

Deutsche Bahn AG • Potsdamer Platz 2 • 10785 Berlin • Germany

Joachim Fried

Bundesnetzagentur für Elektrizität,
Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen
Referat 705
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

Leiter
Wirtschaft, Politik und Regulierung

Senior Executive Vice President
Economic, Political Affairs
and Regulation

18.06.2010

Stellungnahme Kapitalkostengutachten

Sehr geehrte Damen und Herren,

am 10. Mai 2010 hat die Bundesnetzagentur (BNetzA) ein von ihr beauftragtes Gutachten zu den Kapitalkosten in der Eisenbahninfrastruktur vorgelegt. Erstellt wurde es von den Beratungsunternehmen Frontier Economics und IGES, sowie der TU Berlin. Gestützt auf das Gutachten schlägt die BNetzA für Eisenbahninfrastrukturunternehmen (EIU) des Bundes einen EK-Zinssatz von 6,8% vor Steuern vor, als FK-Zinssatz werden 4,7% für EIU des Bundes ermittelt. Nicht-bundeseigenen EIU wird ein wesentlich höherer EK-Zinssatz von mindestens 8,2% (je nach Anteil Güter- bzw. Personenverkehr) sowie ein FK-Zinssatz von 6,1% zugestanden.

Im Rahmen einer sechswöchigen Konsultationsfrist wird der interessierten Öffentlichkeit die Möglichkeit gegeben, zu dem Gutachten Stellung zu nehmen. Die Deutsche Bahn AG macht gerne von der ihr eingeräumten Gelegenheit zur Stellungnahme Gebrauch und möchte auf Schwächen des Gutachtens bei der gewählten Vorgehensweise und ihrer Anwendung hinweisen.

Die zentrale Bedeutung der Kapitalkosten für die Entgeltregulierung der Eisenbahninfrastruktur erfordert, dass diese neutral und wissenschaftlich belastbar ermittelt werden. Dies hat uns dazu veranlasst, ebenfalls ein Gutachten zu beauftragen, das wir diesem Schreiben als Anlage beigefügt haben [Anlage 1]. Erstellt wurde es von dem Beratungsunternehmen NERA Economic Consulting. Außerdem ha-

Deutsche Bahn AG

Potsdamer Platz 2
10785 Berlin
Tel: 030 297 6 11 10
Fax: 030 297 6 19 15
joachim.fried@deutschebahn.com
www.deutschebahn.com

Avenue des Arts 40
B-1040 Brüssel Belgien
Tel. 0032 2 289 00 80
Fax: 0032 2 289 00 89

...

ben wir die Experten von NERA darum gebeten, das Gutachten der BNetzA zu prüfen und die sich aus einem Vergleich der Gutachten ergebenden Anmerkungen zusammenzufassen. Dieses Papier übersenden wir Ihnen ebenfalls [Anlage 2].

Daneben haben wir das im Auftrag der BNetzA erstellte Gutachten auch selbst ausgewertet. Unsere folgenden Anmerkungen konzentrieren sich auf die grundsätzliche Herangehensweise der Gutachter, sowie die Frage, ob der rechtliche Rahmen und die Struktur des Eisenbahnsektors in Deutschland adäquat abgebildet werden.

Unsere Argumente lassen sich in zwei Blöcken zusammenfassen:

- **Infrastrukturunternehmen des Bundes unterscheiden sich in ihrer Renditeorientierung nicht von sonstigen Infrastrukturunternehmen:** Die vorgeschlagene, asymmetrische Behandlung von bundeseigenen und sonstigen Infrastrukturunternehmen ist unter rechtlichen und wettbewerbsökonomischen Gesichtspunkten fragwürdig.
- **Methodische Mängel der Kalkulation:** Die Berechnung der Kapitalkosten enthält zahlreiche methodische Fehler und kann den finanzwirtschaftlichen Ansprüchen, die hier angelegt werden müssen, nicht gerecht werden.

Dies möchten wir nachfolgend weiter vertiefen.

A Infrastrukturunternehmen des Bundes sind renditeorientiert

1. „Kompromiss“ beruht auf unvereinbaren Sichtweisen

Das Gutachten der BNetzA schlägt mit dem Capital Asset Pricing-Modell (CAPM) das übliche Verfahren für die Ermittlung der Kapitalkosten von EIU vor. Wegen der besonderen Stellung der bundeseigenen EIU soll für diese jedoch nicht die Mitte der in der CAPM-Analyse ermittelten Bandbreiten gelten, sondern die Untergrenze. Dieses Vorgehen ist inkonsistent. Die Infrastrukturunternehmen der Deutschen Bahn AG sind, wie die übrigen Infrastrukturunternehmen, als (renditeorientierte) Wirtschaftsunternehmen zu behandeln. Dann muss auch für diese eine marktkonforme Verzinsung gelten. Ihr Vorgehen ist zudem nicht konsistent damit, dass die Gutachter der BNetzA zunächst ausführlich begründen, weshalb ihrer Meinung nach die gewählten Vergleichsunternehmen die Risikostruktur der gesamten deutschen Eisenbahninfrastruktur gut abbilden, um anschließend für die EIU der Deutschen Bahn AG eine Ausnahmeregelung vorzuschlagen. Diese Unternehmen decken nach eigener Aussage der Gutachter 98 Prozent des Marktes ab und prägen damit die Charakteristika des Marktes entscheidend.

2. Symmetrische Regulierung der Eisenbahn-Infrastrukturunternehmen

Das Allgemeine Eisenbahngesetz (AEG) differenziert zwischen öffentlichen und nicht-öffentlichen Eisenbahnen, sowie bei den Betreibern von Eisenbahninfrastruktur zwischen Betreibern von Schienenwegen und Betreibern von Serviceeinrichtungen. Jenseits dieser Abgrenzung gelten die Vorgaben der Entgeltregulierung für alle (Gruppen von) Infrastrukturunternehmen in gleicher Weise (symmetrische Regulierung). Dies betrifft auch die Frage, wer Eigentümer eines EIU ist, also etwa, ob es sich um EIU des Bundes oder sonstige EIU handelt.

Das mittelbare staatliche Eigentum an den EIU des Bundes kann damit eine unterschiedliche Methodik nicht begründen. Dies entspricht auch der internationalen und deutschen Regulierungspraxis, nach der die Ermittlung der regulatorisch angemessenen Kapitalrendite durchweg unabhängig von den Eigentumsverhältnissen erfolgt. Die Gutachter stellen zwei Thesen auf, um eine Differenzierung der Renditehöhen zu rechtfertigen:

Erstens gewähre der Bund den Unternehmen eine „faktische Haftungsgarantie“. Der Einsatz von Eigenkapital sei dadurch praktisch risikofrei, die Renditeansprüche könnten sich entsprechend an der Höhe der Fremdkapitalkosten orientieren. Zweitens sei das Interesse des Bundes an einer Verzinsung des mittelbar von ihm eingesetzten Kapitals im spezifischen Fall der Schienennetze nicht mit dem eines privaten Investors vergleichbar. Grund sei zum einen die – im Zweifel vor Wirtschaftlichkeitsaspekten vorrangige – Daseinsvorsorgeverpflichtung und zum anderen die dauerhaft fehlenden Veräußerungsabsichten hinsichtlich des Schienennetzes. Dementsprechend gebe es im Gegensatz zu anderen, potentiell privatisierungsfähigen Unternehmen im Staatsbesitz auch keine Notwendigkeit, die EIU des Bundes nach den Maßstäben privater Kapitalmärkte zu bewerten.

Diese Argumentation ist ebenso wie die darauf gestützten methodischen Überlegungen inkonsistent und fehlerhaft. Die nicht weiter belegte Annahme der Gutachter, die Gewährleistungspflicht des Bundes sei mit einer Haftungsgarantie gleichzusetzen, ist unzutreffend. Wenn es eine solche Garantie gäbe, hätte sie allenfalls für die Bestimmung der Fremdkapitalkosten eine Bedeutung. Tatsächlich besteht eine solche Garantie nicht¹. Die Deutsche Bahn AG ist im Gegensatz zum deutschen Staat konkursfähig. Dies schlägt sich auch im Rating der Deutschen Bahn AG (AA) nieder, das schlechter ist als das von Staatsbahnen, die tatsächlich von einer expliziten Staatsgarantie profitieren, wie die französische SNCF und die österreichische ÖBB. Letztere hat entsprechend trotz wesentlich schlech-

¹ Dies belegt auch ein Schreiben vom 08.12.2008, das die EU-Kommission an das Netzwerk Privatbahnen in Beantwortung einer Beschwerde geschickt hat. In dieser wurde das Vorliegen einer Beihilfe zugunsten der Deutschen Bahn AG „durch die Gewährleistung der Eisenbahninfrastruktur der DB Netz AG durch die Bundesrepublik Deutschland“ behauptet. Die Kommission wies diese Darstellung als unzutreffend zurück und eröffnete kein Verfahren.

terer finanzwirtschaftlicher Kennzahlen ein besseres Rating² (AAA). Darüber hinaus befinden sich die EIU der Deutschen Bahn AG nur mittelbar im Staatsbesitz. Ihre Anteile werden zu 100% von der Deutschen Bahn AG gehalten, deren Anteile wiederum dem Bund gehören. Dies ist insofern relevant, als der Eigentümer der Infrastrukturgesellschaften über Ergebnisabführungsverträge mit diesen verbunden ist und zu keinem Zeitpunkt den Verzicht auf Gewinne erklärt hat. Die Deutsche Bahn AG investiert auf verschiedenen Märkten in der legitimen und ausdrücklichen Absicht, Gewinne zu erzielen. Die Opportunitätskosten des bei den Infrastrukturgesellschaften gebundenen Eigenkapitals müssen deshalb durch die üblichen kapitalmarktbasierten Verfahren bestimmt werden. Der Bund hat auch das Recht, durch eine Dividende an den Gewinnen der Deutschen Bahn AG beteiligt zu werden. So hat die Bundesregierung kürzlich deutlich gemacht, dass sie zukünftig jährlich die Auszahlung einer sog. „Bahn-Dividende“ von 500 Millionen Euro erwartet.³

Die tatsächliche Finanzsituation der EIU des Bundes widerlegt die Behauptung, dass diese aufgrund der grundgesetzlichen Spezialregelungen besser vor finanziellen Schieflagen geschützt seien als andere im Staatseigentum befindliche Infrastrukturbetreiber. Die Tatsache, dass z.B. die DB Netz AG seit ihrer Gründung bis einschließlich 2006 Verluste erwirtschaftet hat, verdeutlicht, dass die Eisenbahninfrastruktur mit finanziellem Risiko behaftet ist und ist bei der Interpretation des Art. 87e GG zu würdigen. Dass die Verantwortung des Bundes im Grundgesetz festgeschrieben wurde, ist nicht darin begründet, dass der Verfassungsgeber der Vorhaltung dieser Infrastruktur eine höhere volkswirtschaftliche Bedeutung einräumen würde als anderen Infrastrukturen wie z.B. den Strom- oder Gasnetzen. Der Grund ist vielmehr, dass kein mit dem Betrieb der Schienenwege beauftragtes Unternehmen in der Lage wäre, diese Aufgabe ohne finanzielle Unterstützung durch den Staat zu bewältigen. Das Risiko, in eine finanzielle Schieflage zu geraten, ist damit für EIU ungleich höher als für Betreiber solcher Netze, die sich allein aus Zugangsentgelten am Markt finanzieren können. Als Beleg dafür genügt ein Blick auf die aktuelle Ertrags- und Verschuldungssituation praktisch aller europäischen EIU. Mit dem grundgesetzlichen Gewährleistungsauftrag wird der Bund auf seine Verpflichtung hingewiesen, die EIU dauerhaft finanziell in die Lage zu versetzen, die ihnen übertragene Aufgabe wirtschaftlich tragfähig wahrnehmen zu können.

Dass die öffentliche Finanzierung der Schienenwege keineswegs nur im Sinne einer risikoreduzierenden Absicherung wirkt, sondern auch finanzielle Risiken für die EIU mit sich bringt, bestätigt auch ein Bericht, den zwei der drei Autoren des hier gegenständlichen Gutachtens im Jahr 2008 vorgelegt

² Auch die SNCF profitierte bisher aus dem selben Grund von einem AAA Rating. Dieses wurde von der Agentur Standard & Poors im Juni 2010 auf AA+ zurückgestuft. Anlass für diese Herabstufung war die Aufforderung der EU-Kommission an Frankreich, die Staatsgarantie wegen beihilferechtlicher Bedenken abzuschaffen.

³ Vgl. Kabinettsbeschluss vom 09.06.2010, „Beteiligung von Unternehmen“

haben⁴. Dort werden zunächst Bedenken geäußert, die staatlichen Mittel in Höhe von 2,5 Mrd. Euro, die den EIU des Bundes über die LuFV zugeschrieben werden, könnten nicht zur Deckung des tatsächlichen Investitionsbedarfs ausreichen⁵. Anschließend werden verschiedene Möglichkeiten einer Sanktionierung der EIU des Bundes im Falle eines Verfehlens der in der LuFV vereinbarten Qualitätsziele diskutiert⁶. Neben einer Reihe finanzieller Sanktionen – die für die EIU ebenfalls Risiken darstellen – werden insbesondere auch institutionelle Strafen genannt. So schlagen die Gutachter für den Fall einer massiven und dauerhaften Zielverfehlung die Option „*teilnetzbezogener Kündigungen*“ der LuFV vor, die mit dem Recht betroffener Bundesländer einhergehen sollten, „*ein anderes Unternehmen für die Bewirtschaftung einzusetzen, dem dann auch ein angemessener Teil der Zuwendungen des Bundes zukommen soll*“⁷. Ungeachtet einer Wertung dieser Vorschläge bestätigen die Gutachter damit, dass eine Unterscheidung stattfinden muss zwischen dem Bund, der als Besteller von Leistungen der Daseinsvorsorge neben finanziellen auch andere Interessen verfolgt, und dem allein an wirtschaftlichen Maßstäben orientierten Unternehmen, das mit der Erbringung dieser Leistungen beauftragt wird. Sie widersprechen damit zugleich der davon abweichenden Sichtweise, die sie im hier gegenständlichen Gutachten vertreten.

Insbesondere versäumen die Autoren die Berücksichtigung der zentralen Aussage des Art. 87e GG, dass die Eisenbahnen des Bundes in Erfüllung ihrer Aufgaben „*als Wirtschaftsunternehmen in privatrechtlicher Form*“ zu führen sind. Aus ihr allein ergibt sich bereits das Recht und die Pflicht zur Gewinnorientierung für die EIU des Bundes. Die Gewinnerzielungsabsicht des Unternehmens steht auch nicht im Widerspruch mit der Pflicht des Staates zur Sicherstellung gemeinwirtschaftlicher Angebote der Daseinsvorsorge. Dies verdeutlichen die Regelungen zur Finanzierung der Eisenbahninfrastruktur im Bundesschienenwegeausbaugesetz. Dieses normiert, dass die bundeseigenen EIU sich dann mit Eigenmitteln an der Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen beteiligen müssen, wenn diese in ihrem unternehmerischen Interesse liegen. Andernfalls sind die Investitionen – ggf. anteilig – durch Zuschüsse des Bundes zu finanzieren. Für die von bundeseigenen Infrastrukturunternehmen finanzierten Anlagen – und nur diese werden auch bilanziell aktiviert – besteht deshalb selbstverständlich das Ziel, dass das eingesetzte Kapital angemessen verzinst wird. Der im Gesetz als „*unternehmerisches Interesse*“ definierte Maßstab für diese Verzinsung ist wiederum nichts anderes als eine kapitalmarktorientierte Rendite.

⁴ TU-Berlin-WIP und IGES Institut: „Die Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung (LuFV) zwischen Bund und DB AG und ihre Beziehung zur Anreizregulierung“, Gutachten im Auftrag des Hessischen Ministeriums für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung, November 2008

⁵ TU-Berlin/IGES (2008) S.51

⁶ TU-Berlin/IGES (2008), S.53-64

⁷ Nach Übertragung auf einen „regionalen“ Betreiber, der kein EIU des Bundes wäre, müsste das eingesetzte Kapital dann – nach der Logik der Gutachter – im Übrigen mit einem höheren Wert verzinst werden als vorher, obwohl es sich um dieselbe Infrastruktur handelt. Bereits dies offenbart die praktischen Fehlanreize, die eine solche Differenzierung der Kapitalkosten mit sich brächte.

Würde die Sichtweise der Gutachter zugrunde gelegt, so würden die Anreize der Deutschen Bahn AG, sich an der Finanzierung von Infrastrukturen zu beteiligen, dagegen stark reduziert und damit das gesetzliche Ziel der Schaffung eines attraktiven Schienenverkehrsangebots konterkariert.

B Methodische Mängel der Kalkulation

Bei dem von den Gutachtern gewählten Vorgehen sind vier Parameter entscheidend dafür, wie hoch die erlaubte Rendite in der Infrastruktur ist: Der risikolose Zins, die Marktrisikoprämie, der sogenannte Beta-Faktor und der normierte Anteil des Eigenkapitals. In dem von uns bei NERA Economic Consulting beauftragten Gutachten wird dargelegt, dass die Gutachter der BNetzA bei jedem einzelnen dieser Parameter Werte wählten, die am unteren Rand der in Deutschland und anderswo bisher getroffenen regulatorischen Festlegungen oder sogar darunter liegen. Als Vergleichsgruppe für die EIU der DB AG werden etwa japanische Unternehmen verwendet, deren Geschäftstätigkeit überwiegend aus eisenbahnfremden Leistungen besteht. Darüber hinaus ist der japanische Markt durch einen deutlich höheren Anteil zyklischer Aktien geprägt und daher kein geeigneter Referenzmarkt für deutsche EIU. Zudem wird durch eine methodisch fehlerhafte Ermittlung der Marktrisikoprämie der Eigenkapitalzinsatz nach unten verzerrt. Im Ergebnis legen die Gutachter ihrer Kalkulation für das Fremdkapital einen höheren Risikozuschlag als für das Eigenkapital zugrunde. Weil Eigenkapital nachrangig bedient wird, muss es jedoch immer höher verzinst werden als Fremdkapital. Auch die Bundesnetzagentur erkennt diesen Zusammenhang grundsätzlich an.⁸ Eine Vertiefung dieser und weiterer Kritikpunkte findet sich in der Anlage 2.

Weil die Parameter additiv und multiplikativ verknüpft sind, ergibt sich schließlich eine maximale Eigenkapitalrendite, die mit ca. 5,8% nach Steuern extrem niedrig ist. Sie liegt etwa 3,3 Prozentpunkte unter der entsprechenden Rendite von 9,09% (vgl. Anlage 1, Seite 6), die NERA bei konsistenter Anwendung finanzwirtschaftlicher Prinzipien und bei ausgewogener Wahl von Vergleichsunternehmen ermittelt hat. Eine derart niedrige Festlegung würde Anreize, in Eisenbahninfrastruktur zu investieren, vernichten und damit im Ergebnis dem gesamten Sektor schaden.

Neben den einseitigen und fehlerhaften Festlegungen der Gutachter bezüglich der Modellparameter sind auch methodische Schwächen ersichtlich. Im Folgenden nennen wir mehrere zentrale Kritikpunkte.

⁸ Bundesnetzagentur (2008), Abschlussbericht zur Einführung einer Anreizregulierung im Eisenbahnsektor, S. 94.

1. Hohes Risiko, falsche Vergleichsunternehmen zu wählen

Sachlich ist es – wie oben ausgeführt – geboten, die Kapitalkosten der bundeseigenen EIU nach demselben Verfahren zu bestimmen, wie die Kapitalkosten der sonstigen Infrastrukturbetreiber. Dies bedeutet insbesondere, dass nicht das untere Ende, sondern die Mitte der Bandbreite für die zulässige Eigenkapitalrendite anzusetzen ist. Dadurch, dass die Gutachter für die bundeseigenen EIU nur das untere Ende der Bandbreite verwenden, hängt das Beta als zentrale Einflussgröße der Eigenkapitalrendite letztlich von den Aktienkursschwankungen des einen Vergleichsunternehmens ab, das diesen unteren Rand bildet. Damit ist das Risiko, durch die Einbeziehung eines nicht vergleichbaren Unternehmens in die Gruppe der Vergleichsunternehmen zu Fehlentscheidungen zu kommen, sehr hoch. Es stellt sich heraus, dass das Unternehmen am unteren Ende der Bandbreite, das damit die laut Gutachten für bundeseigene EIU zulässige Eigenkapitalrendite determiniert, ein japanisches Personenverkehrsunternehmen ist, dessen Charakteristika und Umfeld mit den Infrastrukturunternehmen der Deutschen Bahn AG kaum vergleichbar sind. Eine Durchschnittsbildung über mehrere Vergleichsunternehmen reduziert dagegen die Gewichtung eines einzelnen Unternehmens und damit auch die Gefahr von Fehlentscheidungen.

2. Zinslose Darlehen gehören zur Kapitalbasis

Der Aussage, dass die vom Bund gewährten zinslosen Darlehen vollständig von der Kapitalbasis abgezogen werden sollen, liegt offenbar ein Irrtum zugrunde. Auch zinslose Darlehen sind von den Infrastrukturunternehmen vollständig zurückzuzahlen, so dass die mit ihrer Hilfe finanzierten Anlagen die für eine Tilgung notwendigen Mittel erwirtschaften müssen.

Die Bilanzierungsvorschriften der IFRS fordern den Ausweis der zinslosen Darlehen in der Bilanz in Höhe des Barwertes. Ermittelt wird der Barwert durch Abdiskontierung der künftigen nominalen Zahlungen zum Opportunitätsfremdkapitalzins der DB. Über die Laufzeit der zinslosen Darlehen zinst sich der so ermittelte Barwert auf und erreicht im Zeitpunkt der Fälligkeit den Nominalbetrag. Der Barwert ist Teil der Finanzschulden und damit der Kapitalbasis. Ebenso ist der Barwert der zinslosen Darlehen als Teil der Finanzschulden in der Kapitalgewichtung des WACC-Ansatz mit einem Verzinsungsanspruch in Höhe der DB Fremdkapitalzinsen zu berücksichtigen.

3. Die Deckelung des Eigenkapitals ist inkonsistent

Die Gutachter behaupten, nur die Eigenkapitalrendite sei mit den gesetzlichen Vorgaben konsistent. Der Grund sei, dass die Fremdkapitalkosten bereits in der Vollkostenbasis enthalten sein müssten. Tatsächlich handelt es sich lediglich um ein semantisches Problem, weil – bei korrekter Durchführung – jede konkrete Eigenkapitalrendite in eine Gesamtkapitalrendite umgerechnet werden kann und vice versa. Voraussetzung für eine solche Umrechnung ist insbesondere, dass die Zinssätze für Eigen- und Fremdkapital mit ihren tatsächlichen Anteilen am Gesamtkapital gewichtet werden. Weil die Konzepte ineinander überführbar sind, kann es sich nicht um eine materielle gesetzliche Vorgabe handeln, als Maßstab den Eigenkapitalzins zu verwenden. Nicht nachvollziehbar ist das Vorgehen der Gutachter auch deshalb, weil sie selbst die angebliche Bezugnahme des Gesetzes auf die Eigenkapitalrendite kritisieren. Durch die automatische Anerkennung der Fremdkapitalkosten würden Anreize zur Schaffung einer effizienten Kapitalstruktur vernichtet. Besser sei die Verwendung der Gesamtkapitalrendite. Diese wird tatsächlich auch seitens der Deutschen Bahn AG für Steuerungszwecke verwendet.

Weil die Gutachter unterschiedliche Zinssätze für Eigen- und Fremdkapital herleiten, entstünde die Gefahr, dass die Unternehmen ihre Eigenkapitalbasis ausdehnen und so höhere Renditen erzielen dürften. Deshalb müsse die Kapitalstruktur normiert werden. Die Gutachter schlagen einen Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital von 60 Prozent vor. Damit widersprechen sie jedoch ihrer ursprünglichen Gesetzesinterpretation, nach der Fremdkapitalkosten in ihrer tatsächlichen Höhe anzusetzen seien.

Auf die heutige Kapitalstruktur der Infrastrukturunternehmen hatte das Gutachten unbestreitbar noch keinen Einfluss. Nach dem Jahresabschluss der DB Netz AG von 2009 war der Anteil des Eigenkapitals mit 47,9% jedoch deutlich höher als der von dem Gutachten vorgeschlagene Schwellwert von 40%. Die Nichtanerkennung der höheren Eigenkapitalkosten für 7,9 Prozentpunkte des Gesamtkapitals lässt sich also nicht damit rechtfertigen, dass Fehlanreize zur Ausdehnung des Eigenkapitals beseitigt werden sollen. Vielmehr schaffen die Gutachter erst durch die Schwellwerte Anreize für Abweichungen von einer aus betriebs- und volkswirtschaftlicher Sicht optimalen Kapitalstruktur.

4. Keine Reduzierung des Risikos durch Regulierung

Im Gutachten wird Regulierung u.a. deshalb als stabilisierendes Element dargestellt, da der Regulierer das Unternehmen vor Verlusten in nachfrageschwachen Zeiten bewahren könne. Dieses Argument ist auf einen Markt, in dem bisher keine – wie auch immer definierte – angemessene Rendite erwirtschaftet werden konnte, nicht anwendbar. Die Bundesnetzagentur kann EIU angesichts der Restriktionen

des intermodalen Wettbewerbs nicht davor schützen, mit dem Betrieb der Infrastruktur Verluste zu erzielen.

Im Ergebnis sind wir der Auffassung, dass sich das von der BNetzA in Auftrag gegebene Gutachten aufgrund der dargelegten Mängel nicht als Grundlage für regulatorische Entscheidungen eignet. Wir bitten deshalb darum, nach Beendigung des Konsultationsverfahrens einen Fortgang der Diskussion zu organisieren. Dieser sollte zum Ziel haben, ein gemeinsames Verständnis bei der Ermittlung der Kapitalkosten als zentraler Größe bei der Entgeltregulierung zu entwickeln. Erst danach ist es aus unserer Sicht angemessen, dass die BNetzA in konkreten Regulierungsverfahren Bezug auf konkrete Kapitalrenditen nimmt. Die von uns beauftragten Gutachter sind gerne bereit, ihren Bericht gegenüber der Regierungsbehörde zu präsentieren. Eine vertiefte Diskussion erscheint auch deshalb angebracht, weil den Marktteilnehmern nur eine sehr kurze Frist zur Kommentierung von sechs Wochen eingeräumt wurde, nachdem zwischen der Fertigstellung (Dez. 2009) und der Veröffentlichung des Gutachtens fünf Monate vergingen. Nicht zuletzt wegen dieser kurzen Frist müssen wir uns ausdrücklich vorbehalten, nachträglich noch weitere Argumente vorzutragen.

Mit freundlichen Grüßen



i.V. Frank Miram - Regulierungsmanagement Konzern -
für Joachim Fried