

# Stellungnahme

## **zur Konsultation der Bundesnetzagentur zu den Festlegungen von Eigenkapital- zinssätzen nach § 7 Abs. 6 Strom- bzw. Gas-Netzentgeltverordnungen**

Berlin, 10. August 2016

## Inhaltsverzeichnis

<b>1. HINTERGRUND .....</b>	<b>3</b>
<b>2. MANAGEMENT SUMMARY.....</b>	<b>4</b>
<b>3. METHODIK ZUR ERMITTLUNG DER MARKTRISIKOPRÄMIE .....</b>	<b>7</b>
<b>4. EINZELKRITIKPUNKTE AN DEN KONSULTATIONSUNTERLAGEN.....</b>	<b>10</b>
A) ABSENKUNG DES WAGNISZUSCHLAGS.....	10
B) KORREKTUR VOR DEM HINTERGRUND INTERNATIONALER VERGLEICHE IST NOTWENDIG .....	10
C) NEUTRALISIERUNG VON SONDEREINFLÜSSEN BEI HISTORISCHER ABLEITUNG DER MARKTRISIKOPRÄMIE.....	13
D) DEUTSCHE KAPITALMARKT-VERHÄLTNISSE STÄRKER BERÜCKSICHTIGEN .....	14
E) METHODIK MITTELWERTBILDUNG AKTUALISIEREN.....	15
F) INKONSISTENZEN ZUM ANSATZ DER MARKTRISIKOPRÄMIE IM TELEKOMMUNIKATIONSBEREICH DER BNETZA .....	15
<b>5. RECHTSPRECHUNG .....</b>	<b>17</b>

## 1. Hintergrund

Die weltweiten Trends der Dezentralisierung der Energieversorgung spiegeln sich im besonderen Ausmaß in Deutschland wider. Der Ausbau der Erneuerbaren Energien verschiebt die Erzeugungszentren räumlich von den Lastzentren. Hinzu kommt der politisch gewollte Kernenergieausstieg bis zum Jahre 2022. Politischer und gesellschaftlicher Konsens ist, dass diese wichtigen energiewirtschaftlichen Ziele ohne den Ausbau der Energienetze nicht realisierbar sind.

Die deutschen Gas- und Stromnetzbetreiber sind für den Betrieb, Erhalt und Ausbau der Energieinfrastruktur nach vorgegebenen Qualitätsstandards verantwortlich. Durch den notwendigen Netzausbau (z.B. Verkabelung, Ersatzbedarf, Power to Gas) sind in den nächsten Jahren weitere Investitionen in zweistelliger Milliardenhöhe in den Ausbau und die Erneuerung der Strom- und Gasnetze erforderlich, um die Energiewende zum Erfolg zu führen. Die notwendigen Kapitalmittel müssen von privaten Investoren im In- und Ausland sowie den Städten und Gemeinden in den nächsten Jahren aufgebracht werden. Planungssicherheit ist für die Kapitalgeber zwingend erforderlich, denn heutige Investitionsentscheidungen binden ihr Kapital für die nächsten 30-65 Jahre.

Der kalkulatorische Eigenkapitalzins zur Ermittlung der kalkulatorischen Kapitalkosten der Strom- und Gasnetzbetreiber wird von der Bundesnetzagentur (BNetzA) jeweils vor Beginn der folgenden Regulierungsperiode festgelegt. Vor dem Hintergrund der hohen Anlagenintensität bei den Strom- und Gasnetzen ist diese Festlegung von zentraler Bedeutung für die Kapitalgeber.

Die Festlegung von marktgerechten, stabilen und international wettbewerbsfähigen kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätzen ist ein wesentlicher Bestandteil, um die Finanzierung der Netzinfrastruktur sicherzustellen, den erforderlichen Netzausbau zu beschleunigen und damit auch erhebliche unnötige Kosten aus Netzengpässen für die Netznutzer zu verhindern. Ausreichende Investitionsanreize sind daher eine wichtige Voraussetzung für das weitere Gelingen der Energiewende und den Substanzerhalt der bestehenden versorgungssicheren Infrastruktur im Gas- und Strombereich.

Zu den Konsultationsentwürfen der BNetzA vom 6. Juli 2016 nimmt der BDEW nachfolgend Stellung. Die Positionspapiere der BDEW-Gutachter NERA Economic Consulting und der Professoren Hoffjan und Posch zu den BNetzA-Beschlussentwürfen sind Bestandteile der BDEW-Stellungnahme (Anlagen).

## 2. Management Summary

Die BNetzA beabsichtigt den Eigenkapitalzinssatz (EK-Zinssatz) für Neuanlagen um fast 24% von 9,05% auf 6,91% zu senken. Damit würden die derzeit konsultierten Eigenkapitalzinssätze für die deutschen Strom- und Gasnetze auf einem der letzten Plätze in Europa<sup>1</sup> liegen. Die nachfolgend dargelegten Kritikpunkte belegen, dass der konsultierte EK-Zinssatz um mindestens 1 Prozentpunkt zu gering ist.

Der EK-Zinssatz ergibt sich rechnerisch aus den beiden **Komponenten risikoloser Basiszinssatz (gemäß § 7 Netzentgeltverordnungen) und dem Wagniszuschlag**, der maßgeblich durch die Marktrisikoprämie (MRP) bestimmt wird. Der zur Konsultation gestellte EK-Zinssatz ist ein Zinssatz vor Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag. Der daraus resultierende EK-Zinssatz für Neuanlagen nach Steuern liegt bei 5,64%<sup>2</sup>. Hauptgrund für die Zinssenkung ist, dass der risikolose Basiszinssatz aufgrund der allgemeinen Zinsentwicklung stark absinkt und die Marktrisikoprämie (MRP) von 4,55% auf 3,8% gesenkt werden soll. Auch der in den Eigenkapitalzinssätzen der 2. Regulierungsperiode von der BNetzA noch berücksichtigte Energiewendezuschlag soll entfallen.

Der BDEW kommt in seiner Bewertung zu folgenden Ergebnissen:

- **Finanzmarktexperten und BNetzA-Beschlusskammer für den Telekommunikationsbereich gehen von einer steigenden Marktrisikoprämie aus:**

Anders als die für Energienetze zuständige Beschlusskammer 4 (BK 4) der BNetzA gehen Finanzmarktexperten (inkl. Deutscher Bundesbank), Wissenschaftler und die für Telekommunikation zuständige Beschlusskammer 3 (BK 3) davon aus, dass die im Zuge der Finanzmarkt- und Eurokrise stark gesunkenen Basiszinsen mit steigenden Marktrisikoprämien verbunden sind<sup>3</sup>. Die BK 3 setzt eine MRP von 4,73% an, die um **fast 1 Prozentpunkt höher** ist als die in den Beschlussentwürfen für Energienetze verwendete. Es ist nicht nachvollziehbar, dass sich die BK 4 in ihren Festlegungsentwürfen am Mittelwert der MRP-Bandbreite des Gutachtens von Frontier Economics orientiert.

---

<sup>1</sup> NERA-Stellungnahme v. 8. August .2016 zu den BNetzA-Beschlussentwürfen EK-Zins

<sup>2</sup> Für einen Marktvergleich von Investitionsrenditen ist ausschließlich der Zinssatz nach Unternehmenssteuern relevant.

<sup>3</sup>

[http://www.bundesnetzagentur.de/cln\\_1412/DE/Sachgebiete/Telekommunikation/Unternehmen\\_Institutionen/Marktregulierung/massstaebe\\_methoden/Kapitalkostensatz/kapitalkostensatz.html](http://www.bundesnetzagentur.de/cln_1412/DE/Sachgebiete/Telekommunikation/Unternehmen_Institutionen/Marktregulierung/massstaebe_methoden/Kapitalkostensatz/kapitalkostensatz.html)

[http://www.bundesnetzagentur.de/cln\\_1432/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1BK-Geschaeftszeichen-Datenbank/BK3-GZ/2016/2016\\_0001bis0999/2016\\_0001bis0099/BK3-16-0005/BK3-16-0005\\_Tenor.html?nn=269426](http://www.bundesnetzagentur.de/cln_1432/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1BK-Geschaeftszeichen-Datenbank/BK3-GZ/2016/2016_0001bis0999/2016_0001bis0099/BK3-16-0005/BK3-16-0005_Tenor.html?nn=269426)

Frontier Economics hat insgesamt eine **Bandbreite für Eigenkapitalkosten von 4,77% - 6,42% nach Steuern** ermittelt.<sup>4</sup> Auch in der europäischen Regulierungspraxis ist beobachtbar, dass sich Regulierer aufgrund der enormen Unsicherheiten und Verwerfungen, die aus der Finanzmarkt- und Eurokrise resultieren, im Rahmen der Zinssatzfestlegung am oberen Rand der gutachterlich ermittelten Ergebnisse orientieren. Selbst Frontier Economics hat dies kürzlich dem Regulierer in Luxemburg gutachterlich empfohlen.<sup>5</sup> Aufgrund der besonderen Betroffenheit, die aus der Finanzmarkt- und Eurokrise resultiert, ist dieses Vorgehen aus Sicht des BDEW speziell in Deutschland zwingend erforderlich.

- **Der europäische Vergleich zeigt, dass höhere Marktrisikoprämien festgelegt werden und keine andere Behörde in Europa eine gleichzeitige Absenkung von Basiszins und Marktrisikoprämie vorgenommen hat:**

Im Vergleich der europäischen Regulierungspraxis würde Deutschland trotz der hohen und langfristigen Investitionsanforderungen mit einem EK-Zinssatz von 5,64% nach Steuern deutlich unter den europäischen Durchschnitt fallen, den selbst Frontier Economics im Gutachten für die BNetzA - unter sehr restriktiven und teilweise streitbaren Annahmen - mit 5,92% nach Steuern höher ansetzt. Ein korrigierter und vollständiger europäischer Vergleich der aktuell festgelegten EK-Zinssätze zeigt, dass der von der BNetzA konsultierte EK-Zinssatz nach Steuern sogar **um annähernd 1,5 Prozentpunkte unter dem europäischen Durchschnitt liegt**<sup>6</sup>.

- **Die Bundesnetzagentur wendet die Methode zur EK-Zinsermittlung nicht sachgerecht an:**

Obwohl es im Rahmen der von der BNetzA verwendeten Methodik liegt, nutzt die Behörde die Möglichkeit nicht, um die veränderten Randbedingungen insbesondere bedingt durch die Verwerfungen auf den Kapitalmärkten zu berücksichtigen:

- a. Bei der **Datengrundlage (DMS-Daten)** wurden gegenüber der letzten Festlegung erhebliche methodische Änderungen vorgenommen. In diesem Zusammenhang

---

<sup>4</sup> Frontier Economics „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetzbetreiber“, 28.06.2016, S. 41

<sup>5</sup> Frontier Economics: Aktualisierung des WACC für Strom- und Gasnetzbetreiber – Luxemburg Projektdokumentation, 09.12.2015, Folie 4: „Empfehlung: Zur Erfassung von künftigen unsicheren Marktentwicklungen empfehlen wir das Vorsichtsprinzip zugunsten der regulierten Unternehmen zu berücksichtigen. Wir empfehlen deshalb eine Orientierung an der oberen Bandbreite unserer WACC Berechnungen“. url: <http://www.ilr.public.lu/electricite/consultations/conspub231215/PRS-Frontier-ILR-WACC-Update-2015-Ergebnispraesentation-09-12-2015-stc.pdf>

<sup>6</sup> Andere europäische Regulierungsbehörden bereinigen explizit die verzerrenden Effekte der Finanz- und Eurokrise bei der Festlegung der Verzinsung von Netzbetreibern (z.B. Großbritannien, Schweiz, Frankreich, Finnland). Gemäß § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV ist bei der Ermittlung des Wagniszuschlags insbesondere die „durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitäts-/Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten“ zu berücksichtigen. Dieser Vorgabe kommen die Beschlussentwürfe nur höchst unzureichend nach. Sondereinflüsse aus der aktuellen Euro- und Finanzmarktkrise sind angemessen zu neutralisieren, um einen repräsentativen Zinssatz für die 3. Regulierungsperiode auf stabilem Niveau zu finden. Nur so kann ein national und international wettbewerbsfähiger Zinssatz ermittelt werden, der auch in Zukunft den gesetzlichen Anforderungen und den Herausforderungen der Netzbetreiber gerecht wird.

ist diese unter anderem um die erst kürzlich eingeführten Länder China und Russland aufgrund der Datenkonsistenzwahrung als auch Datenplausibilität zu bereinigen, da es sich hier um atypische Kapitalmärkte (i.S. von Ausreißern) handelt und auch die Datenqualität nachweislich zweifelhaft ist. Auch die BK 3 der BNetzA verwendet eine Datengrundlage, die Russland und China nicht enthält.

- b. Die **Verhältnisse des deutschen Kapitalmarktes** (Deutschland als „sicherer Hafen“, daher sehr hoher Rückgang des risikolosen Basiszinssatzes) sind aufgrund der Sondersituation Deutschlands über die letzten sowie auch die zukünftigen Jahre stärker zu berücksichtigen. Die Welt-MRP darf in Verbindung mit dem „deutschen“ risikolosen Basiszinssatz nach Netzentgeltverordnungen nicht unreflektiert übernommen werden.<sup>7</sup>
  - c. Die **Mittelwertbildung** sollte – analog zum wissenschaftlichen Kenntnisstand und dem Vorgehen anderer europäischer Regulierungsbehörden – durch die Verwendung des arithmetischen Mittels erfolgen.
- **Der BGH fordert eine Gesamtbetrachtung:**

Bei den aktuellen Zinssatzkonsultationen ist zu beachten, dass sich der Bundesgerichtshof (BGH) in dem Anfang 2015 abgeschlossenen Beschwerdeverfahren<sup>8</sup> zur Festlegung der EK-Zinssätze auf die 1. Regulierungsperiode bezog. Bereits in diesem Zusammenhang weist er darauf hin, dass ein angemessener Zinssatz von einer Vielzahl von Faktoren abhängt und eine **Gesamtbetrachtung** vorzunehmen ist, die nicht nur Gegebenheiten in der Vergangenheit berücksichtigt, sondern den zukünftigen Anforderungen an den Betrieb von Netzen Rechnung zu tragen hat. Die massiven Kapitalmarktverzerrungen sind eine Tatsache. Daher ist es dringend geboten, diesen BGH-Hinweis im Rahmen der EK-Zinsfestlegungen für die 3. Regulierungsperiode zu berücksichtigen.

Die Festlegungsentwürfe der BNetzA zeigen, dass keine nachvollziehbare Verprobung des sich rechnerisch ergebenden EK-Zinssatzes mit den aktuellen Renditeanforderungen der Eigenkapitalgeber und den **Herausforderungen der deutschen Strom- und Gasnetzbetreiber** z. B. durch die Energiewende in der 3. Regulierungsperiode vorgenommen wurde. Die geplante Absenkung des EK-Zinssatzes und damit des regulatorisch zugestandenen Ergebnisses um fast 24% würde für die regulierten Energienetze zu erheblichen Ergebniseinbrüchen führen.

---

<sup>7</sup> Sondersituation: „Deutschland hat in der seit 2011 andauernden europäischen Wirtschaftskrise aufgrund seiner besonderen politischen und wirtschaftlichen Bedeutung in der Eurozone eine Sonderrolle. Bundesanleihen haben aufgrund ihrer Liquidität und Ausfallsicherheit von besonders starken Mittelzuflüssen profitiert, während sich der Aktienmarkt aufgrund der hohen Verflechtung Deutschlands mit der Eurozone und den damit verbundenen Wachstumsrisiken lediglich unterdurchschnittlich entwickelt hat.“ Quelle: NERA Economic Consulting, Stellungnahme Eigenkapitalzins 8. August 2016, Kap. 4.2

<sup>8</sup> Vgl. BGH EnVR 37/13

Während noch bei der letzten BNetzA-Festlegung für die 2. Regulierungsperiode ausdrücklich Anreize für einen beschleunigten Netzausbau gesetzt worden sind<sup>9</sup>, um unnötige Kosten und Probleme aus einem verzögertem Netzausbau zu vermeiden, könnte mit dem aktuellen Festlegungsentwurf der BNetzA für die 3. Regulierungsperiode bei Investoren im In- und Ausland der Eindruck entstehen, dass die Energiewende bereits weitgehend abgeschlossen ist bzw. keine weiteren Investitionsanreize hierfür erforderlich sind. Hieraus würden sich erhebliche negative Folgen für die Netzbetreiber ergeben. Negative Investitionskennzahlen und Abwertungsrisiken (Impairment) für Beteiligungen - die sich aus der Differenz der Kapitalkosten der Investoren bzw. der Empfehlung von Wirtschaftsprüfern ggü. den aktuellen Festlegungsentwürfen ergeben – würden zu starker Verunsicherung bei den Investoren führen. Dies könnte die künftige Finanzierungskraft der Netzbetreiber deutlich beeinträchtigen.

Eine inhaltliche, ökonomische Begründung, warum eine massive Absenkung der zugestanden regulatorischen Verzinsung von der 2. auf die 3. Regulierungsperiode richtig und angemessen ist, wird weder von der BNetzA noch von deren Gutachter Frontier Economics vorgetragen.

Detaillierte Ausführungen zu den einzelnen Kritikpunkten sind in den nachfolgenden Kapiteln sowie in den Positionspapieren von NERA Economic Consulting und den Professoren Hoffjan und Posch enthalten.

### **3. Methodik zur Ermittlung der Marktrisikoprämie**

Die BK 4 ermittelt die MRP wie bei den beiden vorherigen Festlegungen - trotz der Euro- und Finanzmarktkrise - erneut auf Basis sehr langfristiger historischer Kapitalmarktdaten (seit dem Jahr 1900) für ein Weltmarktportfolio aus mittlerweile 23 Nationen. Gegenüber der letzten Festlegung ergibt sich neben dem starken Rückgang beim Basiszinssatz um 34% von 3,80% auf 2,49% auch ein deutlicher Rückgang der MRP um 16% von 4,55% auf 3,80%. Dies steht im deutlichen **Widerspruch zur Regulierungspraxis im Ausland**. Keine Regulierungsbehörde hat den Basiszins und die MRP gleichzeitig gesenkt.

Die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft KPMG hat in ihrer aktuellen Kapitalkostenstudie aufgrund des „extrem volatilen Kapitalmarktumfelds“ auf einen Paradigmenwechsel bei der Ableitung der MRP hingewiesen: „Das CAPM zerlegt als Modell die empirisch beobachtbare Markttrendite in ihre Bestandteile. Es ist daher gerade kein Modell, um aus einem Basiszinssatz und einer frei gegriffenen MRP eine Rendite zusammensetzen, die mit den an den Kapitalmärkten beobachtbaren Renditen nichts mehr gemein hat. Folglich ist es daher geboten, die Markttrendite insgesamt in den Fokus der Analyse zu stellen. Die Frage ist damit nicht, was ist die „richtige“ MRP, sondern was ist die „richtige“ Markttrendite. Hieraus resultiert

---

<sup>9</sup> Mathias Kurth (2011): „Im internationalen Vergleich haben wir in Deutschland eine Sondersituation. Die Politik hat entschieden, dass der Umstieg auf die erneuerbaren Energien besonders schnell vollzogen werden soll. Das wird nur gelingen, wenn gleichzeitig auch die Netze schnell ausgebaut werden. Wir brauchen also Anreize, die den Netzausbau auch bei der Finanzierung beschleunigen. Daher hat die Bundesnetzagentur bei der Festlegung der neuen Eigenkapitalrenditen zwar die Entwicklung des allgemeinen Zinsniveaus berücksichtigt, auf eine Reduzierung des Risikozuschlags gegenüber der derzeit geltenden Festlegung aber verzichtet“.

nach Abzug des „richtigen“ Basiszinssatzes im Ergebnis die „richtige“ MRP.“ Die derart ermittelte MRP läge demnach zwischen 6% und 7%.<sup>10</sup>

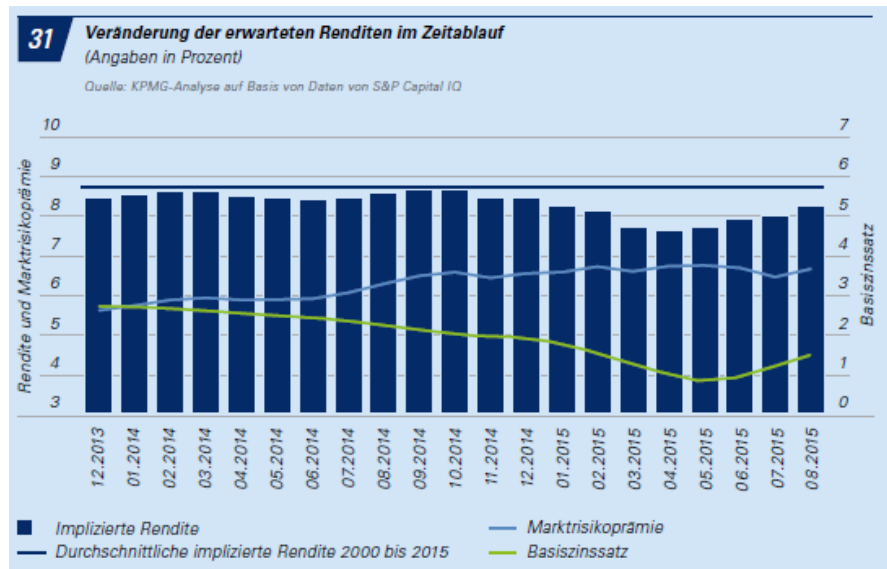


Abb. 1: Quelle: KPMG 2015 Kapitalkostenstudie 2015, S.35

Bereits im Jahr 2013 hatte der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) beim Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) empfohlen, in Folge der Finanzmarktkrise die Bandbreiten der MRP von 4,5% bis 5,5% auf 5,5% bis 7% anzuheben. Auch die Deutsche Bundesbank ermittelt in ihrem „Monatsbericht April 2016“ auf Basis empirischer Daten, dass sich die Eigenkapitalkosten deutscher Unternehmen seit 2004 (!) nicht signifikant verringert haben, obwohl die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von ca. 4% auf nahezu Null, teilweise sogar unter Null, gefallen ist.<sup>11</sup> Dies ist auf eine signifikant gestiegene MRP zurückzuführen, siehe nachfolgende Abbildung.

<sup>10</sup> KPMG 2015 Kapitalkostenstudie 2015, S.34

<sup>11</sup> Deutsche Bundesbank (2016): „Monatsbericht April 2016“, S. 29.



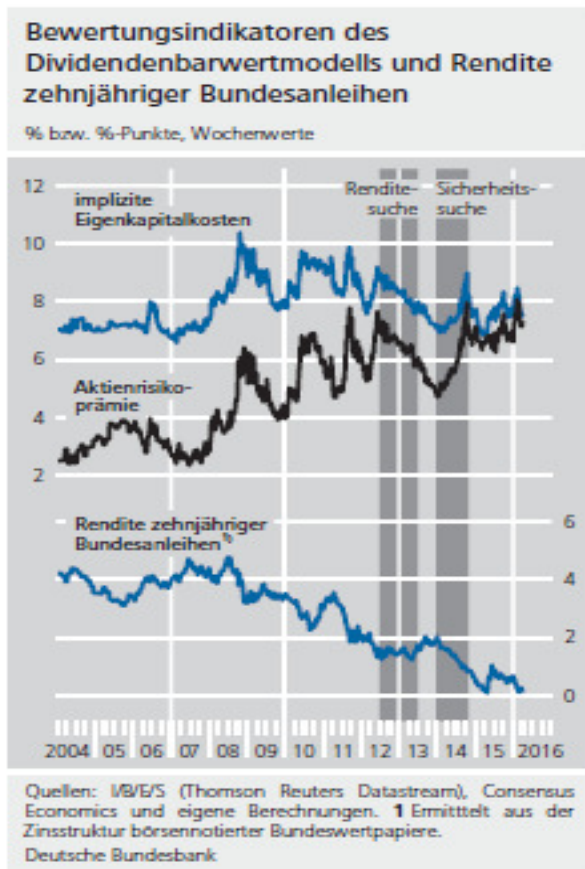


Abb. 2: Quelle Deutsche Bundesbank

Die wissenschaftlichen Analysen der Professoren Hoffjan und Posch stützen ebenfalls diese eindeutigen Ansätze von Bundesbank, Wirtschaftsprüfern und ausländischen Regulierungsbehörden und begründen in ihrem Gutachten<sup>12</sup> den inversen Zusammenhang zwischen dem Basiszins und der MRP. Die BK 4 der BNetzA berücksichtigt die vorliegenden Erkenntnisse nicht in ihren Festlegungsentwürfen und rechtfertigt ihren Ansatz stattdessen mit einem höheren Maß an „Objektivität und Transparenz“.<sup>13</sup>

Der vorliegende Ansatz der BK 4 hinsichtlich der Ermittlung der MRP kann vor allem in Zeiten volatiler Kapitalmärkte dazu führen, dass sich insbesondere bei Investitionsrechnungen und bei Werthaltigkeitsnachweisen von Beteiligungen an Netzgesellschaften (Impairment) im Rahmen der Jahresabschlussprüfungen negative Auswirkungen z.B. in Form von Abwertungen von Beteiligungswerten ergeben. Die historisch hergeleitete Welt-MRP darf nicht unreflektiert angesetzt werden. Die Erkenntnisse und Empfehlungen von Banken, Wirtschaftsprü-

<sup>12</sup> Professoren Hoffjan/Posch „Korrekturbedarf bei der Ermittlung von risikolosem Basiszinssatz und Marktrisiko-prämie“, September 2015

<sup>13</sup> BNetzA 2016, Beschlussentwürfe (BK4-16-160 und BK4-16-161) hinsichtlich der Festlegung von Eigenkapitalzinsen, S.9

fern, ausländischen Regulierungsbehörden sowie von Wissenschaftlern bieten hierfür gute Verprobungsmöglichkeiten.

#### **4. Einzelkritikpunkte an den Konsultationsunterlagen**

##### **a) Absenkung des Wagniszuschlags**

Der Festlegungsentwurf der BK 4 ermittelt einen Wagniszuschlag von 3,15%. Dies bedeutet gegenüber der letzten Festlegung (3,59%) eine erhebliche **Absenkung**. Dies ist ökonomisch nicht nachvollziehbar, da sich die Risiken der Netzbetreiber gegenüber der letzten Festlegung nicht reduziert, sondern eher erhöht haben bzw. erhöhen werden. Insbesondere die Geschäftsrisiken durch Einsatz neuer innovativer Technologien (wie z.B. dem Ausbau der Messsysteme auf Basis der Digitalisierung der Energiewende, Erdverkabelung und Höchstspannungs-Gleichstrom-Übertragung, Power to Gas) sind im ermittelten Wagniszuschlag nicht berücksichtigt. Dabei stellen innovative Technologien eine besondere Herausforderung für die Netzbetreiber dar, da noch keine ausreichenden Betriebserfahrungen vorliegen.

Neben den Geschäftsrisiken sind ebenso regulatorische und gesetzliche Veränderungen zu berücksichtigen, die zur Instabilität des Regulierungsrahmens führen und in gleicher Weise in die Werthaltigkeitsprüfung der Netze einfließen.

Auch die BNetzA selbst kommt im Rahmen der von ihr – wenn auch nur sehr begrenzt - vorgenommenen qualitativen Risikoanalyse in den BNetzA-Beschlussentwürfen zu keinem Befund, der auf reduzierte unternehmerische Wagnisse der Netzbetreiber schließen lässt. Es wird festgestellt, dass sich die regulatorischen Risiken nicht verändert haben. Eine Überprüfung anderer Risikofaktoren (z.B. Auslastungs- oder Preisrisiken) wird nicht vorgenommen.

Dass der Wagniszuschlag trotz Anstieg des Betafaktors abgesenkt werden soll, ist daher nicht plausibel und ein eindeutiger Beleg dafür, dass die MRP zu gering bemessen wurde. Hierbei ist anzumerken, dass der ermittelte Betafaktor im internationalen Vergleich auch hier eher am unteren Rand liegt.

##### **BDEW-Lösungsvorschlag**

Aufgrund der weiterhin bestehenden Herausforderungen und Risiken der Netzbetreiber muss der **Wagniszuschlag** angehoben oder - wie bisher - ein zusätzlicher Energiewendezuschlag im Wagniszuschlag berücksichtigt werden.

##### **b) Korrektur vor dem Hintergrund internationaler Vergleiche ist notwendig**

In den Strom- und GasNEV ist verankert, dass die Höhe des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse insbesondere auch unter „Berücksichtigung der Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten...“ zu ermitteln ist (§§ 7 Abs. 5 Strom-/GasNEV). Diese Regelung berücksichtigt die Behörde in den Beschlussentwürfen nur höchst unzureichend. **Die in den Konsultationsfassungen enthaltenen Zinssätze liegen auf einem der letzten Plätze in Europa.** D.h. im Ergebnis wird dem

Ziel des Verordnungstextes - nämlich die Festlegung einer risikoangemessenen und marktüblichen Rendite (vgl. auch Gutachten von Frontier Economics, S.19) – nicht ausreichend nachgekommen.

Der Gutachter der BK4 zieht zwar 19 Entscheidungen aus sechs Ländern zu Vergleichszwecken heran, ein belastbares Ergebnis lässt sich aus dieser Analyse allerdings aus mehreren Gründen nicht ableiten:

- Methodisch ist der Vergleich insoweit grob fehlerhaft, da weder die BK 4 noch ihr Gutachter die international geltenden EK-Zinssätze auf eine **einheitliche Kapitalstruktur** umrechnen. Die Notwendigkeit und die Methodik einer solchen Umrechnung sind jedoch bekannt.
- 10 der 19 verwendeten Entscheidungen beziehen sich auf **im öffentlichen Eigentum befindliche Netzbetreiber** (belgische VNB, niederländische Netze), bei denen explizit ein Verbot der privaten Kapitalbeteiligung besteht. Ein Markttest dieser Entscheidungen liegt somit nicht vor. Diese Entscheidungen können daher keinen Vergleichsmaßstab für den hier zu fällenden Beschluss sein, da in Deutschland keine Strom- und Gasnetzbetreiber existieren, deren Eigenkapital sich vollständig in der Hand des deutschen Staates befindet.
- Zwei weitere Entscheidungen (belgische ÜNB/FNB) beziehen sich auf ein Regulierungsregime, das noch im Rahmen der letzten Festlegung vom gleichen Gutachter als explizit **nicht mit dem deutschen Rahmen vergleichbar** eingestuft wurde.
- Der Gutachter der BK 4 ignoriert ohne Begründung zudem **diverse aktuelle Entscheidungen**, Neufestlegungen aus Ländern mit prinzipiell vergleichbarem Risiko (u.a. Finnland, Schweden, Schweiz, Luxemburg).

Abbildung 3 zeigt auf Basis von Berechnungen von NERA Economic Consulting<sup>14</sup>, dass die in den BK 4-Beschlussentwürfen vorgesehene **Rendite nach Steuerabzug mit 5,64% auf einem der letzten Plätze in Europa liegt**,<sup>15</sup> selbst wenn nur die neuesten Entscheidungen der Jahre 2014 bis 2016 berücksichtigt werden. Die Beschlussentwürfe sind um über 100 Basispunkte (d.h. mindestens 1 Prozentpunkt) bezogen auf einer Nachsteuerbetrachtung zu niedrig.

---

<sup>14</sup> NERA-Stellungnahme v. 8. August 2016

<sup>15</sup> Beim internationalen Vergleich der Zinssätze wird die in anderen Ländern zum Teil deutlich höhere Eigenkapitalquote konsequent auf die nach Netzentgeltverordnungen vorgegebenen EK-Quote von 40 % umgerechnet um einen konsistenten Vergleich herzustellen.

Vollständiger internationaler EK-Zinssatz Vergleich (nominal, n. St., 2014-2016)

(Korrektur um Verschuldungsgrad und Länderauswahl)

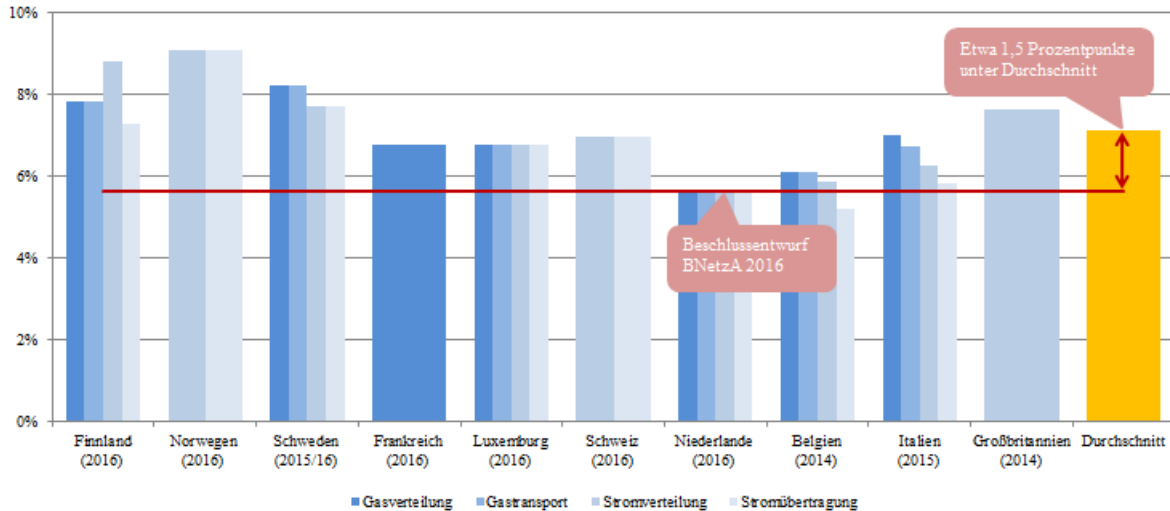


Abb. 3: Quelle: NERA Analyse regulatorischer Entscheidungen.

Zudem orientieren sich die Beschlussentwürfe der BK 4 bei den wesentlichen Parametern des CAPM-Modells (Betafaktor und MRP) trotz der nachfolgend aufgezeigten Unsicherheitsfaktoren im **Mittel der jeweils aufgezeigten Bandbreiten**, obwohl die nachfolgenden Aspekte eine **Orientierung an der oberen Bandbreite notwendig** machen würden:

- Im Vergleich zum vorherigen Festlegungsniveau stellt ein Wert von 3,80% (ggü. 4,55%) offensichtlich einen deutlichen **quantitativen Strukturbruch der DMS-Datenreihe** dar, insbesondere dann, wenn durch eine langfristige Durchschnittsbildung im regulatorischen Kontext derartige Verzerrungen gerade vermieden werden sollen.
- Im Vergleich zu anderen europäischen Regulierungsentscheidungen liegt die **MRP von 3,80% am unteren Rand**.
- Es ist ein **hoher Unsicherheitsgrad** hinsichtlich der Verwendung der Datenreihen für das CAPM aufgrund Euro- und Finanzmarktkrise aufgezeigt, insbesondere dann, wenn zusätzlich ein **deutscher Basiszins mit einer Welt-MRP kombiniert** wird.

Im **Ergebnis** führt die in den Beschlussentwürfen verwendete Datengrundlage und Anwendung im CAPM-Modell zu einem **im europäischen Vergleich am unteren Rand liegenden und im Vergleich zur aktuellen Regulierungsperiode instabilen EK-Zinssatz**. Zur Vermeidung von Schätzfehlern wäre somit bei den Einzelparametern eine Orientierung an der oberen Bandbreiten der vom Gutachter aufgezeigten Spanne zwingend geboten.

Diese **Absenkung** stellt einen massiven Eingriff in die Wirtschaftlichkeit des Netzbetriebs dar und ist **vor dem Hintergrund großer Investitionen in die Energieinfrastruktur und den damit verbundenen außerordentlich großen Herausforderungen der Energienetzbetreiber zur Umgestaltung der Energienetze nicht tragbar**.

### **BDEW-Lösungsvorschlag**

Wie die Analysen von NERA Economic Consulting zeigen (Einzelheiten siehe beigefügtes NERA-Positionspapier), entsprechen die von der BK 4 verwendeten Methoden zur Eigenkapitalzinsermittlung für Strom- und Gasnetze nicht den Regelungen der Strom- und Gas-Netzentgeltverordnungen. Die **Höhe des Zuschlags** zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ist insbesondere auch **unter „Berücksichtigung der Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten...“ zu ermitteln**.

Der internationale Vergleich per se kann allerdings noch keine Antwort auf die explizit umzusetzenden Veränderungen geben.

Die folgenden Abschnitte zeigen daher verschiedene methodische Schwächen der Beschlusssentwürfe auf, deren Korrektur dazu angetan ist im Ergebnis einen Eigenkapitalzinsatz zu ermitteln, der den verordnungsseitigen Anforderungen „Marktüblichkeit“ und „internationale Wettbewerbsfähigkeit“ gerecht wird.

#### **c) Neutralisierung von Sondereinflüssen bei historischer Ableitung der Marktrisikoprämie**

Wie bereits dargelegt ist der **Wagniszuschlag** eine wesentliche Komponente des EK-Zinssatzes, der maßgeblich durch die MRP bestimmt wird. Entsprechend relevant ist die korrekte methodische Vorgehensweise zur Ermittlung des Wertes. Wie Analysen von NERA Economic Consulting zeigen, ist die **Datengrundlage zur Berechnung der MRP** auf Basis der Zeitreihen von Dimson, Marsh und Staunton (DMS) durch diverse Anpassungen **nicht mehr geeignet**, diesen Wert sachgerecht zu ermitteln. Durch die Einbeziehung von **Länder-Zeitreihen aus Russland und China** – die in den vergangenen Jahren atypische Kapitalmarktentwicklungen abbilden – wird die Datenbasis und damit die Ermittlung verzerrt. Die für die **Telekommunikation zuständige Beschlusskammer** der BNetzA hat diese Effekte aktuell berücksichtigt und mit **4,73% eine MRP** festgelegt, die fast 100 Basispunkte (entspricht 1 Prozentpunkt) oberhalb des jetzigen Vorschlags der BK 4 liegt.

Es ist aus Sicht des BDEW auch grundsätzlich nicht nachvollziehbar und sogar widersprüchlich, dass die BNetzA und deren Gutachter auf der einen Seite mit der Robustheit ihrer bisherigen Methodik und der von ihr befürworteten Annahme einer langfristig stabilen MRP argumentieren (siehe S. 13 im Gutachten von Frontier Economics), gleichzeitig die sich nun ergebende **Absenkung der Welt-MRP von 4,55% auf 3,80%** aber in erheblichem Ausmaß aus einer in 2012 vorgenommenen **Änderung der bisherigen Methodik von Dimson/Marsh/Staunton** zur Berechnung der Welt-MRP (Aufnahme neuer Länder, Gewichtung der Länder mit historischer Marktkapitalisierung) **resultiert** (siehe S. 18 im Gutachten Frontier Economics). Dies spricht gerade nicht für eine robuste Verfahrensweise.

### **BDEW-Lösungsvorschlag**

Die Datenbasis zur Ermittlung der anteiligen Welt-MRP ist von nicht vergleichbaren Finanzmärkten wie z.B. China und Russland zu **bereinigen**, zudem ist die Konsistenz in den Daten weiterhin zu erhalten.

**d) Deutsche Kapitalmarkt-Verhältnisse stärker berücksichtigen**

Bei der Ermittlung der MRP müssen die Verhältnisse des **deutschen Kapitalmarktes** stärker berücksichtigt werden, als dies in den derzeitigen Beschlussentwürfen der Fall ist. Dies ist auch der Tatsache geschuldet, dass die **Netzentgeltverordnungen** vorschreiben, dass auch nationale Verhältnisse zu berücksichtigen sind, zu welchem Anteil lässt die Vorschrift offen. Durch die Verwendung von DMS-Reihen wird der **deutsche Markt** im Vergleich zum rein deutschen risikolosen Basiszins jedoch **stark untergewichtet**, was zusammen mit dem seit 2008 stark gesunkenen risikolosen deutschen Basiszins zu einer **Unterbewertung insgesamt** führt. Die Netzentgeltverordnungen legen für die Ermittlung des risikolosen Basiszinses fest, dass die Zinsentwicklung rein nationaler risikoloser Werte als gleitender Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre berücksichtigt werden müssen. Während diese momentan absinkenden risikofreien Zinssätze über den 10-jährigen gleitenden Durchschnitt übermäßig stark in den regulatorischen EK-Zinssatz einfließen, werden die durch die Deutsche Bundesbank belegten steigenden nationalen Risikoprämien aufgrund des mehr als 100-jährigen rückwärts-gewandten Betrachtungszeitraumes bei der MRP so gut wie gar nicht berücksichtigt. Während diese **methodische Inkonsistenz** bei der Wahl der Betrachtungszeiträume und inkonsistenten Datenbasis in Zeiten stabiler Finanzmarktverhältnisse lediglich zu einer zu vernachlässigenden Unterschätzung führt, steigt diese in Zeiten instabiler Märkte stark an.

Denn die Zinsen für deutsche Staatsanleihen sind durch die Finanzmarktkrise auf ein historisch einmaliges Tief gesunken, mit der Folge eines seit mehreren Jahren stabilen Niedrigzinsumfelds: Der Basiszins sinkt auf ein historisches Tief („**Zinsloch**“) ab. Die Komponente **MRP** dagegen wird auf **Basis von Weltmarktdaten** ermittelt, die wiederum die **Sondersituation in Deutschland in den letzten 10 Jahren völlig unzureichend abbildet**. Denn die **deutschen Kapitalmarktverhältnisse werden nur zu 3% in der DMS-Datenreihe** berücksichtigt. Die BNetzA jedoch setzt die im Ordnungsrahmen angelegte Vorgabe zur Ermittlung der MRP durch eine inkonsistente Kombination aus MRP der Welt (inklusive darin in Abzug gebrachtem Welt-Basiszinssatz) mit dem deutschen Basiszinssatz um. **Notwendig wäre die stärkere Berücksichtigung der deutschen MRP**, da ansonsten die spezifische Situation auf dem deutschen Kapitalmarkt methodisch verzerrt wiedergegeben wird, was zu den massiv sinkenden Eigenkapitalzinssätzen für alle deutschen Strom- und Gasnetzbetreiber in der 3. Regulierungsperiode führt, wie sie in den derzeitigen Beschlussentwürfen vorge-sehen sind.

**BDEW-Lösungsvorschlag**

Analysen der Professoren Hoffjan und Posch zeigen, dass zur Ermittlung für beide Größen eine **konsistente Berechnungsgrundlage** zu wählen ist. Die Behörde verwendet hingegen eine inkonsistente Kombination aus deutschem Basiszins und Welt-MRP.

Um **nationale Besonderheiten** im Wagnis stärker zu berücksichtigen, schlägt der BDEW als Lösungsansatz vor, die **deutsche und die Welt-MRP zumindest mit gleichen Anteilen** zu berücksichtigen, da ansonsten die spezifische Situation auf dem deutschen Kapitalmarkt methodisch völlig unzureichend (mit einem DMS-Anteil von 3%) abgebildet wird. Die DMS-Publikation ermöglicht dies, da neben der Welt-MRP analog auch die MRP für Deutschland ermittelt und veröffentlicht wird.

#### e) **Methodik Mittelwertbildung aktualisieren**

Zudem wird bei der MRP-Berechnung eine **Durchschnittsbildung aus arithmetischen und geometrischen Mittelwerten** verwendet, die **weder der aktuellen Regulierungspraxis im Ausland noch der wissenschaftlichen Diskussion entspricht**. So hat der BNetzA-Gutachter z.B. in Frankreich explizit das arithmetische Mittel empfohlen; in Luxemburg und Österreich haben die Regulierungsbehörden die Ergebnisse und Empfehlungen des gleichen Beraters dahingehend ausgelegt, dass aus der **empfohlenen Bandbreite das obere Ende** und damit **das arithmetische Mittel** gegenüber der BNetzA-Vorgehensweise vorzugswürdig ist. Mit der Orientierung am oberen Rand der Bandbreite der ebenso auf Basis der DMS-Studie ermittelten Welt-MRP hat der österreichische Regulierer E-Control in den Zinssatzermittlungen für die 2. Regulierungsperiode Gas (2013-2017) und 3. Regulierungsperiode Strom (2014-2018) explizit das Ziel verfolgt, eine Unterschätzung der Kapitalkosten der Netzbetreiber zu vermeiden und den **erforderlichen Netzaus- und umbau nicht zu gefährden**.<sup>16</sup>

Auch die Befunde des **Oberlandesgerichts (OLG) Düsseldorf** und des **BGH** stehen der Verwendung des arithmetischen Mittelwerts nicht entgegen. NERA Economic Consulting weist im Anhang zu dieser Stellungnahme nach, dass die von der BNetzA 2016 verwendete **DMS-Datenreihe keine sogenannte negative Autokorrelation** (keine belastbare Aussage möglich über erwartbare Rendite des Folgejahres auf Basis des Vorjahres) aufweist und damit ein gewichtiges Argument für das geometrische Mittel aus der wissenschaftlichen Literatur in diesem konkreten Fall nicht einschlägig ist.

Die Ergebnisse bei historischer Ermittlung von MRP sollten tendenziell übereinstimmen mit den Ergebnissen bei impliziter Ermittlung der MRP. Die von der **Deutschen Bundesbank** ermittelten Werte für die MRP für Deutschland von derzeit **über 7,0%** (s. Abb. 2) liegen deutlich näher an den arithmetischen Mittelwerten der historischen MRP-Serien als am Durchschnitt aus arithmetischem und geometrischem Mittel. Die **arithmetischen Mittelwerte historischer Daten gewähren eine zuverlässigere Berechnung der zukunftsorientierten MRP**. Die Methode wird auch in den aktuelleren Festlegungen im Ausland verwendet (z. B. in Frankreich und Italien).

#### **BDEW-Lösungsvorschlag**

Bei der Mittelwertbildung ist, wie auch bei aktuellen Festlegungen im Ausland, auf den letzten Stand der wissenschaftlichen Forschung abzustellen und die **MRP auf Basis der wissenschaftlich fundierten arithmetischen Mittelwertmethodik zu ermitteln**.

#### f) **Inkonsistenzen zum Ansatz der Marktrisikoprämie im Telekommunikationsbereich der BNetzA**

Mit der Festlegung einer mit 3,80% ermittelten MRP für Energienetze wird auch in nicht nachvollziehbarer Weise von der **Methodik der BK 3 abgewichen**, die für die Regulierung

---

<sup>16</sup> Siehe E-CONTROL, Regulierungssystematik für die dritte Regulierungsperiode der Stromverteilernetzbetreiber 1. Jänner 2014 - 31. Dezember 2018, S. 82 sowie E-CONTROL: Regulierungssystematik für die zweite Regulierungsperiode GAS 1.1.2013-31.12.2017., S. 32

im Bereich der Telekommunikation zuständig ist. Für diesen Bereich soll im aktuellen Beschluss (BK3c-16-005) – wie bereits im Jahre 2010 – von einer **MRP von 4,73%** ausgegangen werden. Diese liegt nahezu 100 Basispunkte höher als der jetzige Entwurf der BK 4.

Mit diesem Ansatz folgt die BK 3 nach wie vor den Überlegungen, die Professor Stehle bereits in seinem Gutachten in 2010 aufgestellt hatte. In seinem Gutachten schließt Prof. Stehle indirekt Russland und China aus der Welt-MRP aus, indem er ausschließlich die vier Reihen USA 1871-2009, USA 1926-2009, UK 1900-2009 und D 1955-2009 zugrunde legt. Begründet wird dies von **Prof. Stehle** damit, dass die weiteren **Datenreihen – also auch China/Russland – nicht die erforderliche Qualität** haben.<sup>17</sup>

**Es ist nicht nachvollziehbar, warum für Telekommunikationsnetze im Rahmen der Ermittlung der erlaubten Verzinsung von einer anderen (höheren) MRP ausgegangen wird als bei Energienetzen.**

Diese Ungleichbehandlung wird noch verschärft durch die Wahl des risikolosen Zinssatzes. Die **BK 3** verwendet einen **risikolosen Zinssatz von 2,71%**, der gut 20 Basispunkte über dem Wert liegt, der sich aus den Vorgaben im Strom- und Gasbereich ergibt.

**Mithin unterscheidet sich die unterstellte Rendite für eine identische (!) Investition in das Gesamtmarktportfolio zwischen der BK 3 und BK 4 um über 100 Basispunkte (nach Steuern) bzw. fast 20%. Dieses Ergebnis findet aus Sicht des BDEW keine wissenschaftlich plausible Erklärung.**

Die BK 4 ist gemäß den Netzentgeltverordnungen verpflichtet, **aktuelle Entwicklungen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten zu berücksichtigen**; für eine solch eklatante Abweichung in der Einschätzung der Verhältnisse auf den nationalen Kapitalmärkten innerhalb des gleichen Hauses fehlt jede Begründung.

Die **Überlegungen der BK 3** werden nach Kenntnis des BDEW zudem von einem durch das OLG Düsseldorf im Rahmen einer Beschwerde gegen die Festlegung der EK-Zinssätze bzgl. der ersten Regulierungsperiode beauftragten **Gutachter implizit bestätigt**. In diesem Gutachten wird nach Wissen des BDEW u.a. ausgeführt, die **Länderauswahl** – die damals noch nicht China und Russland umfasste – gewährleiste, dass mit dem Entwicklungsprozess und Entwicklungsstadium des deutschen Kapitalmarkts vergleichbare Märkte als Datenbasis zur Ermittlung der Welt-MRP dienen.

Die BK 4 weicht auch bei der Ermittlung des (realen) Altanlagen-Zinssatzes für Energienetze vom Vorgehen der BK 3 im Telekommunikationsbereich ab: Der BK 3 folgend, ermittelt dieser sich wie folgt auf der Vor-Steuer-Ebene: Nominalzinssatz (vor Steuern) minus Inflation=Realzinssatz (vor Steuern). Die BK 4 eliminiert die Inflation dagegen erst auf Nach-Steuer-Ebene, was zum Nachteil der Energienetzbetreiber wirkt (ca. um 0,35 Prozentpunkte niedriger Altanlagenzinssatz). Der von der BK 3 verfolgte Ansatz ist sachgerecht, da der über

---

<sup>17</sup> Prof. Stehle: Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung des kalkulatorischen Zinssatzes, der den spezifischen Risiken des Breitbandausbaus Rechnung trägt, 24.11.2010, S. 106 letzter Absatz



die Netzentgelte verdiente Inflationsausgleich der Ertragsbesteuerung unterliegt. Diese Tatsache wird beim vorliegenden Ansatz in den Festlegungsbeschlüssen nicht berücksichtigt.

### **BDEW-Lösungsvorschläge**

Beim Ansatz der MRP darf **keine Benachteiligung gegenüber dem regulierten Telekommunikationsbereich** entstehen.

Die Ermittlung des **Altanlagen-Zinssatzes** nach der Methodik der BK 3 sollte auch für Energienetze Anwendung finden.

## **5. Rechtsprechung**

Die BK 4 verweist in den Festlegungsentwürfen an einer Vielzahl von Stellen darauf hin, dass sie sich durch die bislang ergangene Rechtsprechung des **BGH** in ihrem Vorgehen bestätigt sieht bzw. daran gebunden ist.

Das Anfang 2015 vor dem BGH abgeschlossene Beschwerdeverfahren gegen die BNetzA zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze, das die Vorgehensweise bestätigt hat, **bezog sich jedoch auf die erste Regulierungsperiode** – d.h. hier waren die neg. Auswirkungen der **Finanzmarktkrise** für eine sachgerechte Anwendung des CAPM **nur marginal relevant**. Insofern ist die ergangene höchstrichterliche Entscheidung und ihre inhaltliche Begründung sehr eingeschränkt auf die nun zu erfolgenden Festlegungen übertragbar. Denn die Situation hat sich grundlegend geändert, was bereits in der Zinsfestlegung zur zweiten Regulierungsperiode mit der Berücksichtigung der „**Sondersituation Deutschland**“ im EK-Zinssatz Niederschlag fand. Die fehlende Berücksichtigung der „Sondersituation Deutschland“ in der vorliegenden Festlegung steht im Widerspruch zu den Ausführungen in der Festlegung der EK-Zinssätze der zweiten Regulierungsperiode (BK4-11-304).

Dabei hatte die BNetzA zunächst ebenfalls einen Wagniszuschlag und damit eine MRP mit den aktuell verwendeten methodischen Ansätzen ermittelt. Jedoch ist sie in einem zweiten Schritt zu dem Schluss gekommen, dass die rechnerisch ermittelte Zinshöhe die netzbetreiberspezifischen unternehmerischen Wagnisse nicht angemessen abbildet. Begründet wurde diese Abweichung von den ursprünglichen Rechenergebnissen mit der **deutschen Sondersituation, die sich i.W. aus der Energiewende und den damit verbundenen Netzausbaunotwendigkeiten zur Anbindung regenerativer Erzeugungsanlagen** ergibt. Diese **Netzausbaunotwendigkeiten resultierend aus der Energiewende** ergeben sich aber ebenso in der **dritten Regulierungsperiode**, für die der vorliegende Festlegungsentwurf wirksam wird! Eine deutsche Sondersituation liegt also weiterhin – sogar mit ggü. der zweiten Regulierungsperiode weiter gestiegenem Investitionsbedarf – vor und erfordert eine Anpassung der zusätzlich durch die Finanzmarktkrise verzerrten Rechenergebnisse.

Der **BGH** hat seine Entscheidung über einen gewissen **Beurteilungsspielraum** für die BNetzA<sup>18</sup> mithin unter den folgenden Aspekten getroffen, welche zum damaligen Zeitpunkt (vor der Finanzmarktkrise) Gültigkeit hatten:

- Rn. 19: „Welche Umstände im Einzelnen in die Bewertung einzufließen haben und welches Gewicht ihnen dabei zuzumessen ist, lässt die Vorschrift offen.“
- Rn. 22: „Die in § 21 Abs. 2 EnWG normierte Vorgabe einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung kann nicht allein durch die Ermittlung von Marktgegebenheiten oder sonstigen Tatsachen erfüllt werden. Sie erfordert eine **Gesamtbetrachtung, in die wertende Elemente einzufließen haben** und die nicht nur Gegebenheiten in der Vergangenheit, sondern den **zukünftigen Anforderungen** an den Betrieb von Netzen Rechnung zu tragen hat.“
- Rn. 24: „Welche Verzinsung angemessen ist, kann nicht im Vorhinein in allen Details festgelegt werden. Der angemessene Zinssatz hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, die sowohl für sich gesehen als auch in ihrem Verhältnis zueinander ständiger Änderung unterliegen.“
- Rn. 26: „Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit ist allerdings auch im vorliegenden Zusammenhang zu beachten. Aus ihm folgt, dass die Festlegung der Erlösobergrenzen zur Erreichung der mit der Anreizregulierung verfolgten Ziele geeignet und erforderlich sein muss und nicht zu einer unverhältnismäßigen Belastung führen darf.“

Insbesondere der letzte Punkt zeigt auf, dass der BGH hier eine Gesamtbetrachtung vorgenommen hat und unter Abwägung aller Umstände den Netzbetreibern eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoadäquate Verzinsung im Sinne des Energiewirtschaftsgesetzes (EnWG) zugestanden werden muss. Diese Gesamtbetrachtung **nimmt die BNetzA nicht vor**.

**Die BNetzA ist ihrer in den Netzentgeltverordnungen angelegten Pflicht zur Ermittlung und Bewertung der tatsächlichen aktuellen Marktverhältnisse und zur Berücksichtigung nationaler Besonderheiten sowie der international erzielbaren Rendite nicht ausreichend nachgekommen.** Sie hat vor dem Hintergrund der energiepolitischen Sondersituation in Deutschland nicht dargelegt, inwieweit keine Sondersituation mehr vorherrscht bzw. diese in der aktuellen Ausprägung der CAPM-Methodik enthalten ist sondern regelmäßig einen in der Verordnung nicht angelegten Maßstab der „Methodenkonsistenz“ bemüht, für den keine Rechtsgrundlage existiert.

---

<sup>18</sup> Vgl. BGH EnVR 37/13, Rn. 18

**Anlagen**

**NERA-Stellungnahme v. 8.8.2016 zu den EK-Zins Beschlusssentwürfen der BNetzA**

**Replik der Professoren Hoffjan und Posch**

**Ansprechpartner:**

Bereich Energienetze, Regulierung und  
Mobilität

Katja Hintz  
Telefon: +49 30 300199-1663  
katja.hintz@bdew.de

Bereich Recht und Betriebswirtschaft

Dr. Michael Koch  
Telefon: +49 30 300199-1583  
michael.koch@bdew.de