

Haug, Tomas; Schönborn, Marco; Wieshammer, Lorenz

Article

Staatsbeteiligung an Übertragungsnetzbetreibern: Finanzökonomische Mythen und Realität

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Haug, Tomas; Schönborn, Marco; Wieshammer, Lorenz (2026) : Staatsbeteiligung an Übertragungsnetzbetreibern: Finanzökonomische Mythen und Realität, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Paradigm Publishing Services, Warsaw, Vol. 106, Iss. 1, pp. 41-46, <https://doi.org/10.2478/wd-2026-0012>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/336152>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Tomas Haug, Marco Schönborn, Lorenz Wieshammer

Staatsbeteiligung an Übertragungsnetzbetreibern: Finanzökonomische Mythen und Realität

Staatsbeteiligungen an Übertragungsnetzbetreibern senken die tatsächlichen Kapitalkosten nicht, sondern verlagern Risiken auf Steuerzahler. Gestützt auf das CAPM und das Modigliani-Miller-Theorem ergeben sich Kapitalkosten aus dem systematischen Investitionsrisiko – nicht aus der Kapitalquelle. Unter Marktpreis bereitgestelltes Staatskapital ist eine Subvention, kein Effizienzgewinn. Wir prüfen Vorschläge verschiedener Studien und erläutern, warum „günstiges Staatskapital“ bzw. das „Recycling“ eines Renditespreads Risikoübernahme mit Kostensenkung verwechselt. Liegt Marktversagen vor, können gezielte Subventionen gerechtfertigt sein – nach klarer ökonomischer Begründung und Beihilferechtsprüfung.

Trotz der Energiemarktliberalisierung sind staatliche Beteiligungen an Energie- und Infrastrukturunternehmen in Europa weiterhin verbreitet.¹ In Deutschland war der Bund bis zur Energiekrise bei direkten Beteiligungen zurückhaltend.² 2018 erwarb die Bundesregierung über die KfW eine Minderheitsbeteiligung an 50Hertz, um eine ausländische Übernahme zu verhindern; die Beteiligung wurde als „Brückenlösung“ mit perspektivischem Weiterverkauf bezeichnet.

Mit der Energiekrise 2022 verstaatlichte der Bund Uniper³ und übernahm Vermögenswerte von Gazprom Germania, heute Teil der staatlichen SEFE. Im Zuge des Wasserstoff-Hochlaufs wurde zwischenzeitlich die Gründung einer nationalen Wasserstoffnetzgesellschaft erwogen, aber letztlich verworfen. Stattdessen fördert der Regulie-

rungsrahmen – einschließlich Amortisationskonto⁴ – nun den privatwirtschaftlichen Aufbau der Wasserstoffinfrastruktur.

2023 erwarb die KfW einen Anteil an TransnetBW – diesmal ohne Bezug zu ausländischem Einfluss. Trotzdem bleibt die Debatte angesichts des hohen Investitionsbedarfs aktuell.⁵ Ende August 2025 berichteten Medien über Erwägungen der Bundesregierung, über die KfW einen Anteil an TenneT Deutschland zu erwerben. Befürworter verweisen auf aktuelle Analysen zweier Thinktanks (Agora Energiewende, 2025; Kölschbach Ortego & Steitz, 2025) sowie eine IMK-Studie (Kaczmarczyk & Krebs, 2025), die Kostenvorteile staatlicher Beteiligungen nahelegen.

- 1 Beispielsweise hält in Italien die staatlich kontrollierte Förderbank Cassa di Risparmio di Firenze über CDP Reti Beteiligungen an Snam, Italgas und Terna sowie direkt an Eni. In Frankreich hält der Staat Anteile an Engie und an EDF (zu 100 %), welche wiederum jeweils an GRTgaz bzw. RTE beteiligt sind. Die niederländischen Unternehmen TenneT und Gasunie sind vollständig in Staatshand.
- 2 Gleichwohl gab und gibt es Beteiligungen deutscher Bundesländer, z. B. Baden-Württembergs an EnBW. Viele Kommunen halten Anteile an Stadtwerken sowie am Energiekonzern RWE.
- 3 Der Erwerb der Beteiligung an Uniper durch den Bund musste von der Europäischen Kommission nach den Beihilferegeln genehmigt werden. Eine Auflage dieser Genehmigung ist, dass der Bund seinen Anteil bis spätestens 2028 auf höchstens 25 % plus eine Aktie reduzieren muss (BMF, 2022).

- 4 Das Amortisationskonto ist ein finanzwirtschaftliches Instrument zur Förderung des Wasserstoff-Hochlaufs, verankert im Energiewirtschaftsgesetz (EnWG §§ 28r, 28s). Es erlaubt privaten Betreibern, Netzentgelte über die Zeit – insbesondere in der Hochlaufphase von Wasserstoff – zu glätten. Ohne ein solches Instrument würden die Entgelte bei noch geringen Transportmengen sehr hoch ausfallen. Über das Amortisationskonto stellt der Bund zudem Garantien bereit, die einen Teil – aber nicht alle – Investitionsrisiken abfedern.
- 5 Nach dem Netzentwicklungsplan (2023) der Bundesnetzagentur (BNetzA) sollen die deutschen Übertragungsnetzbetreiber bis 2045 rund 328 Mrd. € in den Ausbau der Stromübertragungsnetze investieren (Bauermann et al., 2024).

© Der/die Autor:in 2026. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Tomas Haug, Marco Schönborn und Lorenz Wieshammer sind Mitarbeiter von NERA Economic Consulting in Berlin.

Studienlage: Dezernat Zukunft, Agora Energiewende und IMK sehen Vorteile einer Staatsbeteiligung

Der Thinktank Dezernat Zukunft (DZ) empfiehlt in Kölschbach Ortego und Steitz (2025) Eigenkapitalbeteiligungen des Bundes an Übertragungsnetzbetreibern (ÜNB) – gehalten durch die KfW oder eine staatliche Energieinfrastrukturgesellschaft. Begründung ist ein „Eigenkapital-Engpass“: Zum aktuellen regulatorischen Eigenkapitalzinssatz (EK-Zinssatz) könnten ÜNB nicht ausreichend Mittel mobilisieren; privatwirtschaftlich sei daher eine Anhebung des EK-Zinssatzes um 2,24 Prozentpunkte nötig. Zusätzlich sollen Dividenden „recycelt“ werden. Laut DZ könnten 50 % Staatseigentum die Netzentgelte um rund 10 % senken und bis 2080 kumuliert etwa 100 Mrd. € sparen.

Der Thinktank Agora Energiewende (2025) identifiziert eine staatliche Eigenkapitalbeteiligung als eine von drei Maßnahmen, um Netz- und Zuschusskosten zu reduzieren, unterstützt den DZ-Vorschlag explizit und beziffert die potenzielle Reduktion der erforderlichen Bundeszuschüsse auf mehr als 160 Mrd. € (2026 bis 2045). Agora stuft die Staatsbeteiligung als „No-Regret-Maßnahme“ ein.

Kaczmarczyk und Krebs (2025) unterscheiden in einer Studie für das Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)⁶ idiosynkratische und makroökonomische Risikoprämien im Eigenkapitalzinssatz und argumentiert, der Staat könne idiosynkratische Risiken diversifizieren und politische Risiken absorbieren. Daraus leiten sie effektive Eigenkapitalkosten in Höhe des risikofreien Zinssatzes ab – mit der Folge, dass die Netzentgelte im „öffentlichen“ Szenario nur um 1,7 ct/kWh statt 3,0 ct/kWh steigen müssten.

Die Studien begründen die angebliche Kostensenkung über zwei Kanäle: (i) die Bundesnetzagentur würde die regulatorischen Kapitalkosten direkt niedriger festsetzen, oder (ii) der Staat beließe die regulatorischen Kapitalkosten unverändert und „recycle“ den Spread zwischen regulatorischem EK-Zinssatz und (unterstellten) niedrigeren staatlichen Finanzierungskosten.

Es existieren valide Argumente für Staatsbeteiligungen an der Energieinfrastruktur, z.B. die Kontrolle kritischer Infrastruktur. DZ, Agora und die IMK-Studie argumentieren jedoch mit der angeblichen Reduktion der Finanzierungskosten. Diese angeblichen Reduktion der Finanzierungskosten zählt nicht zu den validen Argumenten für Staats-

beteiligungen. Sie basiert auf einem Trugschluss und wirft außerdem beihilferechtliche Fragen⁷ auf.

Grundlagen der Finanzökonomik

Die Finanzökonomik befasst sich unter anderem damit, wie Unternehmen auf Finanzmärkten bewertet werden und wie sich ihre Kapitalkosten ergeben. Zwei Konzepte sind dabei zentral: das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und das Modigliani-Miller-Theorem (MM-Theorem).

Das Capital Asset Pricing Model und die Kompensation von Risiken

Eine zentrale Erkenntnis der Finanzökonomik ist, dass nicht alle Risiken gleichermaßen relevant für die Kapitalkosten sind. Risiken lassen sich grob in zwei Kategorien einteilen: systematisches (nicht diversifizierbares) Risiko und idiosynkratisches (diversifizierbares) Risiko. Systematische Risikofaktoren wie Zinsänderungen, Inflation oder geopolitische Ereignisse betreffen die Gesamtwirtschaft. Systematisches Risiko lässt sich nicht durch Diversifikation eliminieren. Idiosynkratisches Risiko hingegen ist unternehmensspezifisch. Es lässt sich durch ein breit gestreutes Portfolio weitgehend diversifizieren und damit neutralisieren.

Das CAPM, welches unter anderem auf die Arbeiten der Ökonomen Mossin (1966), Lintner (1965) und Sharpe (1964) zurückgeht, hat das Verständnis über die Kapitalkosten grundlegend verändert.⁸ Sharpes Beiträge wurden im Jahr 1990 mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften gewürdigt. Das CAPM besagt, dass die erwartete Rendite eines Assets – und damit seine Kapitalkosten –

⁷ Nach dem EU-Beihilferecht sind staatliche Beihilfen Unterstützungen aus staatlichen Mitteln, die bestimmten Unternehmen einen selektiven wirtschaftlichen Vorteil verschaffen und geeignet sind, den Wettbewerb zu verfälschen sowie den Handel zwischen Mitgliedstaaten zu beeinträchtigen. Dazu zählen nicht nur Zuschüsse und Steuererleichterungen, sondern auch Kapitalzuführungen, Garantien oder andere Finanzierungen zu Bedingungen, die ein privater Investor nicht akzeptieren würde. Tätigt der Staat Investitionen zu Marktbedingungen (Market-Economy-Operator-Prinzip), liegt keine Beihilfe vor. Andernfalls muss die Beihilfe unter eine Gruppenfreistellung/de-minimis-Regel fallen oder von der Europäischen Kommission genehmigt werden. Die Bekanntmachung der Kommission zum Begriff der staatlichen Beihilfe gemäß Art. 107 Abs. 1 AEUV stellt hierzu insbesondere klar (Rn. 86): „Wenn eine Transaktion zu gleichen Bedingungen (und daher mit gleich hohen Risiken und Erträgen) von öffentlichen Stellen und privaten Wirtschaftsbeteiligten, die sich in einer vergleichbaren Lage befinden, durchgeführt wird [...], so kann daraus in der Regel geschlossen werden, dass die Transaktion den Marktbedingungen entspricht.“ Akzeptiert und tätigt der Staat demnach Investitionen zu anderen Risiko-/Ertragsbedingungen als private Investoren, kann das Geschäft eine staatliche Beihilfe darstellen (Europäische Kommission, 2016).

⁸ Das CAPM wird in gängigen Finanzlehrbüchern erläutert, z.B. Brealey et al. (2011, Kapitel 6, insbesondere S. 150–180).

⁶ Der Einfachheit halber bezeichnen wir diese Studie im Folgenden als „IMK-Studie“.

ausschließlich vom systematischen Risiko und nicht vom idiosynkratischen Risiko abhängen. Entsprechend bedarf idiosynkratisches Risiko keiner Kompensation in Form einer Risikoprämie.

Das Modigliani-Miller-Theorem und die Irrelevanz der Kapitalstruktur

Ein weiterer Eckpfeiler der Finanzökonomik ist das von Modigliani und Miller (1958) entwickelte MM-Theorem aus dem Jahr 1958.⁹ Modigliani erhielt für seine Beiträge im Jahr 1985 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften; Miller wurde 1990 separat mit dem Nobelpreis ausgezeichnet. Das MM-Theorem zeigt, dass der Wert eines Unternehmens (bei Abwesenheit von Steuern und Transaktionskosten) auf effizienten Märkten unabhängig von seiner Finanzierungsstruktur ist. Der Unternehmenswert hängt demnach nicht davon ab, zu welchen Anteilen ein Unternehmen mit Fremd- und Eigenkapital finanziert ist.

Das MM-Theorem zeigt, dass Finanzierungsentscheidungen lediglich die Verteilung von Risiko und Rendite unter den Investoren beeinflussen – nicht jedoch die Größe des „zu verteilenden Kuchens“. Ein Unternehmen kann zwar entscheiden, wie es seine freien Mittel unter Gläubigern und Aktionären verteilt. Am Wert des Unternehmens ändert sich dadurch aber nichts. Der Unternehmenswert hängt vom Geschäftsrisiko, den getätigten Investitionen und den daraus generierten Cashflows ab.

Das MM-Theorem veranschaulicht die Trade-Offs zwischen Risiko und Rendite bei Finanzierungsentscheidungen: Die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital, welches günstiger als Eigenkapital ist, erhöht das Risiko für Eigenkapitalgeber. Dies erhöht die erforderliche Risikokompensation. Diese gegenläufigen Effekte führen zu einem konstanten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC). Dies verdeutlicht: Bei der Unternehmensfinanzierung gibt es keinen „Free Lunch“. Änderungen der Kapitalquellen und des Verhältnisses zwischen Fremd- und Eigenkapital können Risiken und Kosten verschieben, aber die Kapitalkosten nicht reduzieren.

Gemeinsam bilden das CAPM und das MM-Theorem ein robustes Fundament, um Effekte auf die Kapitalkosten zu diskutieren. Das CAPM veranschaulicht, dass das systematische Risiko der Investitionsopportunität und nicht die Herkunft des Kapitals maßgeblich für Risikoaufschläge und Kapitalkosten ist. Das MM-Theorem macht deutlich, dass sich die Gesamtkapitalkosten eines Unternehmens

durch Änderungen des Verhältnisses aus Fremd- und Eigenkapital nicht verändern. Diese Einsichten sind zentral, um Behauptungen über „billiges Kapital“ zu bewerten – auch im Kontext möglicher Staatsbeteiligungen an ÜNB. Das CAPM und das MM-Theorem zählen zu den absoluten Grundlagen im Bereich Corporate Finance. Trotz der Existenz zahlreicher Ergänzungen und Erweiterungen (beispielsweise im Zusammenhang mit Steuern oder Marktfriktionen) sind das CAPM und das MM-Theorem sowohl in der Finanzbranche als auch in der Infrastrukturregulierung weithin akzeptiert.

Der Staat als Allheilmittel?

Der Staat kann Risiken übernehmen, aber nicht eliminieren

Aus den Grundlagen der Finanzökonomik folgt direkt, dass eine Staatsbeteiligung die Kapitalkosten nur scheinbar, aber nicht tatsächlich senken kann. Die Kapitalkosten hängen vom systematischen Risiko der Geschäftstätigkeit ab, nicht von den Konditionen, zu denen ein potenzieller Financier Kapital aufnehmen kann.

Der Staat kann sich zwar zu günstigen Konditionen verschulden. Wenn er die aufgenommenen Mittel aber in Unternehmen investiert, geht er dabei Eigenkapitalrisiken ein. Diese sind deutlich höher als das Ausfallrisiko des Staates. Dieses Eigenkapitalrisiko verschwindet nicht, wenn der Staat es anstelle von privaten Investoren übernimmt. Es verlagert sich lediglich von privaten Investoren auf den Staat.

Der Staat kann nicht besser diversifizieren als private Investoren

Kaczmarczyk und Krebs (2025) argumentieren, dass die Eigenkapitalkosten bei staatlich getätigten Investitionen dem risikofreien Zinssatz entsprächen, da der Staat idiosynkratisches Risiko diversifizieren und daher auf die Risikoprämie für idiosynkratisches Risiko im EK-Zinssatz verzichten könne.¹⁰ Diese Argumentation ist ökonomisch falsch. Alle Investoren – egal ob der Staat oder private Investoren – können idiosynkratische Risiken diversifizieren. Aus diesem Grund enthalten die Kapitalkosten bei Investitionen keine Risikoprämie für idiosynkratisches Risiko. Der Staat hat hier keinen Vorteil gegenüber privaten Investoren. Die Neutralisierung von diversifizierbarem Risiko macht „öffentliches Eigenkapital“ daher nicht „billiger“ und schafft keinen Kostenvorteil. In den Worten des Standard-Lehrbuchs „Principles of Corporate Finance“:

⁹ Das MM-Theorem wird in gängigen Finanzlehrbüchern erläutert, z. B. Brealey et al. (2011, Kapitel 17).

¹⁰ Wir verstehen die Studie so, dass sie sich auf eine Risikoprämie bezieht, welche durch das Produkt aus CAPM-Beta und Marktrisiko gegeben ist.

[A]ll financial economists agree on two basic ideas: (1) Investors require extra expected return for taking on risk, and (2) they appear to be concerned predominantly with the risk that they cannot eliminate by diversification. (Brealey et al., 2011, S. 204)

Kaczmarczyk und Krebs (2025) scheinen ferner zu argumentieren, dass makroökonomische Risiken vom Staat anstatt von privaten Unternehmen getragen werden sollten. Dies würde eine Risikoverlagerung von Investoren auf den Staat bedeuten und reale Kosten für den Steuerzahler verursachen. Die wahren Kapitalkosten sinken dadurch allerdings nicht. Sie ergeben sich weiterhin aus dem systematischen Risiko der Geschäftstätigkeit.

In der Regulierungspraxis bleibt die Festlegung der Eigenkapitalverzinsung CAPM-basiert und folgt dem systematischen Risiko der Geschäftstätigkeit – unabhängig von Eigentumsverhältnissen. Evidenz aus Ländern mit hohem Staatsanteil bei ÜNB zeigt keinen systematischen Kostenvorteil: Regulatorische EK-Zinssätze sind dort nicht niedriger als in Ländern mit geringerer staatlicher Eigentümererschaft. Abbildung 1 stellt den Zusammenhang zwischen regulatorischen Eigenkapitalkosten und dem Anteil staatlicher Beteiligung dar. Die Daten deuten darauf hin, dass ein höherer Staatsanteil nicht mit systematisch niedrigeren regulatorischen EK-Zinssätzen einhergeht; Deutschland weist trotz geringem Staatsanteil einen besonders niedrigen Satz auf.

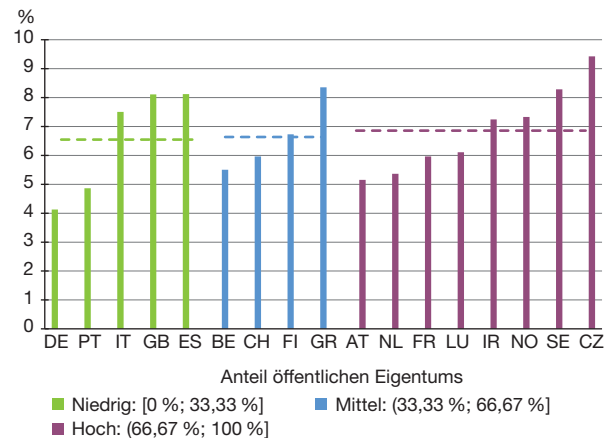
Die Bereitstellung von „billigem Kapital“ durch den Staat wäre eine Subvention

Sofern die Regierung keine Rendite unter marktüblichen Konditionen akzeptiert, ändern sich die tatsächlichen Finanzierungskosten des Unternehmens nicht. Falls der Staat hingegen geringere Renditen akzeptiert, ist dies als Subvention zu verstehen – nicht als Verbesserung der finanziellen Effizienz. Eine solche Subvention als Senkung der Finanzierungskosten darzustellen, ist irreführend. Das CAPM und das MM-Theorem machen deutlich: Die Struktur der Kapitalgeber schafft keinen Wert. Die Verschleierung staatlicher Risikoübernahme als Kosteneinsparung ist ökonomisch nicht haltbar. Darüber hinaus führt öffentliches Eigentum zu zusätzlichen Kosten und politischen Risiken. Managemententscheidungen in staatlichen Unternehmen können durch politische Zielsetzungen – etwa die Sicherung von Beschäftigung oder die Verfolgung sozialpolitischer Zwecke – beeinflusst werden, die von der Gewinnmaximierung abweichen und dadurch potenziell Ineffizienzen verursachen.¹¹

¹¹ Empirische Evidenz zeigt im Allgemeinen, dass Privateigentum im Vergleich zu öffentlichem oder staatlichem Eigentum tendenziell zu einer stärkeren Kontrolle und besseren Managementanreizen führt. Damit werden mögliche Nachteile staatlicher Eigenkapitalbeteiligungen sichtbar (vgl. Copeland et al., 1988, Kapitel 2, 14, 18, 19).

Abbildung 1

Zusammenhang zwischen regulatorischen Eigenkapitalkosten und staatlicher Beteiligung



Alle Werte nominal, nach Steuern unter der Annahme eines Eigenkapitalanteils von 40 %. Öffentliches Eigentum umfasst Beteiligungen von Ländern und Kommunen. Abkürzungen: DE: Deutschland, PT: Portugal, IT: Italien, GB: Großbritannien, ES: Spanien, BE: Belgien, CH: Schweiz, FI: Finnland, GR: Griechenland, AT: Österreich, NL: Niederlande, FR: Frankreich, LU: Luxemburg, IR: Irland, NO: Norwegen, SE: Schweden, CZ: Tschechien.

Quelle: eigene Analyse von Regulierungsentscheidungen und Unternehmensveröffentlichungen.

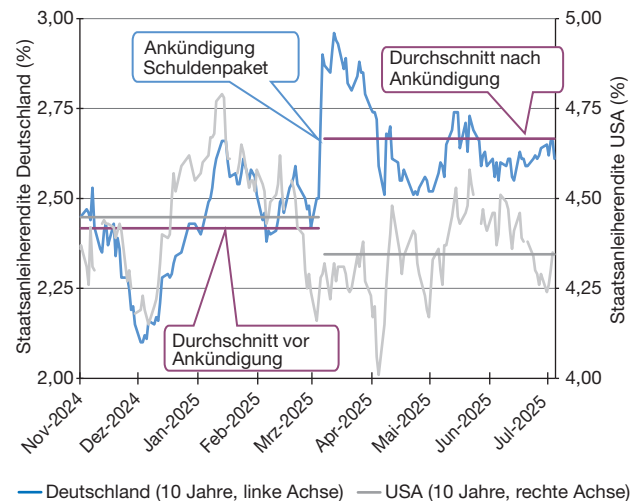
Die Aufnahme zusätzlichen Kapitals ist mit Kosten verbunden – auch für den Staat

Ein weiterer Aspekt betrifft die dem Staat entstehenden Kosten der Kapitalaufnahme. Eine Erhöhung der Staatsverschuldung zur Finanzierung einer risikobehafteten Eigenkapitalinvestition würde höhere Zinszahlungen auf die deutschen Staatsschulden nach sich ziehen. Kölschbach Ortego und Steitz (2025, S. 10) räumen ein, dass eine Eigenkapitalzuführung durch den deutschen Staat den Schuldenstand Deutschlands erhöhen würde. Sie beziehen die daraus entstehenden zusätzlichen Finanzierungskosten jedoch nicht in die Bewertung ein.

Ein Beispiel für fiskalische Folgewirkungen bietet die Renditeentwicklung deutscher Bundesanleihen nach der Ankündigung zusätzlicher Staatsverschuldung: Im März 2025 kündigte der designierte Bundeskanzler Friedrich Merz Neuverschuldung in Höhe von 500 Mrd. € für Verteidigung und Infrastruktur an. Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen um mehr als 30 Basispunkte an und verharrten auf einem erhöhten Niveau; eine parallele Bewegung bei US-Treasuries war nicht zu beobachten (Abbildung 2). Dies spricht für einen Beitrag der Schuldenankündigung zur Renditeverschiebung.

Abbildung 2

Wirkung der Schuldenankündigung im März 2025 auf die Renditen deutscher Staatsanleihen



Quelle: eigene Darstellung, FED St. Louis, Deutsche Bundesbank.

Der Staat kann die Kapitalkosten nicht wie durch Zauberhand verringern. Die Kapitalkosten hängen vom Verwendungszweck des Kapitals ab, nicht von seiner Herkunft. Wenn der Staat Kapital unterhalb der marktüblichen Konditionen bereitstellt, handelt es sich dabei um eine Subvention. Die tatsächlichen Kapitalkosten sinken dadurch nicht.

Eine Lizenz zum Gelddrucken?

Gemäß Kölschbach Ortego und Steitz (2025) sowie Agora Energiewende (2025) würde eine staatliche Infrastrukturgesellschaft über günstige Staatsverschuldung finanziert, zugleich aber eine höhere EK-Rendite erzielen. Die Differenz zwischen den Zinszahlungen auf Bundesanleihen und der EK-Rendite könnte dann zur Subvention der Netzentgelte recycelt werden.

Die Idee, der Staat könne einen fiskalischen Überschuss erzeugen, indem er die Differenz zwischen niedrigen staatlichen Anleiherenditen und einem höheren regulatorischen EK-Zinssatz ausnutzt, ist ein Trugschluss. Eine höhere EK-Rendite geht typischerweise mit höherem Risiko einher. Regierungen sind gegen Investitionsrisiken nicht immun: Bleiben Erträge hinter den Erwartungen zurück oder entstehen Verluste, trägt der Staat bzw. die Gesellschaft letztlich den Verlust. Im Kern verlagert der Vorschlag der beiden Studien Risiko auf den Steuerzahler und präsentiert dies als garantierten Gewinn.

Die Absurdität des Arguments zeigt sich, wenn man es verallgemeinert: Wäre die bloße Aufnahme günstiger Staatsschulden und die Anlage in Projekte mit hoher EK-Rendite ein Weg zu öffentlichem Netto-Vermögenszuwachs, ließe sich damit prinzipiell jede Staatsbeteiligung in jedem Unternehmen oder Sektor rechtfertigen. Doch Kapitalmärkte gewähren keine Rendite ohne Risiko. Jede Anlage, die hohe Renditen verspricht, ist naturgemäß mit Unsicherheit behaftet. Die im Raum stehende Idee läuft faktisch auf eine gehebelte Wette mit öffentlichen Mitteln hinaus – nicht auf eine tragfähige fiskalische Strategie oder eine solide Investitionsempfehlung.

Die Rolle von Subventionen

Wird staatliche Finanzierung unterhalb marktüblicher Renditen bereitgestellt, handelt es sich ökonomisch um eine Subvention – nicht um eine Effizienzsteigerung. Eine solche Maßnahme ist nur gerechtfertigt, wenn klar identifiziertes Marktversagen – etwa bei positiven Externalitäten – vorliegt oder bei der Bereitstellung öffentlicher Güter:

- **Externalitäten:** Positive Externalitäten entstehen, wenn private Akteure die positiven Wirkungen ihrer Handlungen auf Dritte nicht internalisieren. Durch die Subventionierung der Produktion eines Gutes mit einer positiven Externalität kann der Staat private Akteure dazu anreizen, ein solches Gut über das private Konsumoptimum hinweg in einer sozial optimalen Menge zur Verfügung zu stellen (Mankiw, 2016).
- **Öffentliche Güter:** Die private Bereitstellung von Gütern, die nicht ausschließbar und nicht rivalisierbar sind, liegt aufgrund des Trittbrettfahrerproblems unterhalb der sozial optimalen Menge. In solchen Fällen kann der Staat die private Bereitstellung öffentlicher Güter subventionieren, um die Bereitstellung in der sozial optimalen Menge zu sichern (Mankiw, 2016).

Im Fall der deutschen Stromübertragungsnetze könnte es durchaus Gründe für Marktversagen geben. Regulatorische Prozesse könnten angesichts klimapolitischer Zielvorgaben zu langsam sein und die Regulierung könnte nicht alle Kosten vollständig anerkennen. ÜNB könnten zu wenig in Forschung und Entwicklung investieren, deren Nutzen netz- oder länderübergreifend ausfällt und damit teilweise außerhalb der eigenen Regelzone liegt. Ebenso könnten einzelne Investitionen (z. B. Interkonnectoren) europaweite Vorteile bringen, die nicht hinreichend internalisiert werden. Trotz regulatorischer Kostendeckung könnten ÜNB zudem bei Maßnahmen zur Versorgungssicherheit unterinvestieren, die zwar systemweite Vorteile, aber nur begrenzte direkte Erträge bieten. Denkbar sind auch Kapitalmarktunvollkommenheiten, die die Fähigkeit

der ÜNB zur Finanzierung großer, langfristiger Investitionen einschränken. Solche Probleme müssten allerdings klar identifiziert werden.

Die Prüfung potenziellen Marktversagens liegt außerhalb der vorliegenden Betrachtung. Sollte jedoch Marktversagen festgestellt werden, können Subventionen ein Ansatz zur Korrektur sein. Gegebenenfalls sind andere Maßnahmen jedoch wirksamer. Sofern z.B. das Marktversagen darin besteht, dass die Regulierung nicht die vollen Kosten des Netzbetriebs anerkennt, sollte die Regulierung angepasst und nicht das Problem mit Subventionen kaschiert werden. Eine Bewertung von Subventionen muss außerdem deren Kosten berücksichtigen, insbesondere die fiskalischen Kosten sowie potenzielle ökonomische Verzerrungen, die entweder durch die Subvention selbst oder durch zu ihrer Finanzierung erforderliche Mechanismen entstehen können. Ist der ökonomische Zweck einer Subvention belegt, ist im nächsten Schritt zu prüfen, ob sie mit den europäischen Beihilferegeln vereinbar ist.

Die drei betrachteten Studien haben keine hinreichende ökonomische Untersuchung zur Identifikation von Marktversagen unternommen, um anschließend zu beurteilen, ob eine Subvention in Form einer Finanzierung unterhalb des Marktzinses ein angemessenes und wirksames Instrument darstellt. Eine Prüfung der Vereinbarkeit mit dem europäischen Beihilferecht wird ebenfalls weder vorgenommen noch als notwendig erwähnt.

Fazit

Staatsbeteiligungen sind kein inhärentes Kostensenkungsinstrument. Die Kapitalkosten werden durch das systematische Risiko der Investitionen bestimmt; die Kapitalquelle verändert diese Risikoeigenschaften nicht. Senkungen nomineller Finanzierungssätze durch den Staat spiegeln Transfers wider, keine Reduktion der wahren Kapitalkosten. Vor diesem Hintergrund sollten Kostensenkungsargumente für Staatsbeteiligungen kritisch geprüft und – sofern überhaupt angestrebt – beihilferechtskonform sowie auf klar identifiziertes Marktversa-

gen ausgerichtet sein. Wo die Regulierung selbst Kosten unzureichend anerkennt oder Fehlanreize setzt, liegt der wirksamere Hebel in ihrer Anpassung.

Staatliche Beteiligungen als Kostensenkungsmaßnahme zu präsentieren, ist irreführend und widerspricht grundlegenden finanzökonomischen Prinzipien. Die wirtschaftspolitische Priorität sollte auf einer investitionsadäquaten und risikogerechten Regulierung liegen, die Maßnahmen durch klare ökonomische Begründungen absichert und fiskalische Wirkungen transparent macht.

Literatur

- Agora Energiewende. (2025). *Stromnetzentgelte – gut und günstig. Ausbaukosten reduzieren und Entgeltsystem zukunftssicher aufstellen*.
- Bauermann, T., Kaczmarczyk, P. & Krebs, T. (2024, 6. Dezember). Ausbau der Stromnetze: Investitionsbedarfe. *IMK-Studie*, 97. Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung.
- Blume, J., Krolle, H., Krapp, C. & Witsch, K. (2025, 22. August). Norwegischer Staatsfonds will Gebot für deutsche Netze abgeben. *Handelsblatt*.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10. Aufl., Columbus). McGraw-Hill/Irwin.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen. (2022, 22. Dezember). *Einstieg des Bundes bei Energieversorger Uniper SE vollzogen*.
- Copeland, T. E., Weston, F. J. & Shastri, K. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company.
- Kölschbach Ortego, A. & Steitz, J. (2025, 10. Februar). *Kapitalengpässe lösen, Netzkosten reduzieren – Effekte staatlicher Beteiligungen auf den Stromübertragungsnetzausbau*. Version 1.2. Dezernat Zukunft – Institut für Makrofinanz.
- Europäische Kommission. (2016, 19. Juli). Bekanntmachung der Kommission zum Begriff der staatlichen Beihilfe im Sinne des Artikels 107 Absatz 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union. *Amtsblatt der Europäischen Union*.
- Flauser, J. (2020, 22. Juni). Amprion warnt vor zu großem staatlichem Engagement im Stromnetz. *Handelsblatt*.
- Kaczmarczyk, P. & Krebs, T. (2025). Finanzierungsoptionen für den Stromnetzausbau und ihre Auswirkungen auf die Netzentgelte. *IMK Study*, Nr. 98. Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.
- Mankiw, G. N. (2016). *Principles of Economics* (8. Aufl.). Cengage Learning.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768–83.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–42.

Title: *State participation in German electricity transmission system operators – myths and realities from a financial economics perspective*

Abstract: *State equity in German Transmission System Operators does not lower the true cost of capital but shifts risk to taxpayers. Drawing on corporate-finance principles (CAPM, Modigliani–Miller), required returns are determined by the risk of investments, not the source of funds. Government financing below market terms constitutes a subsidy rather than an efficiency gain. Reviewing recent proposals (DZ, Agora, IMK), we show that “cheap public capital” and recycling of a regulatory – sovereign spread conflate risk transfer with cost reduction. Where market failures exist, targeted subsidies may be justified – but only with a clear economic rationale, full accounting of fiscal distortions, and EU state-aid compliance.*