

» STELLUNGNAHME

Zur Festlegung von Methoden zur Ermittlung einer pauschalierten Kapitalverzinsung GBK-25-02-3#1

Berlin, 18.08.2025

Der Verband kommunaler Unternehmen e. V. (VKU) vertritt über 1.550 Stadtwerke und kommunalwirtschaftliche Unternehmen in den Bereichen Energie, Wasser/Abwasser, Abfallwirtschaft sowie Telekommunikation. Mit über 300.000 Beschäftigten wurden 2021 Umsatzerlöse von 141 Milliarden Euro erwirtschaftet und mehr als 17 Milliarden Euro investiert. Im Endkundensegment haben die VKU-Mitgliedsunternehmen signifikante Marktanteile in zentralen Ver- und Entsorgungsbereichen: Strom 66 Prozent, Gas 60 Prozent, Wärme 88 Prozent, Trinkwasser 89 Prozent, Abwasser 45 Prozent. Die kommunale Abfallwirtschaft entsorgt jeden Tag 31.500 Tonnen Abfall und hat seit 1990 rund 78 Prozent ihrer CO2-Emissionen eingespart – damit ist sie der Hidden Champion des Klimaschutzes. Immer mehr Mitgliedsunternehmen engagieren sich im Breitbandausbau: 206 Unternehmen investieren pro Jahr über 822 Millionen Euro. Künftig wollen 80 Prozent der kommunalen Unternehmen den Mobilfunkunternehmen Anschlüsse für Antennen an ihr Glasfasernetz anbieten.

[Zahlen Daten Fakten 2023](#)

Wir halten Deutschland am Laufen – denn nichts geschieht, wenn es nicht vor Ort passiert: Unser Beitrag für heute und morgen: #Daseinsvorsorge. Unsere Positionen: www.vku.de

Interessenvertretung:

Der VKU ist registrierter Interessenvertreter und wird im Lobbyregister des Bundes unter der Registernummer: R000098 geführt. Der VKU betreibt Interessenvertretung auf der Grundlage des „Verhaltenskodex für Interessenvertreterinnen und Interessenvertreter im Rahmen des Lobbyregistergesetzes“.

Verband kommunaler Unternehmen e.V. · Invalidenstraße 91 · 10115 Berlin

Fon +49 30 58580-0 · Fax +49 30 58580-100 · info@vku.de · www.vku.de

Der VKU ist mit einer Veröffentlichung der Stellungnahme einschließlich der personenbezogenen Daten einverstanden.

Einleitung

Der VKU nimmt die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Entwurf der Methodenfestlegung der Bundesnetzagentur (BNetzA) zur Kapitalverzinsung erneut wahr. In seinen bisherigen Stellungnahmen hat der VKU die wesentlichen Änderungen im Bereich der Kapitalverzinsung bereits eingehend bewertet und seine Position hierzu deutlich gemacht.

Vor dem Hintergrund dieser bereits umfassend dargestellten Einschätzungen schließt sich der VKU der aktuellen Stellungnahme des Bundesverbands der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW) inhaltlich an. Die vorliegende Stellungnahme des VKU konzentriert sich daher gezielt auf einzelne Regelungen des Festlegungsentwurfs, die aus Sicht der kommunalen Unternehmen besonders hervorzuheben sind. Ziel ist es, spezifische Aspekte zu adressieren, die für die kommunale Praxis von besonderer Relevanz sind.

2. Ermittlung des pauschalen Kapitalverzinsungssatzes

Das Ziel der Ermittlung eines pauschalen Kapitalverzinsungssatzes wird von uns ausdrücklich begrüßt. Aus Sicht der Netzbetreiber versprechen wir uns hiervon eine signifikante Verringerung des Dokumentationsaufwands im Zusammenhang mit den einzelnen Ansätzen in den Tätigkeitsbilanzen für die Strom- und Gasnetze. Wir gehen davon aus, dass die Regulierungsbehörden die sich daraus ergebenden Potenziale zur Reduzierung der Dokumentationspflichten seitens der Netzbetreiber aufgreifen und der Prozess der Kostenprüfung sowie -genehmigung in diesem Zusammenhang für alle Beteiligten effizienter gestaltet wird.

3. Kapitalquote

Die im Entwurf der Methodenfestlegung genannte Eigenkapitalquote von 40 % liegt nach den Ausführungen der Gutachter der Bundesnetzagentur im internationalen Vergleich am unteren Rand. Insofern bestätigen selbst die von der Bundesnetzagentur beauftragten Gutachter diesen Wert lediglich teilweise und keinesfalls in dem Maße, wie es in der Begründung des Festlegungsentwurfs dargestellt wird. Methodisch wird dies nur eingeschränkt dadurch kompensiert, dass bei der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes unter Anwendung des im Entwurf verankerten Capital Asset Pricing Model (CAPM) eine geringere Eigenkapitalquote mit einem höheren Beta-Faktor und einem entsprechend höheren Wagniszuschlag einhergeht.

4. Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes

Tenorziffer 4.1

Die Bundesnetzagentur beabsichtigt, das Capital Asset Pricing Model (CAPM) als alleinigen Ansatz zur Ermittlung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes festzuschreiben. Diese Methode entspricht nach gängiger Rechtsprechung weiterhin dem Stand der Wis-

senschaft, spiegelt jedoch nicht mehr die internationale Regulierungspraxis wider. Während andere Regulierungsbehörden ihre Ansätze fortlaufend weiterentwickeln, um kapitalmarkttaugliche Zinssätze abzuleiten, haben die BNetzA und ihre Gutachter im Rahmen ihrer wissenschaftlichen Prüfung lediglich ausgewählte Teile des Gutachtens zur Zinssatzfestlegung für die vierte Regulierungsperiode überprüft und übernommen.

Eine umfassende und plausible Verprobung des Eigenkapitalzinssatzes unter Berücksichtigung der aktuellen Bedingungen auf den Finanzmärkten ist in der Methodenfestlegung nicht vorgesehen. Vorschläge aus der Branche im Rahmen der Konsultation – etwa die Durchführung eines Finanzierungstests unter Berücksichtigung des festzulegenden Eigenkapitalzinssatzes – wurden nicht aufgegriffen. Weitere potenzielle Prüfansätze, wie die Anwendung alternativer Methoden zur Ableitung eines Eigenkapitalzinssatzes, wurden aus unserer Sicht auf Basis nicht nachvollziehbarer Argumente verworfen.

Eine systematische Überprüfung, ob die künftig festzulegenden Eigenkapitalzinssätze geeignet sind, die Beschaffung der erheblichen Finanzmittel für die Umsetzung der Transformation der Energienetze sicherzustellen, fehlt bislang. Vor diesem Hintergrund befürchten wir, dass deutsche Netzbetreiber bei der Kapitalbeschaffung im internationalen Wettbewerb zunehmend ins Hintertreffen geraten.

Unsere Kritik zu Tenorziffer 4.5 greift hierzu einen offensichtlichen und wichtigen Teilaspekt auf.

Tenorziffer 4.5

Der VKU begrüßt, dass die methodische Konsistenz der beiden risikofreien Zinssätze, die im Rahmen des CAPM bei der Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes eingehen, zu berücksichtigen ist. Allerdings ist diese Regelung eine Selbstverständlichkeit und damit nicht konkret genug, auch nicht für eine Methodenfestlegung.

Schon in der aktuellen Regulatorik hatte die BNetzA bei der Anwendung des CAPM den Regelungsinhalt der Tenorziffer 4.5 zu berücksichtigen. Andernfalls wäre das CAPM von ihr nicht sachrichtig angewandt worden. Mit Blick auf die Einzelfestlegung der kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze für Alt- und Neuanlagen aus dem Jahr 2021 ist eine Differenz zwischen dem risikofreien Basiszins als Summand innerhalb der CAPM-Formel und dem risikofreien Zins als Komponente zur Schätzung der Marktrisikoprämie festzustellen. Diese Differenz übersteigt vier Prozentpunkte. Eine Differenz in diesem Ausmaß ist ein überzeugender Beleg dafür, dass die sachliche Konsistenz in der Vergangenheit nicht gewahrt worden ist. Die hier relevante höchstrichterliche Rechtsprechung hatte keine sachlich-fachlichen Kriterien zum entscheidenden Maßstab, sondern rechtliche Vorgaben, so dass der Bundesgerichtshof keine Korrektur angemahnt hat. Das Ergebnis konsterniert all diejenigen, die ergebnisneutral sachlich angemessene Vorgehensweisen erwarten. Viele Netzbetreiber konnten erstaunte Nachfragen von externen Stakeholdern, z.B. Wirtschaftsprüfer oder Bankenvertreter, lediglich so beantworten, dass dies tatsächlich die Regulierungspraxis sei und diese rechtskonform sei.

Die Regelung gemäß Tenorziffer 4.5 lässt nun befürchten, dass die Regulierungspraxis unverändert fortgeführt wird. Die Chancen, dass zukünftige juristische Überprüfungen zu anderen Erkenntnissen kommen als zuletzt, werden mit Blick auf die rein juristischen Maßstäbe von den Netzbetreibern kritisch gesehen. Das Ausmaß der Ermessensfreiheit der zuständigen Beschlusskammer in der BNetzA lässt die Netzbetreiber hilflos und mit Blick auf die Gerichte auch weitgehend schutzlos zurück.

Eine in dieser Konsistenzfrage grundsätzlich unveränderte Regulierungspraxis würde dazu beitragen, dass die zukünftigen kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze als Gesamtergebnis einer CAPM-Methodenanwendung weiterhin im internationalen Vergleich sehr niedrig festgelegt werden. Unmittelbar daraus folgt eine Beschneidung der Innenfinanzierungspotenziale der Netzbetreiber.

Eine Schwächung der Innenfinanzierungspotenziale der Netzbetreiber erschwert zusätzlich die Finanzierung der Energietransformation. Der VKU hat sich mit neuen Ansätzen zur Kapitalbeschaffung zum Gelingen der Energiewende beschäftigt.¹ In diesem Zusammenhang steht auch eine aktuelle Dokumentation des Dezernats Zukunft². Der VKU folgert aus dessen Ergebnissen insbesondere, dass Festlegungen zur Kapitalverzinsung, die zu keinen marktgerechten kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätzen führen, das Risiko erhöhen, innovative Finanzierungsinstrumente, wie sie dem Grunde nach auch durch die Bundesregierung gewollt sind, zu behindern. Diese sind nach Rückmeldung von Banken- und Finanzierungsseite zwingend notwendig, um die dringend nötigen Mittel für eine passgenauere Eigenkapitalausstattung vieler Netzbetreiber bereitzustellen, zusätzliches günstiges Fremdkapital zu allokalieren und – nicht zuletzt – den Anstieg der Netzentgelte für die Netznutzer zu dämpfen.

Der VKU bittet deshalb darum, die Regelung in Tenorziffer 4.5 anhand sachlicher Kriterien zu konkretisieren.

5. Bestimmung des kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatzes

Tenorziffer 5.2

Der VKU kritisiert die siebenjährige Durchschnittsbildung anhand eines arithmetischen Mittels der noch zu konkretisierenden Referenzreihe(n) für die Ermittlung des pauschalen Fremdkapitalzinssatzes, der über die Dauer einer Regulierungsperiode unveränderbar auf die Bestandsanlagen der Basisjahre angewendet wird.

Der mehrfach von den Netzbetreibern vorgetragenen Position, mit Bezug zu effizient beschafftem Fremdkapital keine regulatorischen Chancen, aber auch keine regulatorischen Risiken verknüpfen zu wollen, wird durch die Regelung in der fünften Regulierungsperiode nicht gefolgt. Die beabsichtigte Regelung führt dagegen bei vielen Netzbetreibern

¹ Positionspapier „Kapital für die Energiewende“ von Deloitte, BDEW, VKU, 2023

² „Stromnetzausbau: Kapital mobilisieren, Netzentgelte reduzieren“ von Dezernat Zukunft, 2025

innerhalb der fünften Regulierungsperiode systematisch zu Unterdeckungen ihrer tatsächlichen Fremdkapitalkosten. Sie wird vom VKU deshalb abgelehnt.

Der nunmehr vorliegende Entwurf überrascht. Der VKU hatte den Eindruck, dass spätestens im Rahmen der Diskussion im Workshop am 09.05.2025 Konsens herrschte, dass eine gute Regulierung den Netznutzern den Nutzen von Zinssenkungen zugesteht und den Netzbetreibern gleichzeitig das Risiko von Zinserhöhungen nimmt. Dies wäre mit einem verstärkt rollierenden Ansatz (z.B. anhand des hybriden Ansatzes der BNetzA) beim regulatorischen Fremdkapitalzinssatz möglich. Mit Tenorziffer 5.2 droht eine Chance vergeben zu werden.

Bezüglich der detaillierten Argumente für einen stärkeren rollierenden Ansatz auch beim regulatorischen Fremdkapitalzinssatz für die Bestandsanlagen verweist der VKU auf die aktuelle Stellungnahme des BDEW zum Festlegungsentwurf „Kapitalverzinsung“ sowie auf die Stellungnahme des BDEW zum „Sachstand der Methodenfestlegung Kapitalverzinsung“ vom 23.05.2025. Der VKU möchte für den Fall, dass eine rollierende Methode weiterhin abgelehnt werden sollte, nachfolgend die beabsichtigte Mittelwertbildung über sieben Jahre hervorheben.

In Abhängigkeit davon, wann die zuständige Beschlusskammer der BNetzA ihre Einzelfestlegungen treffen wird, werden auch die Jahre mit den sehr niedrigen Fremdkapitalzinssätzen mehr oder weniger ins Gewicht fallen. Der BNetzA ist zuzustimmen, dass Netzbetreiber auch im Zeitpunkt des Niedrigzinsumfeldes Fremdkapital aufgenommen haben, mit denen anteilig auch Bestandsanlagen des kommenden Basisjahres finanziert worden sind. Nachvollziehbar ist deshalb, dass die Netznutzer von diesem effizienten Wirtschaften der Netzbetreiber profitieren sollen. Aus diesem Grund ist es grundsätzlich sachgerecht, dass die niedrigen Zinssätze am Kapitalmarkt in die Ermittlung des regulatorischen Fremdkapitalzinssatzes Eingang finden.

Allerdings hält der VKU die beabsichtigte Regelung, nach welcher ein „älteres Niedrigzinnsjahr“ genauso mit einem Anteil von 1/7 in die Bestimmung des regulatorischen Fremdkapitalzinssatzes einfließen soll wie ein „jüngeres Normalzinnsjahr“ für unsachlich. Wie die BNetzA unter Randziffer 223 selbst feststellt, ist das Investitionsgeschehen, insbesondere im Elektrizitätssektor, dynamisch. Dies gilt auch für die durch den VKU vertretenen Verteilungsnetzbetreiber. Aus Sicht des VKU sollte die Große Beschlusskammer Energie dem nicht nur bei der Regelung der regulatorischen Fremdkapitalzinssätze im Kapitalkostenaufschlag gerecht werden, sondern ebenso bei der Regelung der regulatorischen Fremdkapitalzinssätze für die Bestandsanlagen der Basisjahre.

Sollte die BNetzA an ihrer Regelung zur Bestimmung des regulatorischen Fremdkapitalzinssatzes prinzipiell festhalten und eine verstärkte rollierende Methode ablehnen, so bittet der VKU darum, die Dynamik des Netzausbaus durch die Verteilungsnetzbetreiber zu berücksichtigen. Dies kann mittels Gewichtung der Zinssatz-Jahresscheiben anhand der Investitionshochläufe der Verteilungsnetzbetreiber erfolgen.

Tenorziffer 5.5

Der pauschale Ausschluss der Berücksichtigung von Nebenkosten der Fremdfinanzierung im Rahmen der Methodenfestlegung ist aus unserer Sicht nicht sachgerecht. Die Bundesnetzagentur führt selbst aus, dass solche Nebenkosten regelmäßig anfallen, hält deren Berücksichtigung jedoch dennoch für nicht angemessen. Diese pauschale Ablehnung ist aus zwei zentralen Gründen kritisch zu hinterfragen:

Erstens stützt sich die Bundesnetzagentur in ihrer Begründung auf eine Studie von NERA Economic Consulting aus dem Jahr 2023, wonach deutsche Netzbetreiber nur selten Anleiheemissionen unter Nennwert durchführen. Dabei handelt es sich um eine punktuelle Betrachtung, deren Aussagekraft zeitlich begrenzt ist. Es ist nicht nachvollziehbar, weshalb die für die Festlegung des WACC zuständige Beschlusskammer auf Basis dieser einmaligen Analyse dauerhaft auf die Berücksichtigung von Nebenkosten verzichten soll.

Zweitens verweist die Bundesnetzagentur auf eine typisierende Betrachtung, wonach Unternehmen, die Anleihen begeben, ihre Finanzierungsnebenkosten bereits über das Budgetprinzip im Basisjahr geltend machen würden. Diese Annahme greift jedoch für die Mehrheit der Mitgliedsunternehmen des VKU nicht. Aufgrund ihrer vergleichsweise geringen Finanzierungsvolumina begeben diese Unternehmen nur in Ausnahmefällen selbst Anleihen am Kapitalmarkt. Die Finanzierung erfolgt überwiegend über Bankdarlehen. Dabei ist davon auszugehen, dass Sachverhalte, die bei einer Anleiheemission als pagatorische Kosten direkt geltend gemacht werden könnten, im Falle einer Darlehensaufnahme in den Zinssatz einfließen. Diese Kosten sind somit nicht separat als pagatorische Aufwendungen im Basisjahr erfassbar.

Wenn die Methodenfestlegung den Ausgleich über den Fremdkapitalzinssatz ausschließt, entsteht eine strukturelle Benachteiligung kleinerer Netzbetreiber. Dies stellt aus unserer Sicht eine nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung dar.

Ansprechpartner:

Bereich Netzwirtschaft

Victor Fröse

Tel: +49 30 58580-195

Mobil: +49 170 8580195

froese@vku.de