

Gutachten zur Aktualisierung der Kapitalkosten für Eisenbahninfrastrukturunternehmen unter den besonderen Bedingungen des deutschen Eisenbahnsektors (2013)

Im Auftrag der Bundesnetzagentur aktualisierte das Konsortium Frontier Economics Ltd. und IGES Institut GmbH 2013 die Ergebnisse des in 2009 erstellten Gutachtens zur Bestimmung der Kapitalkosten für den deutschen Eisenbahninfrastruktursektor.

I. Kurzdarstellung

Nach § 14 Abs. 4 AEG sind die Fremdkapitalkosten den Vollkosten zuzuordnen, während eine *Rendite, die am Markt erzielt werden kann*, als Eigenkapitalrendite zu verstehen ist. Die regulatorisch maximal zulässige Rendite ergibt sich aus der Multiplikation von Zinssatz und Kapitalbasis, welche die für die Erbringung der Pflichtleistungen notwendigen Bilanzpositionen umfasst.

Die **Fremdkapitalkosten** werden im Rahmen des Vollkostenmaßstabs anhand der für die Pflichtleistungen tatsächlich entstandenen Fremdkapitalkosten bemessen. Falls eine Bestimmung der tatsächlichen Fremdkapitalkosten nicht möglich sein sollte, zeigt das Gutachten 2009 eine Möglichkeit auf, diese kalkulatorisch zu ermitteln.

Zur Bestimmung des **Eigenkapitalzinssatzes** wird weiterhin das sogenannte Capital Asset Pricing Model (CAPM) angewendet. Dieses Modell arbeitet mit Vergleichsgruppen börsennotierter Unternehmen, um das Unternehmenswagnis zu bestimmen. Da es weltweit keine börsennotierten reinen Eisenbahninfrastrukturunternehmen (EIU) gibt, bilden die Gutachter unterschiedliche Vergleichsgruppen, um das Unternehmenswagnis der EIU adäquat abzubilden. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass eisenbahninfrastrukturspezifische Nachfragestrukturen, die sich im Schienenpersonen- und im Schienengüterverkehr unterscheiden, berücksichtigt werden. Zusätzlich wird über Vergleichsgruppen, die ausschließlich regulierte Unternehmen enthalten, sichergestellt, dass der Einfluss der Regulierung auf das Unternehmensrisiko einfließt.

Die Gutachter leiten **adäquate Bandbreiten** ab und empfehlen, für *nicht-bundeseigene EIU* den Mittelwert einer jeden Bandbreite als angemessenen Eigenkapitalzinssatz einzusetzen. EIU, die *Wartungseinrichtungen, andere technische Einrichtungen und Einrichtungen zur Brennstoffaufnahme* betreiben, werden separat betrachtet. Für sie wird eine höhere Eigenkapitalrendite empfohlen, da sie aufgrund ihrer individuellen Marktstellung den Risiken einer schwankenden Nachfrage stärker ausgesetzt sind.

Für die *bundeseigenen EIU* ist ein niedrigerer Eigenkapitalzinssatz angemessen.¹ Diese Überlegungen begründen sich insbesondere durch die gesetzlich gesicherte Stellung des Bundes als Alleineigentümer und seine Gewährleistungsverpflichtung. Eine Beteiligung Privater an den Infrastrukturunternehmen ist nicht zulässig, hingegen können die Infrastrukturunternehmen Fremdkapital aufgrund einer vermuteten Staatshaftung zu sehr günstigen Konditionen ($3,82\%^2$) aufnehmen. Da mithin das Fremdkapital die relevanten Kapitalkosten der bundeseigenen Infrastrukturunternehmen determiniert, sollte auch der Eigenkapitalbestand nicht höher entlohnt werden. Lediglich der Besteuerung des Eigenkapitals ist Rechnung zu tragen; damit läge die Eigenkapitalverzinsung bei $4,53\%$ vor Steuern.³ Vor dem Hintergrund, Investitionsanreize zu schaffen, halten es die Gutachter allerdings für zulässig, eine höhere Verzinsung zu gewähren. Gleichzeitig muss jedoch berücksichtigt werden, dass bei bundeseigenen EIU die Investitionen im Wesentlichen nicht durch die Unternehmen selbst, sondern staatlich finanziert werden. Die Gutachter empfehlen insofern einen Wert am unteren Ende der ermittelten unverschuldeten Beta-Bandbreiten.

¹ Vgl. Kapitel 6 des Gutachtens 2009 sowie IGES, Auswirkung der rechtlichen Stellung der Eisenbahninfrastrukturunternehmen des Bundes auf die Verzinsung des Eigenkapitals, 2013.

² Vgl. Kapitel 5.3 des Gutachtens 2013.

³ Vgl. IGES, Abb. 1, Auswirkung der rechtlichen Stellung der Eisenbahninfrastrukturunternehmen des Bundes auf die Verzinsung des Eigenkapitals, 2013.

II. Implikationen für die Regulierungspraxis der Bundesnetzagentur

Aus den durch die Gutachter ermittelten Bandbreiten und den getroffenen Empfehlungen sind demnach folgende Handlungsanweisungen zur Bestimmung angemessener Kapitalkosten im Eisenbahnsektor ableitbar:

Kapitalstruktur	Eigenkapitalanteil	40%
	Fremdkapitalanteil	60%

Fremdkapitalzinssätze⁴	Bundeseigene EIU	3,82%
	Nicht-bundeseigene EIU	5,28%

Eigenkapitalzinssätze vor Steuern	Der Zinssatz berücksichtigt, dass Steuern i.H.v. 15,8% für Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag von den erwirtschafteten Kapitalkosten zu entrichten sind. Aufwendungen für Gewerbesteuern fließen in die Kostenbasis ein.		Der Zinssatz berücksichtigt, dass Steuern i.H.v. 30,18% für Körperschafts-, Gewerbesteuer und Solidaritätszuschlag von den erwirtschafteten Kapitalkosten zu entrichten sind.	
	SPV (100%)	SGV (100%)	SPV (100%)	SGV (100%)
Bundeseigene EIU ^{5 6}	6,19%	6,19%	7,46%	7,46%
Nicht-bundeseigene EIU ⁷	7,30%	10,02%	8,80%	12,08%
Wartungseinrichtungen, andere technische Einrichtungen oder Anlagen zur Brennstoffaufnahme	7,85%	11,94%	9,47%	14,40%

Schienenpersonenverkehr (SPV); Schienengüterverkehr (SGV)

Die dargestellten Eigenkapitalzinssätze sind exemplarisch für Unternehmen, die 100% ihrer Leistungen für den Schienenpersonen- bzw. Schienengüterverkehr anbieten. Der Eigenkapitalzinssatz für EIU, die sowohl Leistungen für den Schienengüter- als auch für den Schienenpersonenverkehr anbieten, variiert entsprechend und damit in Abhängigkeit des individuellen Nachfragerisikos.⁸ Bezüglich der EIU des Bundes ist zu beachten, dass die durch die Gutachter empfohlene Verzinsung von 6,19% deutlich über den vorsteueradjustierten Refinanzierungskosten der bundeseigenen EIU von 4,53% und auch deutlich über einer Verzinsung⁹, wie sie im Rahmen der Bundesverkehrswegeplanung vorgenommen wird, liegt.

⁴ Vgl. Tabelle 10 des Gutachtens 2013. Herangezogen wird der Mittelwert der dargestellten Bandbreite.

⁵ Alle EIU außer Einrichtungen zur Brennstoffaufnahme, Wartung, sonst. techn. Einrichtungen.

⁶ Basis ist der Mittelwert der Marktrisikoprämie sowie die untere Grenze der Betawerte.

⁷ Alle EIU außer Einrichtungen zur Brennstoffaufnahme, Wartung, sonst. techn. Einrichtungen.

⁸ Vgl. Tabelle 1 des Gutachtens 2013.

⁹ Es wird eine risikolose Verzinsung i.H.v. 3% berücksichtigt, sowie, dass Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag i.H.v. 15,8% von den erwirtschafteten Kapitalkosten zu entrichten sind.