

# Zu viel oder zu wenig? Im Gespräch mit dem Regulierungsexperten Rudolf Böck über die Eigenkapitalzinssätze in der 3. Regulierungsperiode

Categories : [Energie](#), [Gas](#), [Regulierung](#), [Strom](#)

Tagged as : [3. Regulierungsperiode](#), [Altanlagen](#), [Anreizregulierung](#), [BNetzA](#), [Eigenkapitalzins](#), [Energiewende](#), [implizite Marktrisikoprämie](#), [Investitionen](#), [Marktrisikoprämie](#), [Netzausbau](#), [Netzbetreiber](#), [Netzentgelt](#), [Netzinfrastruktur](#), [Neuanlagen](#), [Rendite](#), [Versorgungssicherheit](#)

Date : 12. Oktober 2016

Bis zur nächsten Regulierungsperiode für Gas (2018) und Strom (2019) ist es zwar noch ein Weilchen hin, dennoch wird schon seit längerem kontrovers darüber diskutiert, welche Eigenkapitalzinssätze notwendig sind, damit Netzbetreiber in Ausbau und Modernisierung ihrer Netzinfrastruktur weiter investieren können. Anfang 2015 gab es die ersten Meldungen, die [Bundesnetzagentur](#) (BNetzA) plane in der 3. Regulierungsperiode die Eigenkapitalzinssätze zu senken. Diese Gerüchte haben sich zwischenzeitlich [bewahrheitet](#): Für Neuanlagen will die Regulierungsbehörde den Netzbetreibern statt bisher 9,05 Prozent nur noch 6,91 Prozent Eigenkapitalverzinsung zugestehen. Für Altanlagen sieht der aktuelle Beschluss ([Gas/Strom](#)) eine Senkung der Eigenkapitalverzinsung von 7,14 Prozent auf 5,12 Prozent vor.

Die Lager sind gespalten. Während einige Verbände diese Kürzungen noch nicht weit genug gehen und die Wirtschaftspresse immer noch von ungerechtfertigten „Traumrenditen“ zu Lasten des Verbrauchers schreibt, ächzen die Netzbetreiber, dass wichtige Investitionen in die Netze so kaum möglich sind. Ja was denn nun? Wir wollten es genau wissen und haben den Wirtschaftsprüfer und Regulierungsexperten [Rudolf Böck](#) gefragt.

**BBH-Blog:** Sehr geehrter Herr Böck, wir freuen uns, dass Sie sich für ein klärendes Gespräch die Zeit nehmen. Sie werden sicherlich aktuell mit vielen Fragen von Vertretern aus der Energiebranche konfrontiert.

**Böck:** Tatsächlich besteht, nun da die Eigenkapitalzinssätze feststehen, eine große Verunsicherung bei den Netzbetreibern. Viele hatten gehofft, die Bundesnetzagentur würde, wie bereits in der 2. Regulierungsperiode, doch noch nachjustieren, nachdem man über unterschiedlichste Kanäle versucht hatte, Überzeugungsarbeit zu leisten.

**BBH-Blog:** Kann man die nun festgesetzten Obergrenzen von 6,91 Prozent bzw. 5,12 Prozent möglicherweise als Kompromiss verstehen? So hatten manche ja im Vorfeld bspw. einen Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen von rund 5 Prozent gefordert, was deutlich unter dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen der 2. Regulierungsperiode von rund 9 Prozent liegt.

**Böck:** Leider nein. Die Betreiber von deutschen Strom- und Gasnetzen tragen die Verantwortung dafür, dass der im Zuge der Energiewende dringend benötigte Netzausbau entsprechend vorangetrieben wird. Des Weiteren sind sie auch für die Instandhaltung und Modernisierung dieser Netze verantwortlich. Die deutschen Netzbetreiber sind somit Garant für die Versorgungssicherheit mit Energie in Deutschland. Um diese sehr komplexe Aufgabe aber auch auf Dauer erfüllen zu können, muss eine Rendite der dringend benötigten Investitionen sichergestellt werden, die das unternehmerische Risiko des Netzbetriebs angemessen würdigt. Doch während sich die am Markt beobachtbare Rendite im Vergleich zu der Vergangenheit nur unwesentlich verändert hat, entscheidet sich die Regulierungsbehörde in Bezug auf die Rendite deutscher Netzbetreiber nun für eine drastische Verringerung. Die aktuelle Absenkung entspricht

damit einer Verkennung der gesamtwirtschaftlichen Realität. Bei den Eigenkapitalzinssätzen des aktuellen Beschlusses für die 3. Regulierungsperiode kann somit von Überrenditen überhaupt keine Rede sein, im Gegenteil.

**BBH-Blog:** Wie erklären Sie sich dann das aktuelle Misstrauen gegenüber deutschen Netzbetreibern?

**Böck:** Nun ja, beim Netzbetrieb handelt es sich um das letzte energiewirtschaftliche Monopol, das nach der Liberalisierung 1998 noch Bestand hat. Monopolisten wird ja prinzipiell mit einer gewissen Grundskepsis begegnet. Das ist zwar grundsätzlich gut so und zum Teil sicher auch gerechtfertigt. Man muss aber bedenken, dass um dieses Monopol herum eine komplexe und vielschichtige Regulierung gebildet wurde, deren Ziel es gerade ist, jeglichen Missbrauch zu verhindern. Dabei ist die Schaffung von angemessenen Rahmenbedingungen jedoch gleichzeitig ein wesentlicher Faktor, um das Hauptziel der Regulierung, die Versorgungssicherheit in Deutschland, auch in Zukunft zu gewährleisten. Über die Jahre ist das System der Anreizregulierung und der Netzentgelte allerdings so dermaßen kompliziert geworden, dass es fast keiner mehr versteht. Auch deswegen haben sich Behördenpraxis und wirtschaftliche Realität immer weiter voneinander entfernt, was wir auch am aktuellen Fall der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für deutsche Netzbetreiber wieder sehr gut beobachten können.

**BBH-Blog:** Die Vertreter niedrigerer Eigenkapitalzinssätze argumentieren auf Basis des allgemeinen Zinsniveaus, das aktuell an den Kapitalmärkten vorherrscht. Demzufolge müsste sich durch das gesunkene Zinsniveau auch die Eigenkapitalrendite verringern.

**Böck:** Dieses Argument hinkt aber. Das gesunkene Zinsniveau hat sich natürlich gerade auf die Verzinsung für Tagesgeld oder auch die Renditen für Bundes- oder Unternehmensanleihen stark reduzierend ausgewirkt. Doch sind solche Anlagen aufgrund des Risikoprofils keineswegs mit den Investitionen in den Netzbetrieb vergleichbar, worauf die Eigenkapitalzinssätze festgelegt werden. Diese Eigenkapitalzinssätze beziehen sich vielmehr auf Investitionen, die einem unternehmerischen Risiko ausgesetzt sind. Somit wäre hier nur ein Vergleich mit den Renditen am Aktienmarkt, die ebenfalls dieses unternehmerische Risiko beinhalten, zulässig. Bezogen auf den Aktienmarkt hätte das reduzierte Zinsniveau zu massiv steigenden Aktienkursen an den Börsen führen müssen. Dies ist aber nicht der Fall, da im Rahmen der Finanzmarktkrise die Risikoaversion der Investoren in Aktien stark zugenommen hat. Somit wird die Reduzierung des Zinsniveaus durch eine Erhöhung der Risikoprämie ausgeglichen. Die dieser Beobachtung zu Grunde liegende inverse Korrelation wird im aktuellen Beschluss für die 3. Regulierungsperiode jedoch nicht gewürdigt. Dies ist aber gerade vor dem Hintergrund der seit der Schuldenkrise auftretenden Abkoppelung des deutschen vom internationalen Zinsniveau von besonderer Bedeutung.

**BBH-Blog:** Gibt es denn keine festgeschriebene Methodik zur Berechnung der Eigenkapitalzinssätze?

**Böck:** Ja und Nein. Gemäß Netzentgeltverordnung ermitteln sich die Eigenkapitalzinssätze für Neu- und Altanlagen grundsätzlich aus Basiszinssatz zuzüglich Wagniszuschlag, wobei letzterer netzbetriebsspezifische unternehmerische Wagnisse abdecken soll. Während die Berechnungssystematik für den Basiszinssatz jedoch explizit rechtlich verankert ist, ist die Ermittlung des Wagniszuschlags an kein bestimmtes wissenschaftliches Modell bzw. an eine bestimmte Ermittlungssystematik gebunden. So besitzt die Regulierungsbehörde übrigens auch die freie Wahl in Bezug auf die verwendeten Parameter und Methoden.

Vor dem Hintergrund der durch die Finanzmarktkrise ausgelösten Veränderung der Kapitalmärkte ist beispielsweise die Verwendung der traditionellen Methode, historische Studien zur Schätzung einer zukünftigen Marktrisikoprämie heranzuziehen, zu diskutieren. Durch den sehr langen Betrachtungszeitraum von über 100 Jahren werden Strukturbrüche, wie eben die der Finanzmarktkrise, quasi gar nicht berücksichtigt. Eine Verarbeitung der Effekte der Finanzmarktkrise ist bei der Ermittlung

des Wagniszuschlags aber dringend zu empfehlen. Einen möglichen Ansatz hierzu bieten sog. implizite Marktrisikoprämien.

**BBH-Blog:** Wie hoch müsste denn der Eigenkapitalzinssatz für die 3. Regulierungsperiode Ihrer Meinung nach in etwa sein?

**Böck:** Unser umfangreiches Gutachten, das wir für die [GEODE](#) erstellt haben, kommt zu dem Schluss, dass der Zinssatz für Neuanlagen vor Körperschaftsteuer auf jeden Fall deutlich über 8 Prozent liegen muss, damit die Netzbetreiber ihre Aufgaben wahrnehmen und Investitionen in die Netze tätigen können. Dabei möchte ich noch einmal darauf hinweisen, dass adäquate Eigenkapitalzinssätze für alle Marktteilnehmer wichtig sind, da zu geringe Investitionsanreize in die Netzinfrastruktur das Gelingen der Energiewende gefährden können. Die jetzige Festlegung auf 6,91 Prozent für Neuanlagen wird daher langfristig leider voll zu Lasten der Qualität unserer Netzinfrastruktur in Deutschland gehen.

**BBH-Blog:** Sehr geehrter Herr Böck, vielen Dank für Ihre Erläuterungen!