



Risikogerechte Kapitalverzinsung der schweizerischen Elektrizitätsnetzbetreiber:

Ergebnis der Anhörung der interessierten Kreise

Zusammenfassung



Hintergrund

Das neue Stromversorgungsgesetz verlangt eine getrennte Rechnungslegung für die elektrische Energie und die Netznutzung. Während sich die Preise für die elektrische Energie vorwiegend im freien Wettbewerb bilden sollen, sieht der Gesetzgeber für die Berechnung der Netznutzungsentgelte klare Regeln vor. Dies ist nötig, weil sich im Bereich der Netze nichts an der bestehenden Monopolsituation ändert. Auch wenn ein Abnehmer den Stromproduzenten wechselt, wird er den Strom auch künftig über die bestehende Netzinfrastruktur beziehen.

Um die Netznutzungsentgelte herzuleiten, müssen die Netzbetreiber ihre kalkulatorischen Kosten offenlegen. Neben den Betriebskosten und den Abschreibungen stellt die risikogerechte Verzinsung des eingesetzten Kapitals einen wesentlichen Bestandteil der Kalkulation dar. Sowohl Fremd- als auch Eigenkapitalgeber sollen für das zur Verfügung gestellte Kapital angemessen entschädigt werden.

Die Preisüberwachung hat sich im Februar 2007 mit dem Papier „Netznutzungsentgelte. Ermittlung der risikogerechten Kapitalverzinsung der schweizerischen Elektrizitätsnetzbetreiber. Erste Fassung“ zu diesem Thema geäußert und die interessierten Kreise zu einer Stellungnahme aufgefordert. Diverse Unternehmen und Verbände der Branche sind dieser Aufforderung gefolgt. Die Auswertung sowie das Ergebnis der Anhörung wurde von der Preisüberwachung zusammengefasst und auf der Website des Preisüberwachers veröffentlicht.

⇒ Auswertung der Anhörung der interessierten Kreise
<http://www.preisueberwacher.admin.ch/themen/00518/00519/index.html?lang=de>

Ergebnis der Anhörung

Die verwendete Methode weighted average cost of capital (WACC) und das Capital Asset Pricing Model (CAPM) sind unbestritten. Das CAPM dient zur Schätzung der erwarteten branchenüblichen Eigenkapitalrendite. Mit Hilfe der WACC-Formel wird der gewichtete Gesamtkapitalkostensatz berechnet ($\text{Anteil Eigenkapital} \times \text{Eigenkapitalrendite} + \text{Anteil Fremdkapital} \times \text{Fremdkapitalzinssatz}$). Zusätzlich fließt die Abzugsmöglichkeit von Schuldzinsen bei Steuern ins Modell ein.

Anpassungen werden bei der Schätzung einzelner Variablen gefordert. So schätzen beispielsweise nicht alle Vernehmlassungsteilnehmer die branchenüblichen Fremdkapitalzinssätze gleich hoch ein. Die Auswirkungen der Differenzen sind in den meisten Fällen relativ gering. So liegt denn auch der von der Preisüberwachung ermittelte „Vanilla“-WACC-Satz mit 4.5% nur unwesentlich unter dem Durchschnitt der Unter- und Obergrenze des Verbands Schweizer Elektrizitätsunternehmen (VSE) von 4.8%. Das Ergebnis der Anhörung ist in untenstehender Tabelle dargestellt. Die Differenzen im Einzelnen können der Tabelle auf Seite 10 des oben erwähnten Papiers entnommen werden.

Wesentliche Differenzen zu den Forderungen der Branche

Der zentrale Unterschied in der Berechnung liegt in der Forderung des VSE und der Swisselectric nach dem Hinzufügen der zwei folgende zusätzlichen Komponenten:

1. Erschwerte Veräußerlichkeit

Die Branche verlangt eine unternehmensspezifische Risikoprämie für die eingeschränkte Handelbarkeit bzw. Veräußerlichkeit von Elektrizitätsunternehmen. Diese Forderung widerspricht dem gewählten Berechnungsmodell. In der einschlägigen Literatur werden solche Zuschläge nicht beim CAPM, sondern nur bei anderen Modellen verwendet. Entsprechend gewährt kein Regulator der Elektrizitätswirtschaft in Europa diesen Zuschlag. Zudem ist die Forderung kaum plausibel. Die Tatsache, dass Elektrizitätsnetze vergleichsweise selten den Eigentümer wechseln, dürfte in erster Linie daran liegen, dass die meisten Netze voll- oder mehrheitlich im Eigentum der öffentlichen Hand sind und aufgrund des politischen Willens nicht zum Verkauf stehen.



2. Markt-/Buchwertverhältnis

Die Branche fordert einen Zuschlag, weil der Marktwert der betroffenen Unternehmen regelmässig über dem Buchwert liegt. Auf diese Forderung kann schon deshalb nicht eingetreten werden, da der Gesetzgeber bei der Bemessung des zu verzinsenden Kapitals auf Anschaffungszeitwerte abstellt. Diese sind nach den Vorgaben des Gesetzes kalkulatorisch herzuleiten. Ziel ist, dasjenige Kapital zu verzinsen, das effektiv in die Netze investiert wurde, unabhängig davon, wie hoch der Marktwert eines Unternehmens beispielsweise im Falle eines Verkaufs festgelegt wird. Im Weiteren handelt es sich um einen logischen Zirkelschluss, wenn Marktwerte, die die künftigen Erträge reflektieren, als Grundlage für eine kostenbasierte Regulierung herangezogen werden, da die Erträge entscheidend durch die Regulierung bestimmt werden.

Die Preisüberwachung lehnt aus diesen Gründen beide Forderungen ab, weil sie erstens gesetzeswidrig sind, zweitens weder wirtschaftlich begründet sind noch Elemente des auch von der Branche anerkannten Modells bilden und drittens der regulatorischen Praxis in Europa widersprechen. Schliesslich stehen die beiden Korrekturen, die von der Branche gefordert werden, sogar in einem gewissen Widerspruch. Einerseits wird argumentiert, dass der Marktwert, der den geschätzten Verkaufspreis von Elektrizitätsnetzen widerspiegelt, deutlich über dem kalkulatorischen Anschaffungswert liege. Andererseits wird von einer erschwerten Veräußerbarkeit gesprochen, was zu einer Korrektur der Marktwerte nach unten zwingen würde.

Auswirkungen der Branchenforderungen auf die Eigenkapitalrendite

Bei der Diskussion um den WACC wird häufig verkannt, dass es sich um die Verzinsung des Gesamtkapitals (Eigenkapital und Fremdkapital) und nicht um die Eigenkapitalrendite handelt. Gemäss Berechnung der Preisüberwachung beträgt die Eigenkapitalrendite vor Steuern 10 % und nach Steuern 7.8 %. Die Forderung der Branche nach einem WACC von 7.6 bis 11.7 % (mit den zusätzlichen Komponenten „erschwerte Veräußerbarkeit“ und „Markt-/Buchwertverhältnis“) ist gleichbedeutend mit der Forderung nach einer Eigenkapitalrendite von 23.2 bis 37.7 % vor und 18.1 bis 29.4 % nach Steuern.

Bei der Festlegung der Eigenkapitalrendite ist zu berücksichtigen, dass Netzbetreiber auch künftig in ihrem Versorgungsgebiet über ein Monopol verfügen. Das Stromversorgungsgesetz sieht vor, dass mit den Netznutzungsentgelten die Kosten für den Bau, den Betrieb, den Unterhalt sowie die Erneuerung der Netze abgegolten werden und stellt sicher, dass den Eigentümern eine angemessene Rendite für das eingesetzte Kapital zukommt. Das Risiko des Eigentümers ist verglichen mit anderen Branchen entsprechend klein. Die vom Preisüberwacher zugestandene Rendite von 7.8 % nach Steuern ist unter diesen Bedingungen sicherlich genügend. Die Forderungen der Branche nach einer Eigenkapitalrendite über 20% muss als klar überzogen bezeichnet werden.



Gesamtkapitalkostensatz und Eigenkapitalrendite: Branchenforderung im Vergleich zu den Werten der Preisüberwachung

	CH					
	VSE ¹⁾		swiss- electric	DSV ²⁾	Ver- braucher	PUE ³⁾
	Unter- grenze	Ober- grenze				
Gesamtkapitalkostensatz "Vanilla"-WACC	7.6%	11.7%	8.5%	5.4%	4.2%	4.5%
Fremdkapitalkosten vor Steuern	3.1%	4.1%	3.6%	3.8%	3.1%	3.1%
Eigenkapitalrendite vor Steuern	23.2%	37.7%	25.6%	11.7%	8.7%	10.0%
Eigenkapitalrendite nach Steuern	18.1%	29.4%	19.9%	9.1%	6.8%	7.8%
Gewinnsteuersatz des Unternehmens	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Fremdkapitalanteil	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%

1) Verband Schweizerischer Elektrizitätsunternehmen

2) Dachverband Schweizer Verteilnetzbetreiber

3) Preisüberwachung

Quelle: Preisüberwachung: Auswertung der Anhörung der interessierten Kreise: S. 10.

<http://www.preisueberwacher.admin.ch/themen/00518/00519/index.html?lang=de>