistischen Kapitalmarktbedingungen erreichbar ist, die andere. Ein rechnerisch ermittelter Satz kann den Zweck des § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG – eine angemessene,

wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung zu ermöglichen – keinesfalls erfüllen, wenn er tatsächlich nicht erwirtschaftet werden kann.

Gemessen an dieser Vorgabe ist das Gesamtverfahren der Beschlusskammer unververtretbar und verstößt somit gegen die Vorgaben des EnWG. Der erste Befund benötigt keine Modellrechnung und ist eingangs bereits genannt: Der festgelegte Satz von 3,76 % bleibt hinter der Rendite zehnjähriger BBB-Vorsorgeranleihen von 4,20 % zurück. Ein vollständig fremdfinanzierter Netzbetreiber müsste mehr Zinsen zahlen, als ihm insgesamt an Kapitalverzinsung zugestanden wird. Der festgelegte Fremdkapitalzinssatz von 2,43 % liegt zudem unter dem aktuellen sicheren Zins von 3,48 %. Die Beschlusskammer unterstellt damit im Ergebnis, Gasnetzbetreiber könnten sich günstiger verschulden als die Bundesrepublik Deutschland.

Ergänzend zum Gutachten Meitner/Streitferdt haben die FNB die tatsächliche Zinsbelastung ihrer Bestandsanlagen erhoben: Erfasst sind die Kreditemissionen des Altbestands mit Volumen, Laufzeit und Nominalzins. Daraus ist je Netzbetreiber und Jahr der volumengewichtete Buchzins gebildet und dem festgelegten Satz von 2,43 % gegenübergestellt worden. Ausgewertet sind 69 Jahresbeobachtungen der Jahre 2028 bis 2032.

Vor diesem Hintergrund ist es kaum verwunderlich, dass die Zinskosten aktuell laufender Darlehen für die Bestandsanlagen der FNB deutlich über dem im Festlegungsentwurf zugestandenen Fremdkapitalzinssniveau liegen. Abbildung 5 zeigt die Verteilung der Fremdkapitalunterdeckung nach %-Punkten. Der Median der Unterdeckung sinkt von -1,3 %-Punkten in 2028 auf -2,0 %-Punkte in 2032. Selbst ein FNB, der sich günstigere Finanzierungsbedingungen sichern konnte als drei Viertel aller FNB, verbleibt bei einer Fremdkapitalunterdeckung von -0,75 %-Punkten in 2028 zu -1,6 %-Punkten in 2032. Über alle 69 Jahresbeobachtungen liegt der Median bei -1,74 %-Punkten. Maßgeblich für die Erreichbarkeit ist der obere Rand der Verteilung (das dritte Quartil), und auch dort liegt der Buchzins in jedem Jahr deutlich über dem festgelegten Satz.

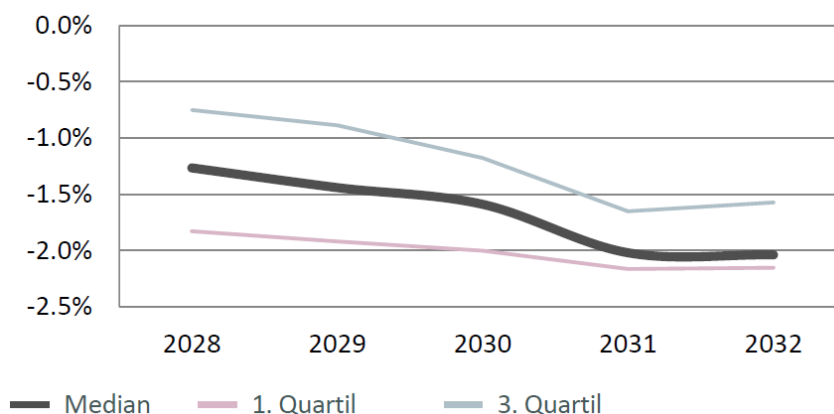


Abbildung 5 : Fremdkapitalunterdeckung je Netzbetreiber nach Prozentpunkten (Bestandsanlagen)

Gewichtet man Zinssätze nach ihren Darlehensvolumen, liegen die echten Fremdkapitalzinssätze im Durchschnitt 0,97 bis 1,56 %-Punkte höher als der nun zugestandene Fremdkapitalzins, wie Abbildung 6 veranschaulicht. Der branchenweite Kreditzins beträgt 3,4 % im Jahr 2028 und 4,0 % im Jahr 2032, die Unterdeckung im Periodendurchschnitt mengengewichtet 1,32 %-Punkte.

Der im Festlegungsentwurf vorgesehene Fremdkapitalzinssatz bleibt damit deutlich hinter den tatsächlichen Finanzierungskosten zurück. Die daraus resultierenden Zinsunterdeckungen führen zu einer systematischen wirtschaftlichen Belastung der Unternehmen, da ein Teil der Finanzierungskosten nicht refinanziert werden kann und zu einer indirekten Reduzierung der zugestandenen regulatorischen Eigenkapitalverzinsung führt.

Der Befund hängt im Übrigen nicht an den Planzinsen der späteren Jahre. Bereits für das Basisjahr 2025, auf das der Entwurf den Altbestand abgrenzt, liegt der mengengewichtete Buchzins der erhobenen Finanzierungen bei rund 3,2 % und damit mehr als 0,7 %-Punkte über dem festgelegten Satz – ausschließlich auf Grundlage bereits kontrahierter Konditionen. Zu den geplanten Zinskonditionen der Jahre 2028-2032 ist festzuhalten, dass diese zu einem Großteil auf bereits kontrahierten Finanzierungen beruhen und damit aus heutiger Sicht mit Sicherheit feststehen.

Unterdeckung der Branche, mengengewichtet, %-Punkte

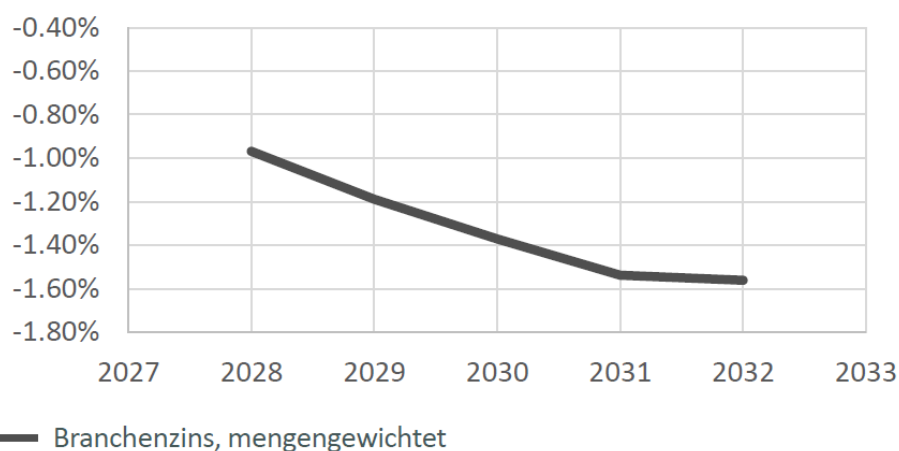


Abbildung 6: durchschnittliche Fremdkapitalunterdeckung gewichtete nach Darlehensvolumen in Prozentpunkten (Bestandsanlagen)

Die Unterdeckung ist zudem keine Folge von Ineffizienzen. Sie zeigt sich über die gesamte Verteilung der FNB und über sämtliche Jahre der fünften Regulierungsperiode. Ein Netzbetreiber kann sie durch eine andere Finanzierungsentscheidung nicht vermeiden.

Die Fremdkapitalunterdeckung der Bestandsanlagen wird für die FNB durch den Umstand verstärkt, dass eine Refinanzierung von durchschnittlich etwa 40 % dieser Anlagen in die 5. Regulierungsperiode fällt. Die FNB werden sich aufgrund des voraussichtlichen Zinsniveaus zu noch ungünstigeren Konditionen verschulden müssen. Dies führt – wie Abbildung 6 zeigt – zu einer zunehmenden Fremdkapitalunterdeckung im Verlauf der Regulierungsperiode.

Bei reiner Eigenfinanzierung ergäbe sich – Basiszins zuzüglich des Produkts aus unverschuldetem Beta-Faktor und Marktrisikoprämie – eine Eigenkapitalrendite nach Steuern von 3,31 % gegenüber einem sicheren Zins von 3,48 % am selben Stichtag. Das operative Risiko des Netzbetriebs würde negativ vergütet. Im Kapitalmarktgleichgewicht muss die erwartete Rendite eines Investments mit positivem Beta-Faktor stets streng über dem sicheren Zins liegen. Derselbe Befund in der Sprache des Modells: Ein Investor kann ein Beta von 0,62 jederzeit nachbilden, indem er 62 % seines Vermögens in das Marktportfolio und 38 % in die sichere Anlage legt. Mit dem Stichtagszins von 3,48 % und der Marktrisikoprämie des Entwurfs von 4,95 % fordert er dafür eine erwartete Rendite, die den festgelegten Eigenkapitalzinssatz um 1,64 %-Punkte übersteigt.

Der dritte Befund betrifft die Tragfähigkeit des historischen Durchschnitts als Prognose. Ein Augmented-Dickey-Fuller-Test auf die von der Beschlusskammer verwendete Zinsreihen für Basiszins und Fremdkapitalkosten kann die Nichtstationarität nicht verwerfen: Ein Zinsschock bildet sich nicht zurück, sondern verschiebt das Niveau dauerhaft. Wendet man beispielsweise die Systematik der Tenorziffer 4.2 KapVer auf die Vergangenheit an, so ist der Fünfjahresdurchschnitt von vier geprüften Ermittlungsverfahren das schlechteste: Sein mittlerer absoluter Prognosefehler beträgt 1,74 %-Punkte gegenüber 1,15 %-Punkten beim Zinssatz am Entscheidungsstichtag und in 13 von 17 Entscheidungszeitpunkten lag der Stichtagszins näher am tatsächlich eingetretenen Niveau. Dass es auch nach dem Verständnis der Beschlusskammer auf eine Prognose ankommt, zeigt ihr eigenes Vorgehen beim Steuerfaktor, der die künftige Absenkung des Körperschaftsteuersatzes berücksichtigt. Bei Zinssätzen verzichtet sie auf dieselbe Vorwärtsbetrachtung.

Diese Befunde sind kein eigener Rechenschritt, sondern die Gegenprobe. Sie zeigen, dass die festgestellten methodischen Mängel nicht nur theoretischer Natur sind, sondern zu einem Ergebnis führen, das am Kapitalmarkt nicht darstellbar ist. Der von den Gutachtern Meitner/Streitferdt ermittelte Kapitalverzinsungssatz von 4,79 % vor Steuern liegt demgegenüber oberhalb der aktuellen Fremdkapitalrendite und vergütet das operative Risiko positiv.

Hinzu tritt ein fehlgeleitetes Verständnis der Funktion der Kapitalverzinsung, dass der Entwurf an mehreren Stellen erkennen lässt. Er begründet die niedrige Verzinsung damit, dass in den kommenden Jahren keine hohen Investitionsbedarfe zu erwarten seien und deshalb über die Kapitalkosten keine Investitionsanreize gesetzt werden müssten. Die Kapitalverzinsung hat aber keine Anreizfunktion: Sie soll den Netzbetreibern die Verzinsung ermöglichen, die sie bei vollständiger Konkurrenz erzielt hätten, und ihnen damit einen ökonomischen Gewinn von null zugestehen – dies ist notwendig, weil sie bei negativem ökonomischem Gewinn aus dem Markt ausscheiden würde. Ebenso trägt das Argument nicht, beschleunigte Abschreibungen stellten hinreichende Innenfinanzierung bereit: Abschreibungsgegenwerte sind kein zusätzlich zufließendes, kostenfreies Kapital, sondern die Rückzahlung bereits eingesetzten Kapitals. Sie stehen den Kapitalgebern zu, als Tilgung des Fremdkapitals bzw. als Rückfluss an die Eigenkapitalgeber. Werden sie stattdessen reinvestiert, verlängert sich lediglich die Kapitalbindung. Liegt die zugestandene Verzinsung unterhalb der erwarteten Rendite einer risikogleichen Anlage am Kapitalmarkt, so hat eine Investition in das Netz einen negativen Kapitalwert. Ein effizienter Netzbetreiber schüttet die Mittel dann aus, statt sie wertvernichtend zu investieren. Eine

ungenügende Verzinsung des eingesetzten Kapitals führt deshalb unabhängig von Geldquelle und Investitionsbedarf zum Investitionsstau.

Die Erwägung der Bundesnetzagentur zu vermeintlich geringeren volkswirtschaftlichen Schäden bei ausbleibenden Investitionen greift zu kurz. Sie relativiert die Bedeutung einer angemessenen Kapitalverzinsung, indem sie die Folgen ausbleibender Investitionen im Wesentlichen an kurzfristig erkennbaren Engpasskosten misst. Dies wird der besonderen Bedeutung der Gasnetzinfrastruktur nicht gerecht: Als Teil der kritischen Energieinfrastruktur dient sie nicht nur der kurzfristigen Engpassvermeidung, sondern auch der Aufrechterhaltung von Versorgungssicherheit und Resilienz. Wenn eine unzureichende Verzinsung – wie zuvor dargelegt – zu Investitionsstau führen kann, kann dessen regulatorische Bewertung daher nicht davon abhängen, ob sich die Folgen bereits kurzfristig in Engpassindikatoren niederschlagen.

Verzögerte oder unterlassene Investitionen können Versorgungssicherheit, technische Integrität, Resilienz, neue Anschlüsse, veränderte Lastflüsse und Transformationsfähigkeit betreffen und erst zeitversetzt sichtbar werden. Die Beschlusskammer erkennt selbst an, dass Gasnetze auch künftig ihren Zweck erfüllen und Investitionen in Erhalt sowie erforderlichenfalls Ausbau uneingeschränkt möglich und angemessen verzinst sein müssen.

Auch rückläufige oder schwankende Investitionsdaten belegen keinen geringen künftigen Investitionsbedarf. Sie zeigen ausschließlich umgesetzte Investitionen, nicht aber verschobene, angepasste oder wegen regulatorischer Unsicherheiten noch nicht geplante Maßnahmen. Die FNB halten es daher für erforderlich, vermeintlich geringe volkswirtschaftliche Schäden weder zur Begründung der konkreten Höhe des Risikofaktors noch zur Rechtfertigung einer Nichtausschöpfung des plausiblen Wertebereichs heranzuziehen.

Die Beschlusskammer verweist ebenfalls auf Investorengespräche, wonach der deutsche Regulierungsrahmen grundsätzlich positiv gesehen werde, der Eigenkapitalzinssatz jedoch tendenziell als zu niedrig bewertet werde. Gleichwohl folgert sie aus dem fortbestehenden Interesse an deutschen Netzinfrastrukturen, dass die Eigenkapitalverzinsung wettbewerbsfähig sei. Diese Schlussfolgerung ist nicht hinreichend belastbar, da ein allgemeines Infrastrukturinteresse nicht ohne Weiteres die Angemessenheit der konkret festgelegten Verzinsung belegt.

Kritisch ist insbesondere die asymmetrische Würdigung der Befragungsergebnisse: Positive Aussagen zur Stabilität und Attraktivität des Regulierungsrahmens werden als Bestätigung herangezogen, während die zugleich geäußerte Kritik an der Höhe des Eigenkapitalzinssatzes unter Hinweis auf Eigeninteressen relativiert wird. Wenn Investorengespräche lediglich der Plausibilisierung dienen können, muss dies für positive wie kritische Aussagen gleichermaßen gelten.

Die FNB halten daher eine transparente und ausgewogene Darstellung der Investorenerkenntnisse für erforderlich. Soweit diese zur Plausibilisierung der Angemessenheit und Wettbewerbsfähigkeit der Kapitalverzinsung herangezogen werden, sind insbesondere Teilnehmerkreis, Fragestellungen, sektorale Ausrichtung und Auswertungsmethodik offenzulegen. Positive und kritische Einschätzungen müssen nach einheitlichen Maßstäben gewürdigt werden.

Die Beschlusskammer zieht ebenfalls den geringen oder ausbleibenden Einsatz von Marktbasierten Instrumenten (MBI), Lastflusszusagen und Kapazitätsrückkäufen als Hinweis darauf heran, dass volkswirtschaftliche Mehrkosten möglicher Verzögerungen des Netzausbaus äußerst begrenzt seien. Diese Indikatoren sind jedoch nicht geeignet, Unterinvestitionen oder die Folgen ausbleibender Investitionen umfassend zu beurteilen. Sie zeigen lediglich, dass im betrachteten Zeitraum keine entsprechenden kurzfristigen Bewirtschaftungsmaßnahmen erforderlich waren.

MBI und Lastflusszusagen erfassen insbesondere nicht langfristige Risiken der Versorgungssicherheit, Ersatz- und Erneuerungsbedarfe, Resilienzmaßnahmen, neue Anschluss- und Transportanforderungen oder Transformationsmaßnahmen, die sich noch nicht in aktuellen Engpässen niederschlagen. Zwischen einer unterlassenen Investition und einem messbaren Engpass kann zudem ein erheblicher zeitlicher Abstand liegen.

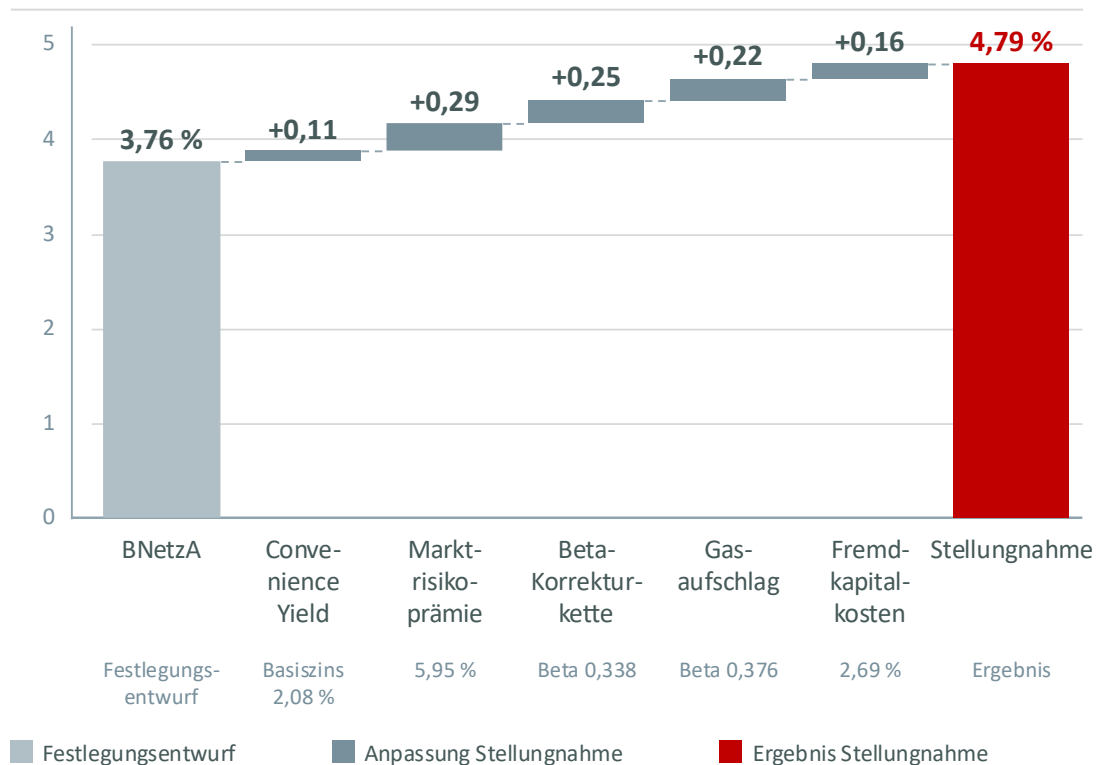
Ein geringer Instrumenteneinsatz kann auch Ergebnis früherer Investitionen und vorausschauender Netzplanung sein. Er belegt dann gerade den Erfolg bisheriger Investitionstätigkeit und kann nicht als Argument dafür dienen, dass künftig geringere Investitionsanreize ausreichen. Nach Auffassung der FNB muss eine belastbare Beurteilung zukunftsgerichtet erfolgen und insbesondere Versorgungssicherheit, Netzerhaltung, Transformationsbedarfe sowie künftige Anschluss- und Transportanforderungen berücksichtigen.

Gesamtergebnis

Die sequenzielle Rechnung verläuft in fünf Stufen. Ausgehend von 3,76 % hebt der Convenience Yield den Satz auf 3,87 %, die sachgerechte Marktrisikoprämie auf 4,16 %, die Beta-Korrekturkette auf 4,41 %, der Zuschlag für die Gasnetzaktivitäten auf 4,64 % und die Anpassung der Fremdkapitalkosten auf 4,79 %. Die Summe der einzeln gemessenen Wirkungen beträgt 0,95 %-Punkte; die Differenz zu den 1,03 %-Punkten der sequenziellen Rechnung ist kein zusätzlicher Ansatz, sondern der rechnerische Ausdruck dessen, dass ein höherer Beta-Faktor stärker wirkt, wenn zugleich die Marktrisikoprämie höher ist. Maßgeblich ist die sequenzielle Rechnung.

Kapitalverzinsungssatz – Gesamtwirkung der methodischen Anpassungen

Kalkulatorischer Kapitalverzinsungssatz vor Steuern in Prozent



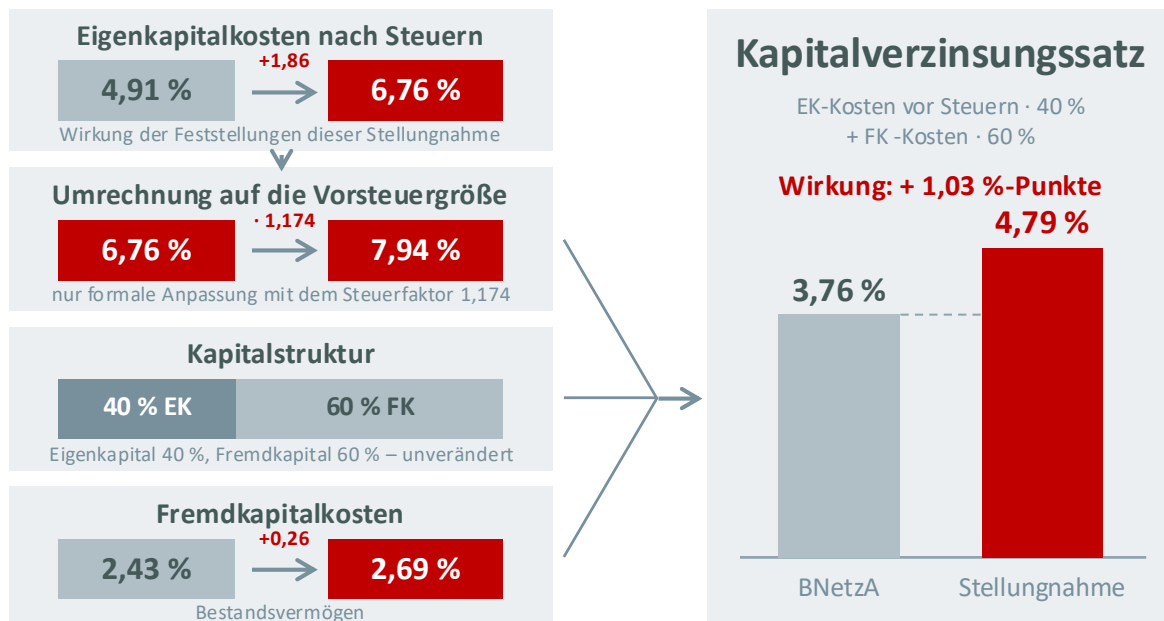
Sequenzielle Rechnung; die Stufen bauen aufeinander auf, weshalb die Stufenbeiträge von den unter sonst gleichen Bedingungen gemessenen Einzelwirkungen abweichen. Die Summe der Einzelwirkungen beträgt 0,95 %-Punkte, die sequenzielle Gesamtwirkung 1,03 %-Punkte; die Differenz beruht darauf, dass die Korrekturen einander verstärken. Der Kalenderjahreffekt ist nicht enthalten und gesondert ausgewiesen.

Abbildung 7: Kapitalverzinsungssatz vom Festlegungsentwurf zum Ergebnis dieser Stellungnahme

Aus dem Eigenkapitalzinssatz vor Steuern, der nach Tenorziffer 3 Satz 3 KapVer unveränderten Kapitalstruktur von 40 % zu 60 % und dem Fremdkapitalzinssatz ergibt sich der Kapitalverzinsungssatz von 4,79 % vor Steuern.

Der Kapitalverzinsungssatz insgesamt

Kalkulatorischer Kapitalverzinsungssatz vor Steuern in Prozent



Höhere Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten führen bei unveränderter Kapitalstruktur zu einem Kapitalverzinsungssatz von 4,79 %.

■ Festlegungsentwurf ■ Ergebnis Stellungnahme

Kapitalverzinsungssatz der Bundesnetzagentur 3,76 % nach Festlegungsentwurf Rn. 24. Der oberste Block zeigt die Wirkung der Feststellungen auf die Eigenkapitalkosten nach Steuern; der zweite rechnet diesen Wert mit dem Steuerfaktor 1,174 auf die Vorsteuergröße um. In den Kapitalverzinsungssatz gehen die Eigenkapitalkosten vor Steuern, die Kapitalstruktur und die Fremdkapitalkosten ein. Nicht enthalten ist der Kalenderjahreffekt.

Abbildung 8: Zusammenführung von Eigenkapitalkosten, Kapitalstruktur und Fremdkapitalkosten zum Kapitalverzinsungssatz

Kalenderjahreffekt und Aktualisierung

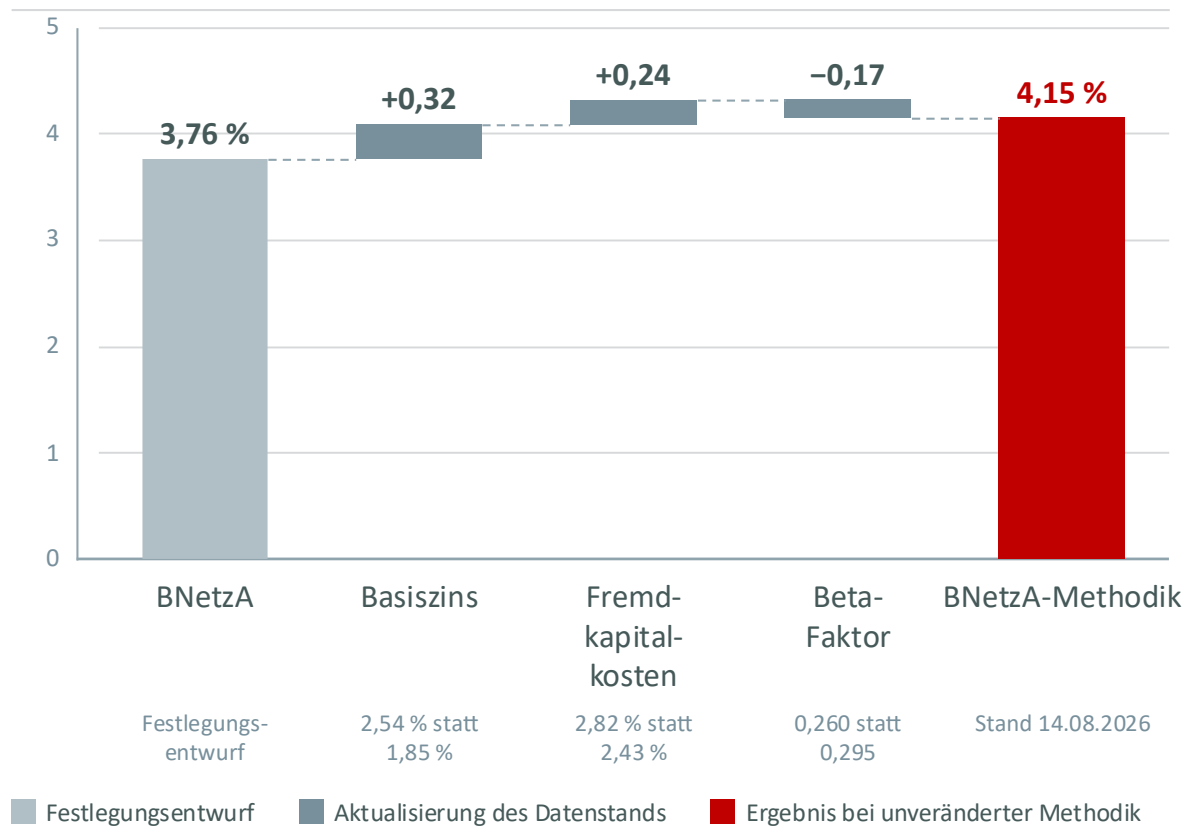
Die Methodenfestlegung Kapitalverzinsung erzeugt einen systematischen Kalenderjahreffekt. Er entsteht dadurch, dass sowohl bei der Ermittlung des sicheren Zinssatzes nach Tenorziffer 4.2 KapVer als auch bei den Fremdkapitalkosten nach Tenorziffer 5.2 KapVer ausschließlich auf abgeschlossene Kalenderjahre abgestellt wird. Werden die Kapitalkosten für Gas- und Stromnetzbetreiber aber in unterschiedlichen Kalenderjahren mit unterschiedlichen Stichtagen bzw. Jahresscheiben der Kapitalmarktdaten bzw. Zinsreihen festgelegt, so gehen dadurch unterschiedliche Datenstände und Zeitreihen in die Berechnung der jeweiligen Verzinsung ein, obwohl sich beide auf nahezu denselben zukünftigen Regulierungszeitraum beziehen. Der Effekt beruht auf der Regelung der Methodenfestlegung selbst und ist insoweit mit dem Regulierungsrahmen vereinbar. Er ist deshalb kein weiterer Kritikpunkt an der Ermittlungsmethodik selbst und in den 4,79 % ist er nicht enthalten.

Für die bevorstehenden Festlegungen ist dieser Effekt jedoch von erheblicher quantitativer Bedeutung. Erfolgt die Festlegung für Gasnetzbetreiber noch im Jahr 2026 mit dem Datenstand 31.12.2025, so bleiben die Kapitalmarktentwicklungen des Jahres 2026 bei der Ermittlung des sicheren Zinssatzes (Ermittlung als Zinsreihendurchschnitt 2021-2025) und der Fremdkapitalkosten (Ermittlung als Zinsreihendurchschnitt 2019-2025) unberücksichtigt, bei einer Festlegung für Stromnetzbetreiber im Jahr 2027 würden diese Daten mit Stand zum 31.12.2026 dagegen einbezogen und die Festlegung der beiden Parameter erfolgte um eine um ein Jahr nach vorne verschobenen Durchschnittswert (2022-2026 für den sicheren Zins, 2020-2026 für den Fremdkapitalzins). Unter Berücksichtigung der bisher für 2026 bis zum 14. August 2026 beobachteten Kapitalmarktentwicklung und der Annahme einer konstanten Zinsentwicklung für die im Jahr 2026 verbleibenden rd. 4,5 Monate stiege der sichere Zinssatz von 1,85 % auf rund 2,54 % und der Fremdkapitalzinssatz von 2,43 % auf rund 2,82 %. Diese beiden Effekte allein würden den Kapitalverzinsungssatz gegenüber dem Festlegungsentwurf um rund 0,56 %-Punkte erhöhen. Wird zusätzlich der auf den aktualisierten Kapitalmarktdaten ermittelte verschuldete Beta-Faktor von 0,545 berücksichtigt, so ergibt sich ein Kapitalverzinsungssatz von etwa 4,15 %, der um rund 0,39 %-Punkte höher ausfällt als im Festlegungsentwurf. Bereits eine Verschiebung des Festlegungszeitpunkts um wenige Wochen über den Jahreswechsel kann somit zu einer materiell unterschiedlichen regulatorischen Kapitalverzinsung führen.

Der Kalenderjahreffekt ist ökonomisch problematisch, weil Strom- und Gasnetzbetreiber für den nahezu identischen zukünftigen Zeitraum (2028-2032 Gas, 2029-2033 Strom) unterschiedliche Verzinsungen erhalten, obwohl die Methodik der Beschlusskammer beim sicheren Zins und bei den Fremdkapitalkosten keine sektorspezifische Differenzierung vorsieht. Folgt die Abweichung ausschließlich aus dem Zeitpunkt der Festlegung, so können nicht beide Sätze zugleich die wettbewerbsgerechten Kapitalkosten abbilden: Entweder liegt die Verzinsung der einen Gruppe oberhalb oder diejenige der anderen unterhalb dieser Kosten. Für beide Netzsektoren zugleich ist eine wettbewerbsgerechte Verzinsung im Sinne des § 21 Abs. 2 EnWG dann nicht gewährleistet. Die Kapitalverzinsung soll den Kapitalgebern eine Rendite ermöglichen, die unter den Bedingungen vollständigen Wettbewerbs erzielbar wäre, Investitionsmittel zwischen Sektoren zu lenken ist nicht ihre Aufgabe. Genau das aber täte hier allein die Wahl des Festlegungszeitpunkts: Sie leitete Mittel vom Gas- in den Stromnetzbetrieb um.

Wirkung einer reinen Aktualisierung des Datenstands

Kapitalverzinsungssatz vor Steuern in Prozent bei unveränderter Methodik der Beschlusskammer



Sämtliche Verfahrensentscheidungen der Beschlusskammer sind unverändert übernommen; verschoben ist allein das Ende der Ermittlungszeiträume vom 31. Dezember 2025 auf den 14. August 2026. Der Basiszins ist damit das Mittel der Kalenderjahre 2022 bis 2026, der Fremdkapitalzinssatz das Mittel der Kalenderjahre 2020 bis 2026, und die Schätzperioden des Beta-Faktors sind um dasselbe Jahr gerollt. Die drei Wirkungen sind exakt additiv. Ausgangswert ist der aus ungerundeten Fenstermitteln gerechnete Satz von 3,760 %; die Abweichung von 0,004 %-Punkten gegenüber den gerundeten Ansatzwerten ist reine Eingangsroundung.

Abbildung 9: Kapitalverzinsungssatz bei unveränderter Methodik und aktualisiertem Datenstand

Der Kalenderjahreffeckt ist damit kein lediglich technisches Detail der Berechnung. Er kann zu einer materiellen und sachlich nicht durch unterschiedliche Risiken begründeten Abweichung der regulatorischen Verzinsung von Strom- und Gasnetzbetreibern führen. Bei der Festlegung des Kapitalverzinsungssatzes darf die Höhe der regulatorischen Verzinsung nicht maßgeblich davon abhängen, ob eine Festlegung wenige Wochen vor oder nach einem Kalenderjahreswechsel erfolgt.

Bei Verwendung einer Methodik, die maßgeblich auf historischen Zinssätzen und Kapitalmarktdaten basierend Zinssätze für einen zukünftigen Zeitraum festlegt, sollte der zugrunde gelegte Datenstand möglichst nahe an dem Zeitraum liegen, für den die ermittelten Zinssätze gelten sollen. Nur so kann gewährleistet werden, dass die festgelegte Verzinsung die aktuellen Renditeerwartungen und Refinanzierungskosten der Kapitalmärkte hinreichend abbildet. Die Bundesnetzagentur hat nach ihrer eigenen Methodenfestlegung ein Ermessen bei der Wahl des Festlegungszeitpunktes. Ein internationaler Vergleich zeigt, dass eine solche zeitliche Nähe sowohl praktikabel als auch regulatorisch üblich ist. So hat die österreichische Regulierungsbehörde E-Control den für die Regulierungsperiode 2024 bis 2028

geltenden WACC auf Grundlage eines Kapitalmarktdatenstands zum 31. August 2023 festgelegt. Der Abstand zwischen Festlegungszeitpunkt und Wirkzeitraum betrug damit lediglich rund vier Monate. Gerade vor dem Hintergrund der seit dem Jahr 2022 eingetretenen Zinswende sowie des nachhaltig veränderten Kapitalmarktumfelds ist die Bundesnetzagentur dringend dazu angehalten, diesen Ermessenspielraum mit dem Ziel der Berücksichtigung möglichst aktueller Kapitalmarktkonditionen auszuüben. Dies gilt insbesondere auch vor dem Hintergrund einer sich anbahnenden Ungleichbehandlung von Gas- und Stromnetzbetreibern: Während Stromnetzbetreiber von einem zusätzlichen Jahr aktueller, die Zinswende beinhaltender Kapitalmarktinformationen profitieren würden, müssten Gasnetzbetreiber eine gesamte Regulierungsperiode auf Grundlage eines um ein Jahr älteren und die signifikanten Zinsänderungen weit weniger widerspiegelnden Datenstands bestreiten. Die oben aufgeführte quantitative Gegenüberstellung der resultierenden Zinssätze mit den unterschiedlichen Festlegungszeitpunkten 31.12.2026 vs. 31.12.2025 (Sicherer Basiszins + 69 Basispunkte bzw. 0,69 %, Fremdkapitalzins + 39 Basispunkte bzw. 0,39 %) lässt zweifelsfrei erkennen, wie gravierend diese Ungleichbehandlung zwischen Gas- und Stromnetzbetreibern ausfiele. Ohne sachlich tragfähigen und insbesondere ohne kapitalmarktbezogenen Rechtfertigungsgrund würde somit erstmals von dem bislang durchgängig verfolgten Ansatz einer einheitlichen Verzinsung von Strom- und Gasnetzen abgewichen.

Zudem sind keine nachvollziehbaren fachlichen Gründe ersichtlich, weshalb eine Festlegung Anfang 2027 statt Ende 2026 zu Verwerfungen in Folgeprozessen der Regulierung führen könnten. Vielmehr muss die Festlegung entsprechend später erfolgen, um innerhalb der Vorgaben von KapVer dennoch möglichst aktuelle Entwicklungen bei der in die Zukunft reichenden Festlegung zu berücksichtigen.

3. Fazit

Die beiden Ebenen der Analyse der Gutachter Meitner/Streitferdt – die methodisch-technische Seite und der Kalenderjahreffekt – sind voneinander unabhängig und schließen sich nicht aus. Die eine betrifft die Methodik: Sie beanstandet Verfahrensentscheidungen, die von der Methodenfestlegung oder von anerkannten wissenschaftlichen Erkenntnissen abweichen, und ist unabhängig davon zu beurteilen, welcher Datenstand der Ermittlung zugrunde liegt. Die andere betrifft allein den Datenstand: Sie lässt die Methodik unangetastet und fragt nur, welchen Wert dieselbe Rechnung mit aktuelleren Eingangsgrößen ergibt.

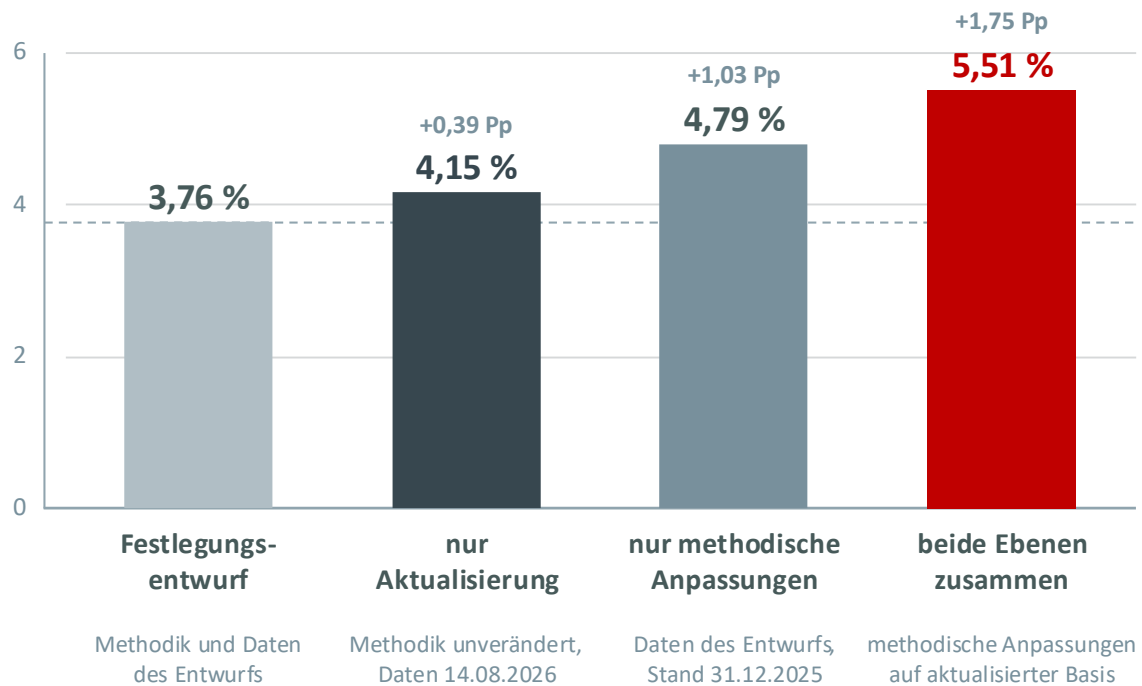
Werden beide zusammengeführt, so sind die vorstehend begründeten Anpassungen auf der aktualisierten Datengrundlage neu zu rechnen: Ausgehend von den 4,15 % heben sie den Kapitalverzinsungssatz um 1,36 %-Punkte auf 5,51 % vor Steuern. Der Zuwachs ist größer als die 1,03 %-Punkte auf dem Datenstand des Entwurfs, weil einzelne Anpassungen auf der aktualisierten Grundlage stärker wirken – vor allem die Bereinigung der Prior-Varianz, deren Gewicht umso größer ist, je enger die Vergleichsgruppe zusammenliegt.

Damit ergibt sich das folgende Bild: Der Festlegungsentwurf weist 3,76 % aus. Die reine Aktualisierung der Ermittlungszeiträume führt bei unveränderter Methodik auf 4,15 %, die vorstehend begründeten methodischen Anpassungen auf dem Datenstand des Entwurfs auf 4,79 %, und beide Ebenen zusammen

auf 5,51 % vor Steuern. Dass ein solcher WACC angemessen und wettbewerbsfähig ist, zeigt ein Vergleich mit anderen europäischen Regulierungssystemen. Sollte die Bundesnetzagentur bei dem konsultierten Wert von 3,76% bleiben, wird dies zu einem erheblichen Nachteil der deutschen Gasnetzbetreiber im internationalen Wettbewerb um Kapital führen.

Methodische Anpassungen und Aktualisierung in der Gesamtschau

Kalkulatorischer Kapitalverzinsungssatz vor Steuern in Prozent



Methodik unverändert, Daten aktualisiert – beide Ebenen zusammen 5,51 %.

Die gestrichelte Linie ist das Niveau des Festlegungsentwurfs; die Angabe über jeder Säule ist der Abstand dazu. Die zweite Säule übernimmt sämtliche Verfahrensentscheidungen der Beschlusskammer und verschiebt allein die Ermittlungszeiträume auf den 14. August 2026. Die dritte enthält allein die methodischen Anpassungen dieser Stellungnahme. Die vierte rechnet jede dieser Anpassungen auf der aktualisierten Grundlage neu; die Gesamtwirkung ist deshalb größer als die Summe der Einzelwirkungen von 0,39 und 1,03 %-Punkten.

Abbildung 10: Methodische Anpassungen und Aktualisierung in der Gesamtschau