

**Gutachtliche Stellungnahme im Auftrag des BDEW
zum „Vergleich internationaler
Eigenkapitalzinssätze für Energienetze“ von
NERA Economic Consulting vom 15.01.2020**

November 2020

Inhalt

1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Zusammenfassung der Ergebnisse	3
3. Sachverhalt	5
4. Kurzüberblick NERA-Gutachten	7
4.1. Internationaler Vergleich regulierter EK-Zinssätze	7
4.2. Internationaler Vergleich anhand von Analystenberichten.....	8
5. Würdigung des NERA-Gutachtens	9
5.1. Beurteilung des internationalen Vergleichs regulierter EK-Zinssätze	9
5.1.1. Relevanz des Vergleichs internationaler Regulierungsentscheidungen für die Bemessung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes	9
5.1.2. Beurteilung der methodischen Vorgehensweise	10
5.1.3. Überprüfung der von NERA ermittelten Eigenkapitalzinssätze	17
5.1.4. Zusammenfassung	23
5.2. Beurteilung des von NERA vorgenommenen internationalen Vergleichs anhand von Analystenberichten.....	25
5.2.1. Relevanz des Vergleichs von Analystenberichten für die Bemessung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes	25
5.2.2. Beurteilung der methodischen Vorgehensweise	26
5.2.3. Überprüfung der von NERA ermittelten Eigenkapitalzinssätze	28
5.2.4. Zusammenfassung	29
6. Schlussbemerkung	30

Anlagen

Anlagenverzeichnis

Anlage 1	Abbildungsverzeichnis
Anlage 2	Tabellenverzeichnis
Anlage 3	Methodenbeschreibung
Anlage 4	Details EK-Zinssätze Ausland
Anlage 5	Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017.

Die in dieser gutachtlichen Stellungnahme dargestellten Berechnungen wurden mit mehreren Nachkommastellen gerechnet, auch wenn sie zur besseren Übersichtlichkeit gerundet dargestellt sind. Aus diesem Grund kann die Addition der Tabellenwerte zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- oder Gesamtsummen führen.

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	<i>Absatz</i>
AG	<i>Aktiengesellschaft</i>
ARegV	<i>Anreizregulierungsverordnung</i>
BDEW	<i>Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft e. V.</i>
BGB	<i>Bürgerliches Gesetzbuch</i>
BGH	<i>Bundesgerichtshof</i>
BIP	<i>Bruttoinlandsprodukt</i>
BMWi	<i>Bundesministerium für Wirtschaft und Energie</i>
BNetzA	<i>Bundesnetzagentur</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CRP	<i>Länderrisikoprämie</i>
e.V.	<i>eingetragener Verein</i>
EK	<i>Eigenkapital</i>
EnWG	<i>Energiewirtschaftsgesetz</i>
EÜ	<i>Elektrizitätsübertragungsnetze</i>
EV	<i>Elektrizitätsverteilnetze</i>
EZB	<i>Europäische Zentralbank</i>
FAUB	<i>Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft</i>
GasNEV	<i>Gasnetzentgeltverordnung</i>
GT	<i>Gasfernleitungsnetze</i>
GV	<i>Gasverteilnetze</i>
i.S.d.	<i>im Sinne des</i>
i.V.m.	<i>in Verbindung mit</i>
IDW	<i>Institut der Wirtschaftsprüfer</i>
IWF	<i>Internationaler Währungsfonds</i>
Mio.	<i>Millionen</i>
MRP	<i>Marktrisikoprämie</i>
NERA	<i>NERA Economic Consulting</i>
NERA-Gutachten	<i>Vergleich internationaler Eigenkapitalzinssätze für Energienetze vom 15.01.2020</i>
OLG	<i>Oberlandesgericht</i>
ProdHaftG	<i>Produkthaftungsgesetz</i>
StromNEV	<i>Stromnetzentgeltverordnung</i>
u.E.	<i>unseres Erachtens</i>
vgl.	<i>vergleiche</i>
wg.	<i>wegen</i>
WKGT	<i>Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft</i>

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

1 Der

Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft e.V.,
Berlin,
(„**BDEW**“)

hat uns, die Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („**WKGT**“), mit der Erstellung einer gutachtlichen Stellungnahme zu dem von NERA Economic Consulting („**NERA**“) vorgenommenen Vergleich internationaler Eigenkapitalzinssätze für Energienetze vom 15.01.2020 (nachfolgend auch „**NERA-Gutachten**“) beauftragt.

2 Gegenstand der gutachtlichen Stellungnahme ist eine Überprüfung der im NERA-Gutachten dargestellten Berechnungen und der methodischen Vorgehensweise zur Erstellung eines internationalen Vergleichs.

3 Unsere Arbeiten haben wir von Oktober bis November 2020 in unseren Büroräumen in Düsseldorf durchgeführt.

4 Basis unserer Arbeiten waren insbesondere die folgenden Unterlagen, die uns von unserem Auftraggeber zur Verfügung gestellt wurden:

- NERA-Gutachten „Vergleich internationaler Eigenkapitalzinssätze für Energienetze“ vom 15.01.2020;
- Excel-Datei mit den wesentlichen dem NERA-Gutachten zugrunde liegenden Berechnungen;
- Dem NERA-Gutachten zugrunde liegende Regulierungsentscheidungen;
- Dem NERA-Gutachten zugrunde liegende Analystenberichte.

5 Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

6 Fragen, die ausschließlich oder überwiegend rechtlichen Gehalt haben, waren nicht Gegenstand unseres Auftrags.

7 Unserem Auftragsverhältnis liegen die „Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 01. Januar 2017“ zugrunde. Ein Exemplar der Auftragsbedingungen liegt dieser gutachtlichen Stellungnahme bei.

8 Unsere Haftung begrenzt sich gemäß Ziffer 9 Abs. 2 dieser Allgemeinen Auftragsbedingungen für einen fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall, mit Ausnahme der Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, auf EUR 4 Mio. Diese Haftungsbegrenzung gilt gegenüber unserem Auftraggeber und allen anderen Adressaten bzw. Dritten (nachfolgend insgesamt „Empfänger“), die unsere Arbeitsergebnisse bestimmungsgemäß erhalten. Diese Empfänger sind Gesamtgläubiger i.S.d. § 428 BGB und die Haftungshöchstsumme je Schadensfall von EUR 4 Mio. steht allen Empfängern zusammen insgesamt nur einmal zur Verfügung. Die Verteilung der Haftungssumme ist ausschließlich durch die Empfänger zu bestimmen.

9 Unsere Arbeitsergebnisse sind in erster Linie zur Information des Auftraggebers und des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) bestimmt. Einer Bezugnahme auf die von uns erstellte gutachtliche Stellungnahme, einer Weitergabe an hier nicht genannte Dritte oder der

Veröffentlichung der gutachtlichen Stellungnahme wird zugestimmt unter der Voraussetzung, dass die gutachtliche Stellungnahme nur in ihrer finalen Fassung sowie ungekürzt und vollständig mitsamt aller Anlagen weitergegeben bzw. veröffentlicht wird.

2. Zusammenfassung der Ergebnisse

- 10 Im Auftrag des BDEW hat NERA mit Abgabedatum 15.01.2020 ein Gutachten mit dem Titel „Vergleich internationaler Eigenkapitalzinssätze für Energienetze“ erstellt.
- 11 Wesentlicher Kern des NERA-Gutachtens ist eine Analyse von aktuellen Zinssatzfestlegungen in der internationalen Regulierungspraxis und ein Vergleich dieser Analyse mit dem gegenwärtig geltenden regulatorischen EK-Zinssatz in Deutschland (**Internationaler Vergleich regulierter EK-Zinssätze**). Darüber hinaus beinhaltet das NERA-Gutachten eine vergleichende Betrachtung der in Analystenberichten für Vergleichsunternehmen verwendeten EK-Zinssätze (**Internationaler Vergleich anhand von Analystenberichten**).
- 12 Wir haben eine methodische und rechnerische Würdigung der beiden internationalen Vergleichsbetrachtungen im NERA-Gutachten vorgenommen und sind zu den folgenden wesentlichen Ergebnissen gelangt:

Internationaler Vergleich regulierter EK-Zinssätze

- Die deutschen Netzbetreiber befinden sich im internationalen Wettbewerb um Kapital der Investoren. Wir stimmen mit NERA überein, dass die Festlegungen ausländischer Regulierungsbehörden einen **hilfreichen Indikator** im Rahmen der Bestimmung wettbewerbsfähiger und angemessener regulatorischer EK-Zinssätze in Deutschland darstellen. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund der besonderen Herausforderungen der gegenwärtigen Kapitalmarktsituation und dem außergewöhnlichen Niedrigzinsumfeld in Deutschland.
- NERA berücksichtigt 70 Regulierungsentscheidungen der Jahre 2016 bis 2019 aus Ländern der Eurozone sowie aus nicht-Euro-Ländern innerhalb und außerhalb Europas. Die **Länderauswahl** halten wir vor dem Hintergrund der relevanten Investorenperspektive und Konsistenzüberlegungen mit der Ableitung der CAPM-Parameter der BNetzA für plausibel. Denkbar ist zusätzlich ein Einbezug von Regulierungsentscheidungen aus Portugal und Irland.
- Wir halten die Vorgehensweise von NERA, die **Kapitalstruktur** im Rahmen der Betafaktor-Ermittlung ausländischer Festlegungen an die regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland (EK-Quote von 40 %) anzupassen, für methodisch richtig. Auch die im NERA-Gutachten erläuterte Vorgehensweise hinsichtlich der Berücksichtigung oder der Eliminierung von **Sondersachverhalten und Zusatzelementen** der ausländischen Entscheidungen ist u.E. gut begründet und nicht zu beanstanden. Die Darstellung und Ermittlung von **Bandbreiten und Mittelwerten** der betrachteten Regulierungsentscheidungen erfolgte im NERA-Gutachten transparent und sachgerecht.
- Die Überprüfung der **rechnerischen Richtigkeit** und der Abgleich der verwendeten Zinssatzdaten mit den **Originalquellen** hat keine Beanstandungen ergeben.
- Aufgrund vereinzelter Rundungsdifferenzen sowie des Einbezugs Portugals in unsere Analyse liegen die von uns ermittelten **Mittelwerte** (alle Länder: 6,80 %, Eurozone 6,46 %) **geringfügig unterhalb** der im NERA-Gutachten dargestellten Mittelwerte (alle Länder: 6,83 %, Eurozone 6,50 %). Hinsichtlich der **Bandbreiten** der Länderdurchschnitte von 5,46 % bis 10,19 % (gesamt) bzw. 5,54 % bis 7,34 % (Eurozone) ergeben sich keine Unterschiede.
- Der derzeit geltende regulatorische EK-Zinssatz in Deutschland liegt mit 5,64 % innerhalb, allerdings am unteren Ende der Bandbreiten der betrachteten Länderdurchschnitte und fällt

im Vergleich zu den jeweiligen Mittelwerten (Welt und Eurozone) **deutlich unterdurchschnittlich** aus. So liegt die deutsche Festlegung 1,16 %-Punkte unterhalb des Durchschnitts aller Länder und 0,82 %-Punkte unterhalb des Durchschnitts der Länder der Eurozone. Auch eine **Gewichtung** der Länderdurchschnitte anhand des Bruttoinlandsprodukts führt zu keinem anderen Befund.

- Ursächlich für den im internationalen Vergleich der Regulierungspraxis sehr niedrigen deutschen Eigenkapitalzinssatz von 5,64 % sind Unterschiede in der Höhe der **Marktrisikoprämie**.

Internationaler Vergleich anhand von Analystenberichten

- Analystenschätzungen sind ein weit verbreitetes Werkzeug, um Markt- bzw. Investorenerwartungen abzubilden. Liegen regulierte EK-Renditen unterhalb der von Investoren geforderten Kapitalkosten, kann dies langfristig zu Finanzierungsproblemen regulierter Unternehmen führen. Vor diesem Hintergrund kann die von NERA vorgenommene Auswertung der von Analysten angesetzten Kapitalkosten hilfreiche Erkenntnisse liefern.
- NERA hat 29 Berichte von Finanzanalysten aus den Jahren 2018 und 2019 für **sechs europäische Netzbetreiber** ausgewertet. Die einbezogenen Unternehmen sind grundsätzlich für den Vergleich gut geeignet. In die finale Betrachtung fließen jedoch nur Zinssatzermittlungen aus den 14 Analystenberichten ein, die über eine ausreichende Informationsbasis verfügen. Die **Stichprobengröße** ist daher recht gering. Denkbar wäre eine Erweiterung um weitere Unternehmen der Vergleichsgruppe der BNetzA.
- NERA hat eine **Anpassung der Kapitalstruktur** auf die regulatorische Eigenkapitalquote in Deutschland von 40 % vorgenommen. Wir halten dies auch hier für sachgerecht. Wir haben im Unterschied zu NERA die **Länderrisikoprämien (CRP)** aus den Zinssätzen der Analysten bereinigt, da für Deutschland gemeinhin keine CRP angesetzt wird. Wir haben diesbezüglich im Rahmen einer eigenen Neuberechnung Anpassungen vorgenommen.
- Die Überprüfung der **rechnerischen Richtigkeit** und der Abgleich der verwendeten Zinssatzdaten mit den **Originalquellen** hat auch hier keine Beanstandungen ergeben.
- Der Vergleich mit den Finanzanalysten liefert eine Indikation dafür, dass die Festlegung der BNetzA im Vergleich zu einer üblichen von Marktteilnehmern geforderten Rendite für ihr eingesetztes Kapital **niedrig** ausfällt. 11 der 14 Vergleichswerte liegen oberhalb des regulierten Eigenkapitalzinssatzes für die 3. Regulierungsperiode in Deutschland von 5,64 %. Der Durchschnittswert liegt nach unseren Anpassungen bei 7,08 % und damit **1,44 %-Punkte oberhalb der Festlegung der BNetzA** aus dem Jahr 2016. Allerdings ist bei der Einordnung der Ergebnisse die geringe Stichprobengröße der Analyse zu beachten.
- Auffällig ist, dass auch bei dem Vergleich mit den Einschätzungen von Finanzanalysten der Unterschied zwischen dem derzeit geltenden regulatorischen EK-Zinssatz in Deutschland und dem Durchschnittswert aus der internationalen Betrachtung auf **Differenzen in der Marktrisikoprämie** (Analystendurchschnitt 5,76 %; BNetzA-Beschluss 3,80 %) zurückzuführen ist. Nach heutigem Stand würde ferner auch der nach den Vorgaben der Strom/GasNEV ermittelte Basiszinssatz deutlich unterhalb der Vergleichswerte der Analysten liegen.

3. Sachverhalt

- 13 Im Rahmen der Bestimmung von Erlösobergrenzen für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen (nachfolgend „Stromnetzbetreiber“) und Betreiber von Gasversorgungsnetzen (nachfolgend „Gasnetzbetreiber“) in Deutschland nach § 4 ARegV i.V.m. § 6 ARegV legt die Bundesnetzagentur („BNetzA“) regelmäßig Eigenkapitalzinssätze für Neu- und Altanlagen für die Dauer der jeweils nächsten Regulierungsperiode fest.
- 14 Diese Eigenkapitalzinssätze sind gemäß den Vorgaben des § 7 Abs. 4 und 5 StromNEV bzw. GasNEV als Summe
- des auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Jahreswerte der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten (nachfolgend „Basiszinssatz“) und
 - eines Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse (nachfolgend „Wagniszuschlag“)
- zu ermitteln.
- 15 Der letzte Festlegungsbeschluss der BNetzA zur Höhe der Eigenkapitalzinssätze erging am 5. Oktober 2016. Darin legte die BNetzA für die dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung (2018 – 2022 für Gasnetzbetreiber, 2019 – 2023 für Stromnetzbetreiber) einen Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von **5,64 %** fest.¹ Dieser setzte sich zusammen aus einem Basiszinssatz von 2,49 % und einem Wagniszuschlag von 3,15 %.
- 16 Gegen die Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes, welcher der Höhe nach deutlich unterhalb der Festlegungen vorheriger Regulierungsperioden lag, hatten verschiedene Strom- und Gasnetzbetreiber vor dem Oberlandesgericht Düsseldorf zunächst erfolgreich Beschwerde eingelegt. In nächster Instanz bestätigte jedoch der Bundesgerichtshof („BGH“) in seiner Entscheidung vom 22.03.2018 die ursprüngliche Festlegung der BNetzA.
- 17 Voraussichtlich im Jahr 2021 wird die BNetzA den kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatz für die in den Jahren 2023 (Gas) bzw. 2024 (Strom) beginnende vierte Regulierungsperiode festlegen. Viele Marktteilnehmer sagen voraus, dass es bei unveränderter Berechnungsmethodik zu einem weiteren Absinken des Eigenkapitalzinssatzes kommen wird.
- 18 So ist unausweichlich, dass der als 10-Jahresdurchschnitt historischer Umlaufrenditen zu ermittelnde Basiszinssatz bei der nächsten Festlegung deutlich unter den Wert von 2,49 % aus der vorherigen Festlegung absinken wird. Hintergrund hierfür ist die seit der letzten Festlegung unverändert anhaltende Niedrigzinsphase verbunden mit der Tatsache, dass sich Änderungen des Zinsniveaus durch die in den Verordnungen vorgegebene langjährige Durchschnittsbildung deutlich verzögert auf die Höhe des relevanten Basiszinssatzes auswirken. So konnten die Effekte des in Reaktion auf die expansive Geldpolitik der EZB seit 2009 kontinuierlich gesunkenen Marktzinsniveaus bei der Festlegung zur 3. Regulierungsperiode durch die vorgegebene Durchschnittsbildung (Durchschnittswert der Umlaufrendite von 2006 bis 2015) noch teilweise abgefedert werden. Dies wird nun in der 4. Regulierungsperiode nur noch sehr eingeschränkt der Fall sein.

¹ Hieraus ergab sich für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für Neuanlagen vor Steuern ein Wert von 6,91 % und für Altanlagen vor Steuern ein Wert von 5,12 %.

- 19 Eine Kompensation der erwarteten Basiszinssatzreduktion in Form eines höheren Wagniszuschlags zeichnet sich bei unveränderter Methodik² der Ableitung der Marktrisikoprämie nicht ab.
- 20 In Anbetracht der anhaltenden Niedrigzinsphase wird die Berechnungsmethodik der Marktrisikoprämie in Wissenschaft und Praxis weiterhin intensiv diskutiert. In diesem Zusammenhang wird häufig auf die Empfehlungen der deutschen Unternehmensbewertungspraxis verwiesen. Unter Bezugnahme auf regelmäßig aktualisierte wissenschaftliche Untersuchungen erachtet der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW seit 2012 eine im Vergleich zu langfristigen historischen Durchschnittswerten erhöhte Marktrisikoprämie als angemessen. Die empfohlene Bandbreite wurde letztmalig am 22.10.2019 angehoben.³ In öffentlichen Spruchverfahren zu aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen werden erhöhte Marktrisikoprämien auch zunehmend von den zuständigen Gerichten anerkannt.
- 21 Daneben geht der Blick aber auch verstärkt ins Ausland. Speziell rückt zunehmend in den Fokus, wie die Regulierungsbehörden in anderen Ländern in ihren Zinsfestlegungen auf die dargestellten Marktentwicklungen reagieren, um auch weiterhin eine wettbewerbsfähige und angemessene Rendite für Investitionen in ihre Energienetze zu gewährleisten.
- 22 Auch das NERA-Gutachten beschäftigt sich mit einem solchen internationalen Vergleich von Regulierungsentscheidungen. Im nachfolgenden Abschnitt 4 geben wir einen kurzen Überblick über die wesentlichen Gutachteninhalte. Abschnitt 5 beschreibt unsere Würdigung der von NERA durchgeführten internationalen Vergleichsanalysen.

² Langfristige historische Marktrisikoprämie auf Basis des Weltindexes von Dimson, Marsh, Staunton.

³ Quelle: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>

4. Kurzüberblick NERA-Gutachten

- 23 Im Auftrag des BDEW hat NERA mit Abgabedatum 15.01.2020 ein Gutachten mit dem Titel „Vergleich internationaler Eigenkapitalzinssätze für Energienetze“ erstellt. Ziel des Gutachtens war es nach Angaben von NERA, einen „fachlich[en] Beitrag zu künftigen Erwägungen und Entscheidungen bezüglich regulatorischer Eigenkapitalzinssätze zu leisten“. ⁴ Ausgangspunkt für das Gutachten waren zwei Vorgängergutachten von NERA aus den Jahren 2016 und 2018 zur selben Fragestellung.
- 24 Wesentlicher Kern des NERA-Gutachtens ist eine Analyse von Zinssatzfestlegungen für regulierte Energienetze von Regulierungsbehörden aus 16 europäischen und nicht-europäischen Ländern und ein Vergleich dieser Analyse mit der letzten Beschlussfassung der BNetzA. NERA hatte einen solchen Vergleich bereits in den Vorgängergutachten vorgenommen und diesen nun u.a. unter Rückgriff auf neuere Entscheidungen aktualisiert.
- 25 Darüber hinaus beinhaltet das NERA-Gutachten – als Erweiterung zu den beiden Vorgängergutachten – eine vergleichende Betrachtung der in Analystenberichten sechs europäischer börsennotierter Unternehmen verwendeten Eigenkapitalzinssätze.
- 26 Das NERA-Gutachten gliedert sich wie folgt: Nach der Einleitung führt NERA zunächst in einem Grundlagenkapitel zur Rolle des Eigenkapitalzinssatzes, aktuellen Kapitalmarktverhältnissen und dem Stand in der Regulierungspraxis aus. Anschließend werden jeweils ein Kapitel dem Vergleich der EK-Verzinsung in internationalen Regulierungsentscheidungen sowie der Plausibilisierung durch Eigenkapitalkosten in Analystenberichten gewidmet. Ein letztes Kapitel dient der abschließenden Einordnung. Das Gutachten enthält ferner Anhänge mit Tabellen, Grafiken und Quellenangaben zu regulierten Eigenkapitalzinssätzen und zu den verwendeten Analystenberichten.
- 27 Nachfolgend fassen wir kurz die methodische Vorgehensweise und die wesentlichen Ergebnisse der internationalen Vergleichsanalysen des NERA-Gutachtens zusammen.

4.1. Internationaler Vergleich regulierter EK-Zinssätze

- 28 Für den Vergleich der internationalen Regulierungspraxis hat NERA 70 Regulierungsentscheidungen der Jahre 2016 bis 2019 aus 16 Ländern analysiert, davon Entscheidungen aus acht Ländern der Eurozone⁵, aus fünf europäischen Nicht-Euro-Ländern⁶ und aus drei Ländern außerhalb Europas⁷. Die Entscheidungen betreffen jeweils eine der vier Netzarten: Stromübertragung, Stromverteilung, Gasfernleitung, Gasverteilung.⁸
- 29 NERA orientiert sich nach eigenen Angaben wie auch schon in dem Vorgängergutachten aus dem Jahr 2018 methodisch an den Vorgaben aus der Entscheidung des OLG Düsseldorf zur dritten Regulierungsperiode. Dies betrifft insbesondere die Kriterien der Länderauswahl, die Anpassung der

⁴ Vgl. NERA-Gutachten, S. 2.

⁵ Belgien, Finnland, Frankreich, Irland, Luxemburg, Niederlande, Österreich und Spanien.

⁶ Dänemark, Großbritannien, Norwegen, Schweden und Schweiz.

⁷ Australien, Neuseeland und USA.

⁸ NERA weist darauf hin, dass teilweise auch vorläufige Regulierungsentscheidungen betrachtet wurden, um möglichst aktuelle Entwicklungen und Einschätzungen widerzuspiegeln.

Kapitalstruktur an die regulatorische Eigenkapitalquote in Deutschland in Höhe von 40 %, die Berücksichtigung länderspezifischer Zusatzelemente, wie z.B. Illiquiditätsprämien, und die Bildung von Durchschnittswerten. Die von NERA vorgenommenen Anpassungen sollen einer besseren Vergleichbarkeit der Eigenkapitalzinssätze mit der Festlegung in Deutschland dienen.

- 30 Im Ergebnis errechnet NERA für die gesamte Länderauswahl einen durchschnittlichen Vergleichswert für den Eigenkapitalzinssatz von 6,83 % und für die Länder der Eurozone in Höhe von 6,50 %. Der regulierte EK-Zins in Deutschland in Höhe von 5,64 % liegt somit 1,19 %-Punkte unterhalb des weltweiten und 0,86 %-Punkte unterhalb des Eurozonen-Vergleichswerts.

4.2. Internationaler Vergleich anhand von Analystenberichten

- 31 NERA betrachtet in einem ergänzenden Vergleich die in Analystenberichten für große börsennotierte Netzbetreiber verwendeten Zinssatzparameter. Insgesamt analysiert NERA 29 Berichte von Finanzanalysten aus den Jahren 2018 und 2019 für die sechs europäischen Netzbetreiber E.ON (Deutschland), Elia System Operator (Belgien), National Grid (Großbritannien), Red Eléctrica (Spanien), Redes Energeticas Nacionais (Portugal) und Terna (Italien). In die finale Betrachtung fließen Zinssatzermittlungen aus denjenigen 14 Analystenberichten ein, die genug Informationen beinhalten, um analog zur oben in Abschnitt 4.1 beschriebenen Methodik eine Anpassung auf die regulatorische EK-Quote in Deutschland vorzunehmen.
- 32 NERA ermittelt eine Bandbreite von 4,76 % bis 9,80 % und kommt zu dem Ergebnis, dass Finanzanalysten in 11 der 14 Fälle Eigenkapitalzinssätze verwenden, die höher sind als die Festlegungen der BNetzA. Gemäß NERA spiegeln die angesetzten Werte die von Investoren erwartete Kapitalverzinsung wider und seien insofern ein direkter Maßstab für die Angemessenheit regulatorischer Eigenkapitalzinssatzfestlegungen.

5. Würdigung des NERA-Gutachtens

33 Wir haben im Folgenden eine Würdigung des internationalen Vergleichs im NERA-Gutachten vorgenommen. In Abschnitt 5.1. gehen wir zunächst auf den Vergleich mit der internationalen Regulierungspraxis ein. In Abschnitt 5.2. beurteilen wir den von NERA ergänzend durchgeführten Vergleich anhand von Analystenberichten.

5.1. Beurteilung des internationalen Vergleichs regulierter EK-Zinssätze

34 Unsere Begutachtung beinhaltet eine Einordnung der Relevanz der Analysen von NERA für die Bemessung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes, eine Würdigung der methodischen Vorgehensweise sowie eine Prüfung auf Richtigkeit der Datenerhebung bzw. der durchgeführten Berechnungen.

35 Eine Analyse, inwieweit potenziell rentabilitätserhöhende oder -reduzierende Elemente in der deutschen Netzregulierung („Verzinsungsbasis“) den Vergleich mit Zinssatzfestlegungen ausländischer Regulierungsbehörden beeinflussen⁹, ist nicht Gegenstand dieser gutachtlichen Stellungnahme.

5.1.1. Relevanz des Vergleichs internationaler Regulierungsentscheidungen für die Bemessung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes

36 Aus dem relevanten Rechtsrahmen für die Bemessung der kalkulatorischen EK-Zinssätze ergeben sich verschiedene Ankerpunkte für den im Rahmen der Verfahren zur Festlegung der EK-Zinssätze regelmäßig durchgeführten Vergleich der internationalen Regulierungspraxis.

37 So sieht § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV vor, dass der Wagniszuschlag unter anderem unter Berücksichtigung der durchschnittlichen Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Versorgungsnetzen auf ausländischen Märkten abzuleiten ist. Auch im NERA-Gutachten wird auf diese Regelung referenziert.

38 Im übergreifenden Energiewirtschaftsgesetz ist in § 21 Abs. 2 EnWG zudem geregelt, dass die Entgelte unter Berücksichtigung „einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals gebildet“ werden. Auch hieraus ließe sich begründen, dass ein internationaler Vergleich erforderlich ist, um die Wettbewerbsfähigkeit der regulierten Zinssätze in Deutschland zu überprüfen.

39 Die BNetzA vertritt in diesem Zusammenhang gleichwohl die Auffassung, dass eine Betrachtung von internationalen Regulierungsentscheidungen prinzipiell „entbehrlich“ sei. Aus Sicht der BNetzA unterliege ein solcher Vergleich auch erheblichen Restriktionen.¹⁰

40 In seiner Entscheidung vom 09.07.2019 hat der BGH verneint, dass die BNetzA eine vergleichende Betrachtung von Entscheidungen ausländischer Regulierungsbehörden zwingend durchführen muss. Es seien nach § 7 Abs. 5 Strom-/GasNEV die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten zu berücksichtigen und bei der Ermittlung des Zuschlags für netzbetriebs-spezifische unternehmerische Wagnisse auch die durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten zu berücksichtigen.

⁹ Vgl. NERA-Gutachten, S. 8 f.

¹⁰ Vgl. Beschlüsse BK4-16-160/BK4-16-161 der BNetzA vom 05.10.2016.

Damit sei aber keine bestimmte Methode vorgegeben, mit der dies zu erfolgen habe. Es stehe der BNetzA insoweit Spielraum zu.

41 Das OLG Düsseldorf hatte diese grundsätzliche Frage in seinem Beschluss vom 22.03.2018 noch offen gelassen, gleichwohl für den Fall, dass ein solcher Vergleich mit der Festlegung ausländischer Regulierungsentscheidungen erfolge, verlangt, dass sachgerechte Kriterien anzuwenden seien, die eine Vergleichbarkeit der verschiedenen Zinssätze gewährleisten.¹¹

42 Unstrittig ist jedoch auch aus Sicht der BNetzA, dass für die Bemessung der Eigenkapitalzinssätze deutscher Netzbetreiber die Investorensicht relevant ist. Um das Kapital dieser Investoren konkurrieren die deutschen Netzbetreiber mit alternativen Investitionsmöglichkeiten, zu denen naheliegenderweise auch andere ausländische Netzbetreiber zählen. Auch der Gutachter der BNetzA, Frontier Economics, hat diesbezüglich in seinem Gutachten für die 3. Regulierungsperiode festgehalten, dass unter den Investoren in deutsche Netze zunehmend auch internationale Investoren zu finden seien und diese ihre Investitionen in deutsche Netze entsprechend auch gegenüber Investitionen in andere Netze abwägen.¹²

43 Die deutschen Netzbetreiber befinden sich im internationalen Wettbewerb um das Kapital dieser Investoren. Auch vor dem Hintergrund der Anforderungen des §7 Abs. 5 Nr. 2 Strom/GasNEV halten wir es zur Verbesserung der Robustheit einer Festlegung des regulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für methodisch sinnvoll, eine möglichst breite Basis qualitativ geeigneter Vergleichsdaten zu berücksichtigen. Ein Vergleich internationaler Regulierungsentscheidungen kann die unabhängige CAPM-basierte Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes dabei ergänzen. Wir stimmen daher mit NERA überein, dass die Festlegungen ausländischer Regulierungsbehörden ein hilfreicher Indikator im Rahmen der Bestimmung wettbewerbsfähiger und angemessener regulatorischer EK-Zinssätze in Deutschland sind. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund der besonderen Herausforderungen der gegenwärtigen Kapitalmarktsituation und dem außergewöhnlichen Niedrigzinsumfeld in Deutschland.

5.1.2. Beurteilung der methodischen Vorgehensweise

44 NERA kommentiert seine methodische Vorgehensweise unter Bezugnahme auf den Beschluss des OLG Düsseldorf vom 22.03.2018 zur dritten Regulierungsperiode:

*„Gemäß den Ausführungen des Oberlandesgerichts Düsseldorf nehmen wir **Anpassungen der Kapitalstruktur** vor, berücksichtigen **länderspezifische Zusatzelemente**, beziehen **Entscheidungen aus Übersee** ein und bilden einen **Durchschnitt über die einzelnen Länderdurchschnitte**. Dieses Vorgehen gewährleistet Konsistenz mit den vorherigen NERA-Gutachten im Auftrag des BDEW.“*

NERA-Gutachten, S. 11.

45 Wir gehen nachfolgend auf die wesentlichen methodischen Fragestellungen der NERA-Analyse, die Auswahl der Länder und Regulierungsentscheidungen (5.1.2.1.), die Anpassung der Kapitalstruktur (5.1.2.2.), die Berücksichtigung länderspezifischer Zusatzelemente (5.1.2.3.) und die Verwendung und Interpretation von Bandbreiten und Mittelwerten (5.1.2.4.) ein.

¹¹ So sah das OLG Düsseldorf vor dem Hintergrund des § 21 Abs. 2 EnWG z.B. eine reine Betrachtung der Bandbreite der Entscheidungen als wenig relevant an. Die Bandbreite ausländischer Regulierungsentscheidungen erfasse auch Ausreißer, die sich möglicherweise weit entfernt von dem Durchschnitt der übrigen Regulierungsentscheidungen befinden.

¹² Frontier Economics, Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer Unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetzbetreiber vom 28.06.2016, S.16.

5.1.2.1. Auswahl der Länder und Regulierungsentscheidungen

- 46 NERA berücksichtigt in dem internationalen Vergleich der Regulierungspraxis sowohl Regulierungsentscheidungen aus Ländern der Eurozone als auch aus europäischen nicht-Euro-Ländern (siehe oben). Hinzu kommen mit den USA, Australien und Neuseeland Entscheidungen aus Ländern außerhalb Europas.
- 47 Bei der Beurteilung der Auswahl der Länder und Regulierungsentscheidungen im NERA-Gutachten waren für uns insbesondere fünf Kriterien maßgeblich:
- die relevante Investorenperspektive, hierzu unter **a)**,
 - die Konsistenz mit der Ableitung der CAPM-Parameter durch die BNetzA, hierzu unter **b)**,
 - die Implikationen der Betrachtung unterschiedlicher Währungsräume, hierzu unter **c)**,
 - die Abgrenzung zwischen einbezogenen und nicht einbezogenen Ländern, hierzu unter **d)**,
 - der zeitliche Fokus der betrachteten Regulierungsentscheidungen hierzu unter **e)**.

a) Investorenperspektive

- 48 Der Eigenkapitalzinssatz wird festgelegt für die Betreiber von regulierten Strom- und Gasnetzen in Deutschland. Eigentümer dieser Netzbetreiber können grundsätzlich gleichermaßen – und diskriminierungsfrei – nationale und internationale Investoren sein. Auch in der Realität sind an vielen deutschen Netzbetreibern ausländische Unternehmen mittelbar oder unmittelbar beteiligt.
- 49 Vor diesem Hintergrund ist aus unserer Sicht die Perspektive eines international tätigen professionellen Investors maßgeblich. Dieser orientiert seine Renditeforderungen an weltweiten Renditeerwartungen für eine äquivalente Alternativanlage. Der Vergleichsmaßstab eines solchen Investors ist nicht auf Anlagemöglichkeiten in der Eurozone oder innerhalb Europas beschränkt.
- 50 Die relevante Investorenperspektive bietet daher Anlass für die Durchführung eines internationalen Vergleichs von regulierten Eigenkapitalzinssätzen für Strom- und Gasnetze. Sie spricht überdies für die Vorgehensweise von NERA, Länder außerhalb Europas in den internationalen Vergleich einzubeziehen.

b) Konsistenz mit der Ableitung der CAPM-Parameter

- 51 Die BNetzA leitet den Eigenkapitalzinssatz unter Rückgriff auf das CAPM als Summe eines Basiszinssatzes und eines Wagniszuschlags her. Während die Strom- und Gasnetzentgeltverordnungen für die Bemessung des Basiszinssatzes eine Berechnung auf Basis durchschnittlicher Umlaufrenditen der Bundesbank regeln, ist für die Ableitung des Wagniszuschlags auch eine Berücksichtigung internationaler Kapitalmarktverhältnisse bzw. der Eigenkapitalverzinsungen von Netzbetreibern auf ausländischen Märkten vorgegeben.
- 52 In den Festlegungen der CAPM-Parameter wird diese internationale Perspektive von der BNetzA durch einen Rückgriff auf eine internationale Marktrisikoprämie sowie auf eine internationale Vergleichsgruppe von Unternehmen bei der Ableitung des Betafaktors berücksichtigt.
- 53 Sowohl bei der Ableitung der Marktrisikoprämie als auch bei der Ableitung des Betafaktors wird auch auf Kapitalmarktrenditen von Unternehmen bzw. Indizes aus Ländern außerhalb der Eurozone bzw. außerhalb Europas abgestellt. Dass NERA für den internationalen Vergleich ebenfalls Länder außerhalb der Eurozone betrachtet, ist vor diesem Hintergrund konsistent, zumal NERA ausschließlich solche Länder einbezieht, die auch bei der Ableitung der CAPM-Parameter berücksichtigt wurden.

c) Unterschiedliche Währungsräume

- 54 Wie in früheren Gerichtsentscheidungen bestätigt wurde, ist die Verwendbarkeit der von der BNetzA abgeleiteten CAPM-Parameter Marktrisikoprämie und Betafaktor durch Wechselkurseffekte nicht in materieller Weise eingeschränkt, da diese sich – vereinfacht formuliert – herauskürzen.¹³
- 55 Wechselkurseffekte können jedoch durchaus relevant sein, wenn man – wie im vorliegenden Fall – einen unmittelbaren Vergleich von Renditen unterschiedlicher Währungsräume anstellt. Ob sich ein Investor mit einer Anlage in ein Euro-Investment besser oder schlechter stellt als mit einer vergleichbaren Anlage in einer anderen Währung, hängt neben den erwarteten Renditen in der jeweiligen Währung zusätzlich von der erwarteten Wechselkursänderung zwischen beiden Währungen ab.
- 56 Solche erwarteten Wechselkursänderungen lassen sich durchaus anhand von Kapitalmarktdaten abschätzen; kurzfristig z.B. anhand von Marktdaten aus Hedging-Geschäften, mittel- und langfristig auf Basis der Zinsparitätentheorie über den Vergleich von risikoadjustierten Zinsstrukturkurven. Diese Methode arbeitet allerdings unter der häufig realitätsfernen Annahme identischer Realzinsniveaus zwischen den Währungsräumen und abstrahiert im Übrigen von möglichen weiteren Einflussfaktoren auf Wechselkursentwicklungen. Insgesamt unterliegt die Prognose von Wechselkursänderungen somit einem gewissen Maß an Komplexität und Unsicherheit.
- 57 Vergleicht man Renditen unterschiedlicher Währungsräume, ist man unweigerlich in der Situation, sich mit der Frage zu beschäftigen, ob sich solche Wechselkursänderungseffekte materiell auf die Aussage der Untersuchung auswirken. Renditen desselben Währungsraumes sind hingegen unmittelbar miteinander vergleichbar.
- 58 Die von NERA in die Gesamtbetrachtung einbezogenen Nicht-Euro-Länder sind allesamt hoch entwickelte Länder, die sich durch eine hohe Geldwertstabilität und ein im Durchschnitt der letzten Jahre relativ stabiles Wechselkursniveau zum Euro auszeichnen. Es ist daher unseres Erachtens nachvollziehbar, dass NERA für Zwecke dieses internationalen Vergleichs von einer Anpassung für Wechselkurseffekte abgesehen und Entscheidungen dieser Länder zur Verbreiterung der Datenbasis berücksichtigt hat.
- 59 Gleichwohl halten wir einen Renditevergleich mit Regulierungsentscheidungen aus Ländern der Eurozone – ceteris paribus – für grundsätzlich vorzugswürdig. Wir halten es daher für sachgerecht, dass NERA in seinem Gutachten Bandbreiten und Mittelwerte auch separat für die Länder der Eurozone dargestellt und kommentiert hat.

d) Abgrenzung der einbezogenen Länder

- 60 Im NERA-Gutachten wird erläutert, dass die Länderauswahl konsistent mit vorherigen Studien von NERA erfolgt sei. Die von NERA im Vergleich zum Verfahren zur dritten Regulierungsperiode vorgenommene Erweiterung der Datenbasis um Neuseeland und Spanien wird damit begründet, dass das neuseeländische Unternehmen Vector Limited sowie das spanische Unternehmen Red Eléctrica auch Teil der von der BNetzA zur Ermittlung des Betafaktors verwendeten

¹³ Bei der Ableitung der Betafaktoren werden Unternehmensrenditen gegen Indexrenditen gleicher Währung regressiert, es entsteht kein Wechselkurseffekt. Bei der Ableitung der Marktrisikoprämie werden durch die Berechnungsmethodik von DMS Wechselkurseffekte minimiert.

Vergleichsgruppe seien. Für Spanien habe im Übrigen zum Zeitpunkt des Verfahrens am OLG Düsseldorf keine vergleichbare Entscheidung vorgelegen. Dies habe sich nun geändert.¹⁴

61 Entsprechend der Abgrenzung der BNetzA bei der Ableitung des Betafaktors wurden ausschließlich mittel- und westeuropäische Länder sowie hoch entwickelte Länder mit vergleichbaren Regulierungsregimen und offenen Kapitalmärkten außerhalb Europas betrachtet. Darüber hat NERA die Länderauswahl konsistent zu früheren Begutachtungen und unter Berücksichtigung der vergangenen Gerichtsverfahren getroffen. Wir halten dieses Vorgehen für gut nachvollziehbar.

62 Ergänzend möchten wir anmerken, dass der Einbezug von Entscheidungen weiterer westeuropäischer Länder der Eurozone, konkret von Portugal und Irland, unseres Erachtens durchaus denkbar gewesen wäre. Zwar waren diese beiden Länder weder von der BNetzA noch von NERA im Rahmen der Vergleichsbetrachtung zur dritten Regulierungsperiode berücksichtigt worden, sodass die Vorgehensweise von NERA insofern konsistent hierzu ist. Gleichzeitig ist für diese Länder ein eindeutiger Ausschlussgrund nicht unmittelbar ersichtlich. Wir haben daher im Rahmen unserer in Kapitel 5.1.2. dargestellten Analysen ergänzend aktuelle Entscheidungen dieser beiden Länder untersucht.

e) Zeitspanne der betrachteten Regulierungsentscheidungen

63 Im NERA-Gutachten wird die internationale Vergleichsbetrachtung der Vorgängergutachten aus den Jahren 2016 und 2018 aktualisiert mit dem Ziel,

„einen Überblick über die aktuelle Situation und Entwicklungen im europäischen Ausland [zu geben]“.

NERA-Gutachten, S. 11.

64 Zu diesem Zweck werden im NERA-Gutachten Regulierungsentscheidungen aus den Jahren 2016 bis 2019 analysiert. Dies sind somit Entscheidungen, die seit dem Jahr der Beschlussfassung der BNetzA für die dritte Regulierungsperiode (Oktober 2016) bis zur Gutachtenabgabe im Januar 2020 veröffentlicht wurden. Vor diesem Hintergrund hat sich NERA auch dazu entschlossen, für einige Länder vorläufige Festlegungen heranzuziehen und weist hierauf im Gutachten transparent hin.¹⁵ Den von NERA gewählten Zeitraum der betrachteten Regulierungsentscheidungen halten wir dem Zweck der Begutachtung für angemessen.

65 Die Analyseergebnisse der ausländischen Regulierungsentscheidungen der Jahre 2016 bis 2019 vergleicht NERA – wie auch in den beiden Vorgängergutachten – mit dem im Oktober 2016 von der BNetzA festgelegten Eigenkapitalzinssatz in Höhe von 5,64 %. Auch wenn die Entscheidungen – auch mit Blick auf die stets mehrjährige Dauer der Regulierungsperioden – insgesamt in einem recht engen zeitlichen Zusammenhang zur BNetzA-Entscheidung aus 2016 stehen, ergingen die neuesten Entscheidungen immerhin bis zu etwa drei Jahre nach dem letzten BNetzA-Beschluss. Aus theoretischen Erwägungen (Stichtagsprinzip) liegt daher die Frage nahe, ob für Vergleichszwecke die ausländischen Entscheidungen um diese zeitlichen Differenzen zur deutschen Festlegung zu bereinigen wären.

66 Eine solche Adjustierung wäre zweifellos mit einer Fülle von Herausforderungen verbunden. So wäre für die einzelnen Parameter einer ausländischen Entscheidung abzuschätzen, wie diese zu einem anderen Zeitpunkt festgelegt worden wären. Insbesondere wenn eine ausländische Regulie-

¹⁴ Vgl. NERA-Gutachten, S. 11.

¹⁵ Vgl. NERA-Gutachten, S. 11.

rungsbehörde verschiedene Schätzmethoden für einen Parameter verwendet, ihre Vorgehensweise seit der vorherigen Festlegung geändert hat oder in ihrem Beschluss nicht alle Informationen der Parameterableitung offenlegt, wirft eine etwaige Anpassung wiederum eine Vielzahl neuer Fragen auf. Es wären somit Annahmen zu treffen, die weiteren Diskussionsspielraum eröffnen.

- 67 Es ist daher nachvollziehbar und plausibel, dass angesichts des hohen Aufwands für die erforderlichen Analysen im NERA-Gutachten auf eine Umrechnung der Regulierungsentscheidungen auf einen einheitlichen Stichtag verzichtet wurde.

5.1.2.2. Anpassung der Kapitalstruktur

- 68 In Übereinstimmung mit der Feststellung des OLG Düsseldorf im Beschluss vom 22.03.2018 hat NERA eine Anpassung der ausländischen Regulierungsentscheidungen auf die kalkulatorische Eigenkapitalquote von 40 Prozent vorgenommen. NERA führt hierzu wie folgt aus:

„Diese Anpassung ist erforderlich, um Vergleichbarkeit hinsichtlich der Finanzierungsstruktur herzustellen. Derart angepasste Zinssätze spiegeln sowohl das Geschäftstätigkeits- als auch das Finanzierungsrisiko deutscher Energienetzbetreiber wider.“

NERA-Gutachten, S. 7.

- 69 Gemäß den Netzentgeltverordnungen wird die anzusetzende Eigenkapitalquote kalkulatorisch für die Berechnung der Netzentgelte auf höchstens 40 % begrenzt. Überschüssiges Eigenkapital wird geringer verzinst. Umgekehrt führt ein geringerer Eigenkapitalanteil auch nicht zu einer höheren Rendite des – aufgrund der höheren Verschuldung finanztheoretisch risikoreicheren – Eigenkapitals. Es bestehen somit für einen Netzbetreiber Anreize, seine tatsächliche Kapitalstruktur an dieser kalkulatorischen (Höchst-)Quote auszurichten. Vor diesem Hintergrund halten wir es für sachgerecht, dass die BNetzA bei der Ermittlung des verschuldeten Betafaktors (relevered) von einer Zieleigenkapitalquote von 40 % ausgeht.

- 70 Es ist nach unserer Ansicht folgerichtig, auch für eine Investition in ausländische Netze zu unterstellen, dass ein Investor seine Kapitalstruktur an der jeweils geltenden regulatorischen Eigenkapitalquote ausrichtet. Eine – ceteris paribus – höhere (regulatorische) Eigenkapitalquote im Ausland würde also bedeuten, dass eine entsprechende Investition dort angesichts der geringeren (kalkulatorischen) Verschuldung weniger riskant und die Renditeforderung eines Investors entsprechend geringer wäre (Leverage-Effekt). Unmittelbar vergleichbar sind jedoch nur solche Renditen, die mit Blick auf das Risiko der Investition identisch sind, dies schließt auch das Finanzierungsrisiko einer Investition ein.

- 71 Wir halten daher die Vorgehensweise von NERA für sachgerecht, im Rahmen der Vergleichsbeurteilung die verschuldeten Betafaktoren der ausländischen Festlegungen auf Basis einer Zieleigenkapitalquote von 40 % an die regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland anzupassen.

- 72 In der Modigliani-Miller-Formel für die Anpassung der Kapitalstruktur stellt NERA wie auch in den Vorgängergutachten sowohl beim „Unlevern“ als auch beim „Relevern“ des Betafaktors auf den Steuersatz des jeweiligen Vergleichslandes ab. Es wäre mit Blick auf die Vergleichbarkeit methodisch durchaus konsequent, in der Modigliani-Miller-Anpassungsformel beim Relevern des Betafaktors stets den von der BNetzA verwendeten deutschen Steuersatz von 29,72 % zu berücksichtigen. Einschränkend ist auf die in diesem Kontext z.T. nicht vollständige Transparenz

der ausländischen Regulierungsentscheidungen hinzuweisen.¹⁶ Ohnehin wird die Berücksichtigung eines Steuerfaktors im Rahmen der Kapitalstrukturanpassung in Wissenschaft und Praxis kontrovers diskutiert.¹⁷ Da zudem der Effekt auf die Analyseergebnisse unwesentlich ist, halten wir die Vorgehensweise von NERA im vorliegenden Fall für eine zulässige Vereinfachung.

5.1.2.3. Berücksichtigung von länderspezifischen Zusatzelementen

73 In der überwiegenden Zahl der ausländischen Regulierungsentscheidungen wird der Eigenkapitalzinssatz auf Basis des CAPM als Summe eines anhand von nationalen oder internationalen Renditen von Staatsanleihen abgeleiteten Basiszinssatzes und eines Risikozuschlags berechnet. In einzelnen ausländischen Festlegungen werden darüber hinaus individuelle Anpassungen vorgenommen bzw. zusätzliche Zinsbestandteile berücksichtigt.

74 So greifen in einzelnen Ländern regulatorisch vorgegebene Untergrenzen („Floors“) für den risikofreien Zinssatz. Teilweise werden auch zusätzliche Zinsaufschläge in Form von Prämien für mangelnde Liquidität oder für länderspezifische Risiken und Sondersachverhalte gewährt. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über wesentliche Zusatzelemente und ihre Berücksichtigung im NERA-Gutachten:

Tabelle 1: Länderspezifische Zusatzelemente und deren Berücksichtigung* im NERA-Gutachten

	Belgien	Finnland	Italien	Österreich	Schweden	Schweiz
Floor Basiszins	Ja		Ja			Ja
Illiquiditätsprämie	Ja	Ja				
Länderrisikoprämie			Nein			
Zuschläge für Sonderthemen		Nein		Nein	Nein	

* Ja = Teil der von NERA berechneten Eigenkapitalzinssätze.

Nein = Nicht Teil der von NERA berechneten Eigenkapitalzinssätze.

75 In dem internationalen Vergleich von NERA werden diejenigen Zusatzelemente des Eigenkapitalzinssatzes berücksichtigt, deren Ursprung grundsätzlich auch auf Deutschland übertragbar wäre. Aufschläge, die nationale Gegebenheiten abbilden, die für die Festlegung in Deutschland nicht relevant sind, werden nicht berücksichtigt. Wir gehen hierauf nachfolgend näher ein:

- Sofern in einer ausländischen Entscheidung bei der Ableitung des Basiszinssatzes eine festgesetzte Untergrenze (**Floor**) zur Anwendung kommt, nimmt NERA hierfür keine Anpassung vor. Dies erachten wir als sachgerecht. Es handelt sich hierbei um eine methodische Entscheidung des jeweiligen Regulierers zum Umgang mit dem gesunkenen risikofreien Zinsniveau. Diese Überlegungen der ausländischen Regulierungsbehörden sind grundsätzlich auf Deutschland übertragbar.

¹⁶ So fehlt in vielen Fällen eine eindeutige Angabe des unverschuldeten Betafaktors bzw. die Angabe, welche Steuersätze in der Anpassungsformel beim Unlevern und Relevern zur Anwendung kamen. Die erwähnte Anpassung des Steuersatzes beim Relevern würde in diesen Fällen nur zu einem vermeintlich genaueren Ergebnis führen.

¹⁷ In der Unternehmensbewertungspraxis in Deutschland kommt z.B. weit überwiegend die sog. Harris-Pringle-Formel (auch als Miller-Formel bekannt) zur Anwendung, die unterstellt, dass Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung operativen Risiken unterliegen. Dies hat zur Folge, dass mathematisch der Steuersatz aus der Anpassungsformel eliminiert wird.

- Im NERA-Gutachten werden keine Anpassungen für Zinsaufschläge vorgenommen, die ausländische Regulierer für mangelnde Liquidität, z.B. fehlende Börsennotierung des Netzbetreibers, gewähren. Wir halten es für sachgerecht, dass NERA auch diese sog. **Illiquiditätsprämien** für Vergleichszwecke berücksichtigt, da die dahinterstehenden Überlegungen ebenfalls grundsätzlich auf Deutschland übertragbar sind. So ist z.B. auch die weit überwiegende Mehrheit deutscher Netzbetreiber nicht an einer Börse notiert.
- Zinsaufschläge, die für das nach Einschätzung der italienischen Regulierungsbehörde erhöhte Länderrisiko einer Investition in italienische Netze gewährt werden (**Country Risk Premium, CRP**), hat NERA für Vergleichszwecke hingegen nicht berücksichtigt. Dies ist unseres Erachtens sachgerecht vor dem Hintergrund, dass es sich hierbei um einen Aufschlag handelt, der das länderspezifische Risiko einer Investition in Italien abbilden soll. Für Deutschland ist eine vergleichbare Risikoeinstufung nicht ersichtlich.
- Darüber hinaus werden in einigen Regulierungsentscheidungen Zinsaufschläge aufgrund **nationaler Sondersachverhalte** gewährt. Dies gilt z.B. für Zinsaufschläge für besondere Risiken von Gasnetzbetreibern in Finnland (Abhängigkeit von Russland), Schweden (höheres Risikoprofil schwedischer Gasnetzunternehmen) und Österreich (besondere Vermarktungsrisiken). Derartige Risiken sind für eine Investition in deutsche Netze nicht erkennbar. NERA hat daher solche Risikokompensationen für Vergleichszwecke mit dem deutschen Eigenkapitalzinssatz richtigerweise bereinigt. Vor diesem Hintergrund ist es u.E. auch sachgerecht, dass NERA besondere Zinsaufschläge, die in Österreich für im Laufe der Regulierungsperiode getätigte Neuinvestitionen gewährt werden, gleichfalls nicht berücksichtigt hat.

76 Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise von NERA hinsichtlich des Einbezugs von Sondersachverhalten der ausländischen Regulierungsentscheidungen für sachgerecht.

5.1.2.4. Relevanz von Bandbreiten und Mittelwertbildungen

77 NERA bringt vor, dass die BNetzA in ihren Analysen zu internationalen Regulierungsentscheidungen ihre Schlussfolgerungen mit Blick auf die Angemessenheit der eigenen Zinssatzfestlegung ausschließlich unter Bezugnahme auf die Gesamtbandbreite der einbezogenen Zinssatzfestlegungen getroffen hat. Das OLG Düsseldorf habe diese Vorgehensweise im Beschluss vom 22.03.2018 als zweifelhaft erachtet und sich für eine Durchschnittsbildung ausgesprochen.

78 Im NERA-Gutachten werden die betrachteten Regulierungsentscheidungen wie folgt in Form von Mittelwerten und Bandbreiten ausgewertet:

- Graphische Darstellung der Bandbreiten aller Entscheidungen
- Ermittlung eines durchschnittlichen Zinssatzes pro Land
- Bildung eines Mittelwerts über die durchschnittlichen Zinssätze aller Länder der Eurozone
- Bildung eines Mittelwerts über die durchschnittlichen Zinssätze aller einbezogener Länder

79 Wir halten die Vorgehensweise im NERA-Gutachten, sowohl die Bandbreiten der einzelnen Entscheidungen darzustellen als auch Mittelwerte zu berechnen für transparent und sachgerecht. Sowohl Bandbreiten als auch Mittelwerte können grundsätzliche wertvolle Verdichtungen von Finanzanalysen darstellen, die Aussagekraft von Bandbreiten- und Mittelwertbetrachtungen sind jedoch stets im Einzelfall zu würdigen.

80 Bei der Mittelwertbildung zunächst einen Durchschnittswert je Land zu berechnen, ist unseres Erachtens die geeignete Vorgehensweise. Hierdurch werden nicht einzelne Länder nur deswegen

über- oder untergewichtet, weil aus diesen Ländern über- oder unterdurchschnittlich viele Entscheidungen einbezogen wurden, zumal die Vorgehensweise innerhalb eines Landes in den meisten Fällen identisch ist.

81 Wir halten es ebenfalls für sachgerecht, über diese Länderdurchschnitte einen ungewichteten Mittelwert zu bilden, sodass jedes – grundsätzlich repräsentative – Land mit gleichem Gewicht in die Betrachtung eingeht.¹⁸ Alternativ oder ergänzend wäre auch eine gewichtete Mittelung denkbar, z.B. um Ländern mit größeren Vermögenswerten in regulierten Strom- und Gasnetzen und somit größeren Investitionsmöglichkeiten ein höheres Gewicht beizumessen. Um die Stabilität des Ergebnisses in Hinblick auf derartige Gewichtungsüberlegungen zu untersuchen, haben wir als ergänzende Betrachtung vereinfacht eine Gewichtung nach dem aktuellen Bruttoinlandsprodukt (BIP) der einbezogenen Länder vorgenommen. Das Ergebnis ist in Abschnitt 5.1.4. dargestellt.

82 Wie bereits oben erläutert, halten wir den Vergleich mit Ländern der Eurozone gegenüber dem Vergleich mit der gesamten Länderauswahl trotz der etwas geringen Datenbasis für überlegen, da mögliche Wechselkurseffekte hier keine Rolle spielen. Daher ist es richtig, dass NERA diese Mittelwerte separat darstellt und kommentiert.

5.1.3. Überprüfung der von NERA ermittelten Eigenkapitalzinssätze

83 Wir haben auftragsgemäß eine Überprüfung der NERA-Analyse auf Richtigkeit der Datenerhebung und -übernahme aus den verschiedenen ausländischen Regulierungsentscheidungen sowie der durchgeführten Berechnungen vorgenommen. Nachfolgend gehen wir auf die zentralen länderspezifischen Ergebnisse dieser Überprüfung ein:¹⁹

5.1.3.1. Australien

84 Für Australien hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2018 für Gasfernleitungsnetze (im Folgenden „GT“) und aus dem Jahr 2019 für Elektrizitätsverteilnetze (im Folgenden „EV“) Elektrizitätsübertragungsnetze (im Folgenden „EÜ“) und Gasverteilnetze (im Folgenden „GV“) betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der australischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.

85 NERA hat anhand einer mit der australischen Festlegung identischen Eigenkapitalquote von 40 % Eigenkapitalkosten in einer Bandbreite von **4,60 % bis 7,28 %** bei einem Mittelwert von **5,46 %** ermittelt.

86 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.2. Belgien

87 Für Belgien hat NERA regionale Regulierungsentscheidungen für die Regionen Flandern aus dem Jahr 2016, Wallonien aus dem Jahr 2017 und Brüssel aus dem Jahr 2019 (alle EV, GV) sowie nationale Regulierungsentscheidungen für die Energietransportnetze aus dem Jahr 2018 (EÜ, GT) betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der belgischen Regulierungsbehörden basieren auf dem CAPM.

¹⁸ Ein ähnliches Vorgehen wird z.B. von der BNetzA bei der Ableitung des relevanten Betafaktors gewählt. Auch hier besitzt jedes Vergleichsunternehmen dasselbe Gewicht.

¹⁹ Vgl. Anlage 3 für eine detaillierte Beschreibung der länderspezifischen Methodik.

Da in der nationalen EÜ-Entscheidung keine Informationen über den Betafaktor enthalten waren, hat NERA diese Entscheidung nicht in der Auswertung berücksichtigt.

88 Für Stromübertragung und Gasfernleitung berücksichtigen die belgischen Regulierungsbehörden traditionell Illiquiditätsprämien. Im vorliegenden Fall betrifft dies lediglich eine der sieben berücksichtigten Entscheidungen (National, GT), die Illiquiditätsprämie beträgt in diesem Fall 20 % und wird mit mangelnder Liquidität bzw. fehlender Börsennotierung der betreffenden Betreiber begründet. Wie oben in Abschnitt 5.1.2.3 erläutert, halten wir es für nachvollziehbar, dass NERA diese Illiquiditätsprämie für einen Vergleich der EK-Zinssätze berücksichtigt, da die grundsätzliche Fragestellung, wie mangelnde Liquidität in einem EK-Zinssatz zu berücksichtigen ist, nicht spezifisch für Belgien ist.²⁰

89 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **5,24 % bis 5,92 %** ermittelt. Nach dem Zwischenschritt der Bildung eines Mittelwerts je Netzart hat NERA einen Mittelwert für die Eigenkapitalkosten in Höhe von **5,54 %** errechnet.

90 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht. Zwischen unserer Nachrechnung und der Berechnung im NERA-Gutachten ergeben sich lediglich marginale Rundungsdifferenzen jenseits der zweiten Nachkommastelle.

5.1.3.3. Dänemark

91 Für Dänemark hat NERA Regulierungsentscheidungen aus den Jahren 2017 (GV, GT) und 2018 (EV) betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der dänischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.

92 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % sowie der methodischen Anpassung von der Miller- auf die Modigliani-Miller-Methode beim „Unlevern“ und „Relevern“ EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **5,23 % bis 6,93 %** bei einem Mittelwert von **5,83%** ermittelt.

93 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.4. Finnland

94 Für Finnland hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2019 für EV, EÜ, GV und GT betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der finnischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.

95 Die in den finnischen Regulierungsentscheidungen enthaltene Illiquiditätsprämie in Höhe von 0,6 % hat NERA berücksichtigt. Risikoaufschläge für spezielle Risiken von finnischen Gasnetzen aufgrund der Abhängigkeit des Gasmarkts von Russland hat NERA hingegen aus der Betrachtung eliminiert. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht und verweisen auf unsere entsprechenden Ausführungen in Abschnitt 5.1.2.3.

²⁰ Im Unterschied zu der Darstellung im Anhang des NERA-Gutachtens betrachten wir die Illiquiditätsprämie nicht als Aufschlag auf den risikofreien Zinssatz und die Marktrisikoprämie, sondern als eigenständigen Aufschlag auf den auf Basis des CAPM abgeleiteten EK-Zinssatz. Dies hat auf die Höhe des relevanten EK-Zinssatzes keine Auswirkung.

- 96 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **6,45 % bis 7,99 %** bei einem Mittelwert von **7,11 %** ermittelt.
- 97 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.5. Frankreich

- 98 Für Frankreich hat NERA Regulierungsentscheidungen aus den Jahren 2016 (EV, EÜ) und 2019 (GV, GT) betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der französischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.
- 99 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **6,07 % bis 7,11 %** bei einem Mittelwert von **6,61 %** ermittelt.
- 100 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.6. Großbritannien

- 101 Für Großbritannien hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2018 für EV, EÜ, GV und GT betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der britischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.
- 102 NERA hat anhand einer mit der britischen Festlegung identischen Eigenkapitalquote von 40 % auf Basis der im Beschluss angegebenen Parameter Eigenkapitalkosten von **6,69 %** ermittelt.
- 103 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese grundsätzlich für sachgerecht. Da in der britischen Festlegung jedoch ein realer Eigenkapitalzinssatz von 4,71 % und eine verwendete Inflationsrate von 2,00 % dezidiert angegeben sind, haben wir für den nominalen EK-Zinssatz die Summe beider Parameter in Höhe von **6,71 %** angesetzt, da die Kapitalstruktur unverändert geblieben ist. Die beobachtete Differenz von 0,02 %-Punkten dürfte im Beschluss nicht dargestellten Nachkommastellen des Betafaktors geschuldet sein.

5.1.3.7. Italien

- 104 Für Italien hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2018 für EV, EÜ, GV und GT betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der italienischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.
- 105 NERA hat zutreffend berücksichtigt, dass die italienische Regulierungsbehörde für den Basiszinssatz eine Untergrenze in Höhe von real 0,5 % vorsieht. Zuzüglich einer angesetzten Inflationsrate von 1,7 % ergibt sich so ein Basiszinssatz von 2,2 %. Wir stimmen ebenfalls mit NERA dahingehend überein, dass es sachgerecht ist, die von der italienischen Regulierungsbehörde angesetzte Länderrisikoprämie zu eliminieren und verweisen diesbezüglich auf unsere Erläuterungen in Abschnitt 5.1.2.3.
- 106 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **6,32 % bis 7,37 %** bei einem Mittelwert von **6,74 %** ermittelt.
- 107 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.8. Luxemburg

- 108 Für Luxemburg hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2016 für EV, EÜ, GV und GT betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der luxemburgischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM und sind für alle Netzarten einheitlich.
- 109 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % einen einheitlichen EK-Zinssatz von **6,74 %** ermittelt.
- 110 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.9. Neuseeland

- 111 Für Neuseeland hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2019 für EV, EÜ, GV und GT betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der neuseeländischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.
- 112 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **7,20 % bis 7,60 %** bei einem Mittelwert von **7,48 %** ermittelt.
- 113 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.10. Niederlande

- 114 Für die Niederlande hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2019 für EV, EÜ, GV und GT betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der niederländischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM und sind für alle Netzarten einheitlich.
- 115 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % einen einheitlichen EK-Zinssatz von **5,75 %** ermittelt. Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese grundsätzlich für sachgerecht. Zwischen unserer Nachrechnung und der Berechnung im NERA-Gutachten ergeben sich lediglich marginale Rundungsdifferenzen. Unter Verwendung des im Beschluss unmittelbar angegebenen unverschuldeten Betafaktors als Basis gelangen wir bei im Übrigen identischer Methodik zu einem Wert von **5,73 %**.

5.1.3.11. Norwegen

- 116 Für Norwegen hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2019 für EV und EÜ betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der norwegischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM und sind für beide Netzarten einheitlich.
- 117 NERA hat anhand einer mit der norwegischen Festlegung identischen Eigenkapitalquote von 40 % auf Basis der im Beschluss angegebenen Parameter Eigenkapitalkosten von **7,86 %** ermittelt.
- 118 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.12. Österreich

- 119 Für Norwegen hat NERA Regulierungsentscheidungen aus den Jahren 2016 (GT), 2017 (GV) und 2018 (EV, EÜ), betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der österreichischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM und sind für alle Netzarten einheitlich.
- 120 Die in den österreichischen Regulierungsentscheidungen vorgesehenen Aufschläge für Neuinvestitionen sowie die vorgesehenen Risikoaufschläge für Vermarktungsrisiken von Gasfernleitungsnetzbetreibern werden von NERA nicht berücksichtigt. Wir halten dies für sachgerecht und verweisen auf unsere diesbezüglichen Ausführungen in Abschnitt 5.1.2.3.
- 121 NERA hat anhand einer mit der österreichischen Festlegung identischen Eigenkapitalquote von 40 % auf Basis der im Beschluss angegebenen Parameter Eigenkapitalkosten von **6,12 %** ermittelt.
- 122 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.13. Schweden

- 123 Für Schweden hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2018 für GV und GT sowie aus dem Jahr 2019 für EV und EÜ betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der schwedischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.
- 124 Die in den schwedischen Regulierungsentscheidungen vorgesehenen Risikoaufschläge für Gasnetze werden von NERA nicht berücksichtigt. Wir halten dies für sachgerecht und verweisen auf unsere diesbezüglichen Ausführungen in Abschnitt 5.1.2.3.
- 125 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **5,14 % bis 8,72 %** bei einem Mittelwert von **6,93 %** ermittelt. Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese grundsätzlich für sachgerecht. Zwischen unserer Nachrechnung und der Berechnung im NERA-Gutachten ergeben sich lediglich marginale Rundungsdifferenzen. Unter Verwendung des im Beschluss unmittelbar angegebenen unverschuldeten Betafaktors als Basis gelangen wir bei im Übrigen identischer Methodik zu einem Wert von **6,92 %**.

5.1.3.14. Schweiz

- 126 Für die Schweiz hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2019 für EV und EÜ betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der schweizerischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM und sind für beide Netzarten einheitlich.
- 127 NERA hat zutreffend berücksichtigt, dass in den schweizerischen Regulierungsentscheidungen eine Untergrenze für den schweizerischen Basiszinssatz in Höhe von 2,50 % zur Anwendung kam.
- 128 NERA hat anhand mit der schweizerischen Festlegung identischen Eigenkapitalquote von 40 % auf Basis der im Beschluss angegebenen Parameter Eigenkapitalkosten von **6,96 %** ermittelt.
- 129 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.15. Spanien

- 130 Für Spanien hat NERA Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2019 für EV, EÜ, GV und GT betrachtet. Die Zinssatzfestlegungen der spanischen Regulierungsbehörde basieren auf dem CAPM.
- 131 NERA hat unter Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **7,12 % bis 7,93 %** bei einem Mittelwert von **7,34 %** ermittelt.
- 132 Wir haben die Quellenangaben, die Vorgehensweise und die Berechnungen von NERA überprüft und halten diese für sachgerecht.

5.1.3.16. USA

- 133 Die US-amerikanischen Regulierungsentscheidungen nehmen aus verschiedenen Gründen eine Sonderstellung in der Analyse ein. Dies liegt einerseits daran, dass in den USA die Festlegungen auf Ebene der einzelnen US-Bundesstaaten erfolgen und insofern eine Vielzahl an verschiedenen Festlegungen vorliegt. Zum anderen basieren die US-Entscheidungen überwiegend nicht auf dem CAPM, sondern auf Dividendendiskontierungsmodellen, sodass Informationen zu einzelnen Parametern des CAPM im Regelfall nicht vorliegen.
- 134 Unter Rückgriff auf eine Zusammenstellung von S&P Global, die sowohl abgeschlossene als auch laufende Regulierungsverfahren umfasst, hat NERA eine Vielzahl von bundesstaatlichen Regulierungsentscheidungen aller vier Netzarten aus den Jahren 2016 – 2019 betrachtet. In die finale Auswahl hat NERA lediglich die Entscheidungen aufgenommen, die eine Eigenkapitalquote in einer Größenordnung von rund 40 %²¹ aufwiesen. Hierbei handelt es sich um eine rein gutachterliche Entscheidung von NERA, die wir nachvollziehen können, gleichzeitig aber mit sich bringt, dass nur ein kleiner Teil der US-Entscheidungen Berücksichtigung in der finalen Stichprobe findet.
- 135 Für die einzelnen Netzarten hat NERA Durchschnittswerte ermittelt und auf dieser Basis eine Bandbreite an Eigenkapitalzinssätzen von **9,60 % bis 10,72 %** und einen Mittelwert von **10,19 %** berechnet.
- 136 Die im NERA-Gutachten angegebenen Durchschnittswerte haben wir auf Basis der Angaben zur methodischen Vorgehensweise und der daraus resultierenden Auswahl an Entscheidungen nachgerechnet und gelangen zu identischen Ergebnissen. Überdies haben wir die Quellenangaben stichwortartig überprüft und keine Abweichungen zu den dort angegebenen Daten festgestellt.
- 137 Durch die kleinteilige Regulierungssituation in den USA, die grundsätzlichen Unterschiede in der Methodik und nicht zuletzt durch die potenziellen Währungseffekte unterliegen vergleichende Analysen mit den USA besonderen Herausforderungen. Gleichzeitig stellen die USA als weltweit wichtigster Kapitalmarkt für Investoren einen Fixpunkt dar. US-Kapitalmarktdaten spielen auch bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie und des Betafaktors in der Festlegung der BNetzA eine entscheidende Rolle. Wir halten es daher für richtig, die USA in einer solchen Vergleichsbetrachtung zu berücksichtigen.

5.1.3.17. Ergänzend betrachtete Länder

- 138 Wie in Abschnitt **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.** erläutert, haben wir untersucht, ob für die regulierten Energienetze in Irland und Portugal vergleichbare Entscheidungen

²¹ Bandbreite bei der NERA-Auswahl: 35 – 45 %

im relevanten Zeitraum vorliegen, die in Ergänzung zu den von NERA einbezogenen Entscheidungen betrachtet werden könnten.

139 Für Portugal haben wir vor diesem Hintergrund Regulierungsentscheidungen aus dem Jahr 2018 für EV und EÜ und aus dem Jahr 2019 für GV und GT betrachtet.²² Die betrachteten Zinssatzfestlegungen basieren auf dem CAPM.

140 Wir haben methodisch dieselbe Vorgehensweise gewählt wie NERA und insbesondere für die Ermittlung des Betafaktors eine Anpassung der Kapitalstruktur auf eine Zieleigenkapitalquote von 40 % vorgenommen. Auf diese Weise haben wir für die portugiesischen Festlegungen EK-Zinssätze in einer Bandbreite von **5,90 % bis 6,58 %** bei einem Mittelwert von **6,22 %** ermittelt.

141 Für Irland existiert eine relevante Entscheidung für Gasnetzbetreiber (GV, GT) aus dem Jahr 2017. Nach übereinstimmender Quellenlage handelt es sich jedoch bei dem in der Entscheidung angegebenen risikofreien Zins um einen Realzins. Mangels Angaben zu einem Inflationsfaktor haben wir vom Einbezug der Entscheidung in die Gesamtbetrachtung abgesehen.

5.1.4. Zusammenfassung

142 Auf Basis der vorstehenden Würdigung zur methodischen und rechnerischen Vorgehensweise von NERA haben wir eine Analyse der NERA-Ergebnisse des internationalen Vergleichs der Regulierungspraxis vorgenommen.

143 Die folgende Tabelle zeigt eine Zusammenfassung unserer Ergebnisse und einen Vergleich mit den im NERA-Gutachten dargestellten EK-Zinssätzen:

²² Vgl. Council of European Energy Regulators (CEER), Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2019, S. 99.

Tabelle 2: Vergleich aktueller EK-Zinssätze aus der internationalen Regulierungspraxis
(Mittelwerte der Entscheidungen pro Land)

Staat	Basis- zinssatz	Beta relevered	MRP	EK-Zins WKGT	EK-Zins NERA
Australien	1,58%	0,63	6,20%	5,46%	5,46%
Belgien ¹⁾	2,26%	0,71	4,05%	5,53%	5,54%
Dänemark	0,35%	1,03	5,33%	5,83%	5,83%
Finnland	1,45%	1,01	5,00%	7,11%	7,11%
Frankreich	2,20%	0,86	5,10%	6,61%	6,61%
Großbritannien	1,25%	0,75	7,25%	6,71%	6,69%
Italien	2,20%	0,83	5,50%	6,74%	6,74%
Luxemburg	2,15%	0,96	4,80%	6,74%	6,74%
Neuseeland	1,31%	0,88	7,00%	7,48%	7,48%
Niederlande	1,28%	0,88	5,05%	5,73%	5,75%
Norwegen	3,48%	0,88	5,00%	7,86%	7,86%
Österreich	1,87%	0,85	5,00%	6,12%	6,12%
Portugal	1,37%	0,71	6,88%	6,22%	-
Schweden	2,45%	0,79	5,84%	6,92%	6,93%
Schweiz	2,50%	0,89	5,00%	6,96%	6,96%
Spanien	3,00%	0,93	4,70%	7,34%	7,34%
USA ²⁾				10,19%	10,19%
Minimum - alle Länder	0,35%	0,63	4,05%	5,46%	5,46%
Gleichgewichteter Mittelwert - alle Länder	1,92%	0,85	5,48%	6,80%	6,83%
BIP-gewichteter Mittelwert - alle Länder³⁾				8,70%	
Maximum - alle Länder	3,48%	1,03	7,25%	10,19%	10,19%
Minimum - Euro-Länder	1,28%	0,71	4,05%	5,53%	5,54%
Gleichgewichteter Mittelwert - Euro-Länder	1,97%	0,86	5,12%	6,46%	6,50%
BIP-gewichteter Mittelwert - Euro-Länder³⁾	2,17%	0,86	5,10%	6,58%	
Maximum - Euro-Länder	3,00%	1,01	6,88%	7,34%	7,34%
Beschluss BNetzA	2,49%	0,83	3,80%	5,64%	5,64%

Quellen: Originalbeschlüsse der jeweiligen Regulierungsbehörden; IWF (BIP-Gewichtung); eigene Berechnungen

¹⁾ Eigenkapitalzinssatz der Netzart "Gastransport (GT)" beinhaltet Illiquiditätsprämie 20%

²⁾ Keine einzelnen Parameterdaten verfügbar, da in den USA nicht primär auf das CAPM abgestellt wird.

³⁾ Gewichtung anhand der BIP der einzelnen Länder des Jahres 2019 (Quelle: IWF).

Für "alle Länder" wg. Einbezug von USA kein gewichteter Durchschnitt der einzelnen CAPM-Parameter ermittelbar.

144 Wir haben im Ergebnis nur geringfügige Abweichungen zu den von NERA ermittelten Vergleichs-
zinssätzen festgestellt. Hinsichtlich der Bandbreiten der Länderdurchschnitte von 5,46 % bis
10,19 % (gesamt) bzw. 5,54 % bis 7,34 % (Eurozone) ergeben sich keine Unterschiede. Die von
uns ermittelten Mittelwerte (alle Länder: 6,80 %, Eurozone 6,46 %) liegen insbesondere aufgrund
des Einbezug Portugals leicht unterhalb der im NERA-Gutachten dargestellten Mittelwerte (alle
Länder: 6,83 %, Eurozone 6,50 %).

145 Die derzeit geltenden regulatorischen EK-Zinssätze in Deutschland von 5,64 % liegen innerhalb,
allerdings am unteren Ende der Bandbreiten der betrachteten Länderdurchschnitte und fallen im
Vergleich zu den jeweiligen Mittelwerten (Welt und Eurozone) deutlich unterdurchschnittlich aus.
So liegt die deutsche Festlegung 1,16 %-Punkte unterhalb des von uns berechneten Durchschnitts
aller Länder und 0,82 %-Punkte unterhalb des von uns berechneten Durchschnitts der Länder der
Eurozone.²³

146 Wir haben ergänzend eine Gewichtung der Eigenkapitalzinssätze und der einzelnen Parameter
anhand des BIP der betrachteten Länder vorgenommen (vgl. Abschnitt 5.1.2.4.). Der anhand des
BIP gewichtete Mittelwert der Eigenkapitalzinssätze der Euro-Länder beträgt 6,58 % und liegt somit

²³ Wie in Abschnitt 5.1.2.1 c) erläutert, sind u.E. für Vergleichszwecke mit Festlegungen in Deutschland die für die anderen Länder der Eurozone festgelegten Zinssätze besser geeignet, da sie keinen Verzerrungen durch Währungseffekten unterliegen.

leicht oberhalb des ungewichteten Durchschnittswerts von 6,46 %. Der Unterschied ergibt sich aus dem höheren Basiszinssatz in der BIP-gewichteten Variante. Ein deutlich größerer Unterschied zwischen den Gewichtungsvarianten ist für den Vergleich der Mittelwerte aller Länder zu beobachten. Durch das hohe Gewicht der USA, dem Land mit den höchsten regulierten Eigenkapitalzinssätzen, erhöht sich der Mittelwert auf 8,70 %, gegenüber 6,80 % ohne Gewichtung der Länder.

147 Ursächlich für den im internationalen Vergleich der Regulierungspraxis sehr niedrigen deutschen Eigenkapitalzinssatz ist die Höhe der Marktrisikoprämie. So liegt die von der BNetzA für die Festlegung der 3. Regulierungsperiode ermittelte Marktrisikoprämie außerhalb der Bandbreite der internationalen Regulierungsentscheidungen. Dies ist umso beachtlicher, als es hierbei denjenigen Parameter des CAPM betrifft, der konzeptionell am Wenigsten von individuellen länder- oder regulierungsspezifischen Einflüssen geprägt sein sollte. Im NERA-Gutachten ist dargestellt, dass ausländische Regulierungsbehörden im Zuge gesunkener Basiszinssniveaus auch vermehrt zum Ansatz gestiegener Marktrisikoprämien gelangt sind. Gerade vor dem Hintergrund der sich abzeichnenden deutlichen Basiszinssatzreduktion für die kommende Regulierungsperiode in Deutschland liefert die Analyse der internationalen Regulierungspraxis daher u.E. einen beachtenswerten Diskussionsbeitrag.

5.2. Beurteilung des von NERA vorgenommenen internationalen Vergleichs anhand von Analystenberichten

148 Unsere Begutachtung beinhaltet eine Einordnung der Relevanz der Analysen von NERA für die Bemessung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes, eine Würdigung der methodischen Vorgehensweise sowie eine Prüfung auf Richtigkeit der Datenerhebung bzw. der durchgeführten Berechnungen.

5.2.1. Relevanz des Vergleichs von Analystenberichten für die Bemessung des kalkulatorischen EK-Zinssatzes

149 Als eine Erweiterung seines internationalen Vergleichs hat NERA neben der Analyse der internationalen Regulierungspraxis auch eine Analyse von Analystenberichten börsennotierter Netzbetreiber und den darin enthaltenen Angaben zu den verwendeten Eigenkapitalkosten vorgenommen. NERA begründet die vergleichende Betrachtung von Analysteneinschätzungen wie folgt:

„Die in diesen Reports verwendeten Kapitalkosten spiegeln die von Investoren geforderte Kapitalverzinsung wider. Dementsprechend sind die in den Reports verwendeten Kapitalkosten entscheidend dafür, ob Netzbetreiber das für sie notwendige Kapital anziehen können. Wenn die erlaubte Kapitalverzinsung unterhalb der ermittelten Kapitalkosten liegt, werden Netzbetreiber langfristig nicht in der Lage sein, das notwendige Kapital für Unterhalt und Ausbau der Netzinfrastruktur anzuziehen.“

NERA-Gutachten, S. 19.

150 Die Eignung einer vergleichenden Betrachtung von Analystenberichten für den vorliegenden Zweck setzt zunächst voraus, dass die Kapitalkosten der Netzbetreiber und die regulatorische Verzinsung des Kapitals vergleichbare Größen sind. Die Kapitalkosten, die im Rahmen einer Finanzanalyse erhoben werden, stellen die von den Investoren geforderte Mindestverzinsung einer Anlage mit vergleichbarem Risiko dar. Nach § 21 Abs. 2 EnWG sollen auch die Entgelte eine solche Verzinsung berücksichtigen. Es stellt sich also die Frage, wie die regulatorisch realisierbare Verzinsung

sich im Vergleich zur risikoadäquaten Mindestverzinsung darstellt. Wenn die regulatorische Verzinsung deutlich geringer ist, würde eine Investition in das regulierte Asset im Ergebnis einen negativen Nettobarwert aufweisen. Wie von NERA richtig dargestellt, würden sich so langfristig erhebliche Finanzierungsprobleme ergeben. Die Prämisse der grundsätzlichen Vergleichbarkeit zwischen Kapitalkosten und dem regulatorischen Zins ist somit erfüllt.²⁴

151 Darüber hinaus basiert der Vergleich auf der Annahme, dass Analystenschätzungen die Markterwartung an die Kapitalkosten der Unternehmen zutreffend abbilden. Von Analysten berechnete Zielbewertungen und Einschätzungen geben Investoren zunächst grundsätzlich eine Indikation über die Attraktivität einer Anlage. Für Bewertungszwecke werden Analystenschätzungen zudem verwendet, um Marktmultiplikatoren abzuleiten oder implizite Eigenkapitalkosten bzw. Marktrisikoprämien abzuschätzen. Wie auch im NERA-Gutachten dargestellt wurde, verwenden z.B. die Deutsche Bundesbank und die Europäische Zentralbank Analystenerwartungen zur Ermittlung von Marktrisikoprämien. Die Deutsche Bundesbank betrachtet Analystenprognosen als

„[...] wertvolle Indikatoren für die Erwartungen der Akteure am Aktienmarkt. Höhe und Vorzeichen der systematischen Prognosefehler der Analysten sind ex ante unbekannt. Auch wenn sich Gewinn- und Dividendenerwartungen im Rückblick als falsch erweisen, ist davon auszugehen, dass die Analystenprognosen ex-ante die Anlageentscheidungen der Marktteilnehmer und das Bewertungsniveau am Aktienmarkt beeinflussen.“

Deutsche Bundesbank (2016), Monatsbericht April 2016, S. 20 f.

152 Im Ergebnis ist festzuhalten, dass Analystenschätzungen ein weit verbreitetes Werkzeug sind, um Markterwartungen abzubilden.

153 Eine häufig geäußerte Kritik an der Nutzung von Analystenerwartungen für finanzwissenschaftliche Zwecke zielt auf die Subjektivität der Einschätzungen und eine damit verbundene potenzielle Verzerrung der Ergebnisse ab (sog. „Analyst Bias“). Eine möglichst große und gut vergleichbare Stichprobe an Unternehmen bzw. Analystenschätzungen kann unseres Erachtens diese Problematik erheblich reduzieren und die Belastbarkeit der Ergebnisse erhöhen. Gleichzeitig sehen wir den Nutzen einer solchen Betrachtung insbesondere im Zusammenwirken mit weiteren Analysen, sowie mit Blick auf etwaige Entwicklungen im Zeitablauf. In diesem Sinne kann die von NERA vorgenommene ergänzende Auswertung von Analystenschätzungen hilfreiche Erkenntnisse liefern.

5.2.2. Beurteilung der methodischen Vorgehensweise

5.2.2.1. Auswahl der betrachteten Analystenberichte

154 NERA betrachtet Analystenberichte für eine Gruppe von sechs europäischen Netzbetreibern: E.ON (Deutschland), Elia System Operator (Belgien), National Grid (Großbritannien), Red Eléctrica (Spanien), Redes Energeticas Nacionais (Portugal) und Terna (Italien). Mit Ausnahme von E.ON ist diese Gruppe eine Teilmenge der Unternehmen, die von der BNetzA zur Ermittlung des Betafaktors herangezogen wird. Da sich das Geschäftsfeld von E.ON mittlerweile hauptsächlich auf den Betrieb von Netzen fokussiert, stellt E.ON u.E. eine sinnvolle Ergänzung zur betrachteten Gruppe

²⁴ Beim Vergleich von Kapitalkosten und reguliertem Zins ist auch zu beachten, dass eine gewisse Interdependenz zwischen beiden besteht: Die Kapitalkosten und insbesondere die Erwartung zukünftiger Erträge reflektieren die Markterwartung des regulierten Ertrags. Der regulierte Ertrag wiederum basiert zumindest teilweise auf der Höhe der Kapitalkosten.

von Unternehmen dar. Dabei ist allerdings zu beachten, dass insbesondere bei E.ON eine gewisse Zirkelschlussproblematik bestehen könnte.²⁵

155 Die betrachteten Unternehmen sind überwiegend oder ausschließlich im Stromnetzbetrieb engagiert und daher grundsätzlich für den Vergleich gut geeignet. Für die sechs Unternehmen hat NERA 29 Analystenberichte zwischen Februar 2018 und November 2019 ausgewertet. In die finale Betrachtung sind jedoch nur 14 Berichte eingeflossen, da die übrigen Berichte nicht über ausreichende Informationen über die einzelnen Parameter des Eigenkapitalzinssatzes verfügten. Aus statistischer Sicht stellt die Zahl der einbezogenen Unternehmen und Analystenberichte eine relativ kleine Datenbasis dar.

156 Die Aussagekraft der Analysen könnte durch eine Erweiterung der Datenbasis, z.B. eine höhere Zahl an Einschätzungen je Unternehmen oder die Aufnahme ergänzender Unternehmen weiter erhöht werden. So wäre es beispielsweise denkbar, die auch in der Peer Group der BNetzA enthaltenen reinen Gasnetzbetreiber Snam (Italien) und Enagás (Spanien) aufzunehmen. Im Hinblick auf die Tatsache, dass die Peer Group der BNetzA auch nicht europäische Unternehmen enthält, wäre auch zu diskutieren, ob in die Gruppe der betrachteten Analystenschätzungen ergänzend nicht-europäische Unternehmen einbezogen werden sollten. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass sich bei Unternehmen außerhalb der Eurozone Wechselkurseffekte wiederum einschränkend auf die Vergleichbarkeit der Kapitalkosten auswirken können.

157 Zusammenfassend halten wir die von NERA betrachteten Unternehmen für gut vergleichbar, eine Erweiterung um weitere Datenpunkte könnte gleichwohl zu einem statistisch belastbareren und somit aussagefähigeren Ergebnis führen.²⁶

5.2.2.2. Anpassung der Betafaktoren

158 Wie auch bei dem Vergleich mit der internationalen Regulierungspraxis hat NERA Anpassungen vorgenommen, um einen mit der deutschen Festlegung bestmöglich vergleichbaren Betafaktor zu berechnen.

159 So hat NERA erneut eine Anpassung der **Kapitalstruktur** auf die regulatorische Eigenkapitalquote in Deutschland von 40 % vorgenommen. Wir halten dies aus den in Abschnitt 5.1.2.2 genannten Gründen auch hier für sachgerecht.

160 Analog zur Vorgehensweise beim Vergleich der internationalen Regulierungspraxis hat NERA die Kapitalstrukturanpassung der Betafaktoren nach der **Modigliani-Miller-Formel** – und somit konsistent zur Vorgehensweise der BNetzA – durchgeführt. Hierbei hat NERA für das „Relevern“ des Betafaktors jeweils den von der BNetzA verwendeten deutschen Steuersatz von 29,72 % angesetzt. Dieses Vorgehen halten wir grundsätzlich für sachgerecht. Wie oben in Abschnitt 5.1.2.2. erläutert, hat NERA beim Vergleich der internationalen Regulierungspraxis zum „Relevern“ der Betafaktoren vereinfachend denselben landesspezifischen Steuersatz angesetzt, der auch zum Unlevern verwendet wurde. Die Vorgehensweise von NERA unterscheidet sich somit diesbezüglich zwischen beiden Analysen. Im Ergebnis ist diese methodische Detailfrage gleichwohl von untergeordneter Bedeutung für die Höhe der ermittelten Zinssätze.

²⁵ Es ist u.E. davon auszugehen, dass bei E.ON die Analystenerwartungen zukünftiger Zahlungsströme und deren Unsicherheit (Kapitalkosten) auch durch die erwartete Regulierungsentscheidung für Deutschland beeinflusst werden.

²⁶ Wir weisen darauf hin, dass eine eigene Recherche weiterer Analystenberichte bzw. eine Erweiterung der Peer Group nicht Gegenstand unserer Würdigung war.

5.2.2.3. Berücksichtigung von Länderrisikoprämien

161 NERA hat die von Analysten teilweise angesetzten Länderrisikoprämien bzw. Risiken für politisches Risiko (Country Risk Premium, CRP) nicht aus den Kapitalkosten der entsprechenden Unternehmen bereinigt. Aus unserer Sicht ist eine jedoch eine Bereinigung für einen Vergleich mit einem deutschen Eigenkapitalzinssatz vorzunehmen, da für Deutschland – auch von Finanzanalysten – gemeinhin keine CRP angesetzt wird.²⁷ Dies entspricht auch der Vorgehensweise von NERA beim Vergleich der internationalen Regulierungsentscheidungen. Wir haben dies im Rahmen unserer Neuberechnung entsprechend korrigiert.

5.2.3. Überprüfung der von NERA ermittelten Eigenkapitalzinssätze

162 Wir haben auftragsgemäß überprüft, ob NERA die Daten aus den Analystenberichten korrekt in die weitere Analyse übernommen und die Daten rechenmethodisch richtig verarbeitet hat. Sofern unseres Erachtens in Einzelfällen Anpassungen der Berechnungen notwendig waren, haben wir dies angepasst und auf dieser Basis eine Aktualisierung der Vergleichsbetrachtung vorgenommen.

163 Zur Überprüfung der korrekten Übernahme der einbezogenen Daten hat NERA uns sämtliche verwendeten Analystenberichte sowie die von NERA vorgenommenen Auswertungen zur Verfügung gestellt. Wir haben die Daten in den Analystenberichten mit den Daten in der Auswertungsdatei abgeglichen. Dabei sind wir zu dem Ergebnis gekommen, dass NERA alle Werte korrekt übernommen hat.²⁸

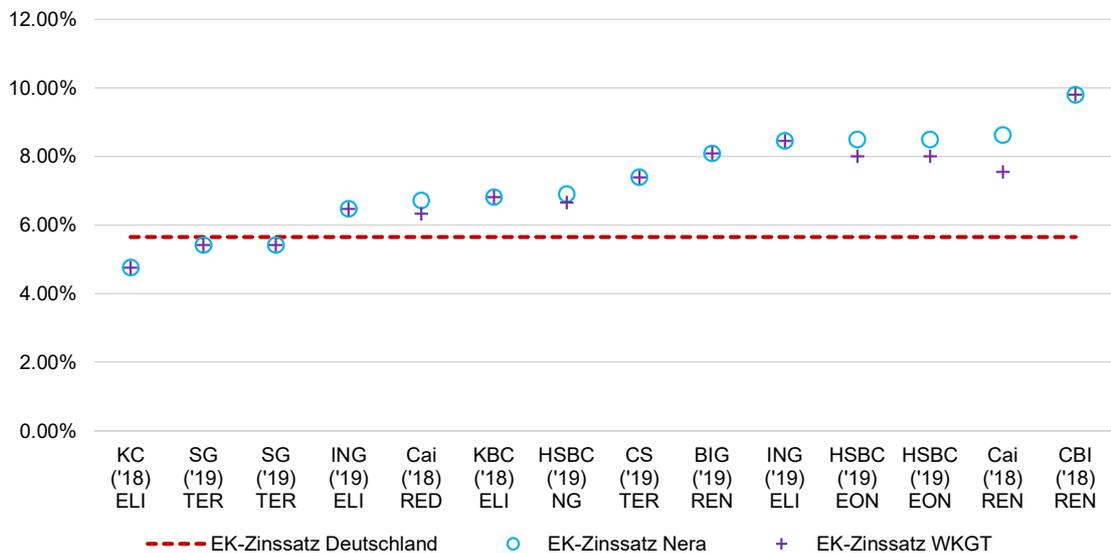
164 Die Umrechnung der Eigenkapitalkosten in einen äquivalenten Zinssatz unter Berücksichtigung einer Eigenkapitalquote von 40 % konnten wir rechnerisch nachvollziehen. Zudem können wir bestätigen, dass tatsächlich nur 14 der 29 Berichte genügend Kapitalkostenparameter beinhalten, um eine Umrechnung der Kapitalstruktur zu ermöglichen.

165 Entfernt man die Länderrisikoprämie aus der Betrachtung, ergeben sich in fünf Fällen geringfügige Abweichungen zum NERA-Gutachten. Wir haben die so neu ermittelten Werte in nachfolgender Grafik den Ergebnissen im NERA-Gutachten gegenübergestellt:

²⁷ Vgl. Damodaran, A., 2020. Country Default Spreads and Risk Premiums, <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/crypremJuly20.xlsx>, abgerufen am 15.10.2020.

²⁸ NERA hat fehlende Werte bei Steuerraten hilfsweise durch Steuerraten aus Berichten anderer Investmenthäuser zum gleichen Unternehmen ersetzt. Wir halten dieses Vorgehen für nachvollziehbar.

Abbildung 1: Vergleich der Eigenkapitalzinssätze aus Analystenberichten



Die Kürzel kennzeichnen (1) die analysierenden Investmentbanken und (2) die analysierten Unternehmen. EON ist E.ON, ELI ist Elia, NG ist National Grid, RED ist Red Eléctrica, REN ist Redes Energeticas Nacionais und TER ist Terna.
Quelle: NERA-Analyse von Analyst Reports, eigene Analyse.

5.2.4. Zusammenfassung

- 166 Auch nach den von uns vorgenommenen Anpassungen liegen weiterhin 11 der 14 Vergleichswerte oberhalb des regulierten Eigenkapitalzinssatzes für die 3. Regulierungsperiode in Deutschland von 5,64 %. Der Durchschnittswert aller 14 Vergleichswerte beträgt 7,08 % und liegt 1,44 %-Punkte oberhalb dieses Referenzwertes.
- 167 Auch wenn die Ergebnisse vor dem Hintergrund der relativ geringen Stichprobengröße u.E. mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden sollten, liefert die Vergleichsbetrachtung unverändert eine erste Indikation, dass die Festlegung der BNetzA im Vergleich zu einer üblichen von Marktteilnehmern geforderten Rendite für ihr eingesetztes Kapital niedrig ausfällt.
- 168 Erwähnenswert ist unseres Erachtens, dass auch bei dieser Vergleichsbetrachtung der Unterschied zwischen dem Durchschnittswert von 7,08 % und der BNetzA-Festlegung von 5,64 % auf Differenzen in der Marktrisikoprämie zurückzuführen ist. Die Unterschiede beim Basiszinssatz (BNetzA: 2,49 %; Analystendurchschnitt: 2,48 %) und beim Betafaktor (BNetzA: 0,83; Analystendurchschnitt: 0,85) sind marginal. Die in den vierzehn Analystenberichten durchschnittlich ange-setzte MRP beträgt hingegen 5,76 % und liegt damit um fast zwei Prozentpunkte oberhalb der von der BNetzA verwendeten MRP von 3,80 %. Es ist zusätzlich zu beachten, dass nach heutigem Stand auch der nach den Vorgaben der Strom/GasNEV ermittelte Basiszinssatz deutlich unterhalb der Vergleichswerte der Analysten liegt.

6. Schlussbemerkung

169 Wir erstatten diese Stellungnahme auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte unter Beachtung der Berufsgrundsätze, wie sie insbesondere in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Düsseldorf, den 5. November 2020

Warth & Klein Grant Thornton AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Prof. Dr. Martin Jonas
Wirtschaftsprüfer



Sebastian Rondorf
Chartered Financial Analyst

Anlagen

Anlage 1: Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vergleich der Eigenkapitalzinssätze aus Analystenberichten	29
---	----

Anlage 2: Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Länderspezifische Zusatzelemente und deren Berücksichtigung* im NERA-Gutachten	15
Tabelle 2:	Vergleich aktueller EK-Zinssätze aus der internationalen Regulierungspraxis (Mittelwerte der Entscheidungen pro Land).....	24

Anlage 3: Methodenbeschreibung

Land	Netzart	Basiszinssatz	Betafaktor	Marktrisikoprämie	Sonderthemen	Quelle
Australien	EV, EU, GV, GT	Der Basiszins wird als arithmetischer Mittelwert täglicher effektiver Jahreszinsen auf australische Staatsanleihen. Die Periode über die gemittelt wird, wird i.d.R. von einem externen Berater bestimmt.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.		AER (2019): Draft Decision Energex Distribution Determination 2020-2025 Overview; AER (2019): Draft Decision DirectLink transmission determination 2020 to 2025 Overview; AER (2019): Draft Decision Jemena Gas Networks Ltd Access Arrangement 2020-2025 Overview; AER (2018): Rate of return instrument; AER (2017): Final Decision APA VTS Australia Gas access arrangement 2018-2022 Overview.
Belgien	GT	Der risikofreie Zinssatz wird jedes Jahr auf der Grundlage der tatsächlichen Durchschnittsrendite der in diesem Jahr ausgegebenen 10-jährigen Staatsanleihen bestimmt.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Für die Ermittlung der Marktrisikoprämie werden drei Studien verglichen und der höchste Wert ausgewählt (a) historische Daten, b) Berechnung auf Grundlage der letzten 40 Jahre, c) Berechnung auf der Grundlage des geometrischen Mittels der Differenz zwischen der Rendite auf dem Aktienmarkt und der Rendite zehnjähriger belgischer Staatsanleihen. Der resultierende Wert wird mit den Daten der Studie von Dimson, Marsh und Staunton abgeglichen (Marktrisikoprämie Belgiens).	Zusätzlich wird eine Illiquiditätsprämie auf den Eigenkapitalzins geschlagen.	CREG (2018) (Z) 110910 Arrêté fixant la méthodologie tarifaire pour le réseau de transport de gaz naturel
Belgien - Brüssel	EV, GV	Der risikofreie Zinssatz wird jedes Jahr auf der Grundlage der tatsächlichen Durchschnittsrendite der in diesem Jahr ausgegebenen 10-jährigen Staatsanleihen bestimmt. Zudem muss dieser in der Bandbreite zwischen 2,2% und 5,2%. Bei der Regulierungsentscheidung greift der Mindestwert von 2,2%.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.		Commission de Regulation de l'Energie en Région de Bruxelles-Capitale (2019) Méthodologie 2020-2024 Partie 4 – Electricité
Belgien - Flandern	EV, GV	Die Region Flandern ermittelt den risikofreien Zinssatz anhand des Durchschnitts der Renditen auf 10-jährige belgische (75% Gewichtung) und deutsche (25% Gewichtung) Staatsanleihen über die letzten 12 Monate.	Über europäische und amerikanische Vergleichsunternehmen wurde ein unverschuldeter Betafaktor von 0,43 hergeleitet. Um Stabilität zu gewährleisten, wird der neue Wert mit dem Wert aus der vorherigen Regulierungsperiode gemittelt. Der Betafaktor wird anhand der Modigliani-Miller-Formel unleviert.	Die Marktrisikoprämie wird auf Grundlage der Studie von Dimson, Marsh und Staunton ermittelt.		VREG (2016) Tarifmethodologie reguleringsperiode 2017-2020 Bijlage
Belgien - Wallonien	EV, GV	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.		CWAPE (2017) DECISION CD-17g17-CWAPE-0107 relative à la méthodologie tarifaire
Dänemark	EV	Der risikofreie Zinssatz wurde aus dem Durchschnitt der täglichen Renditen zehnjähriger dänischer Staatsanleihen im Zeitraum von 01. Juni 2017 bis 31. August 2017 berechnet.	Das unverschuldete Beta wird auf 0,35 festgesetzt. Anhand der Harris-Pringle-Formel wird ein verschuldetes Beta von 0,70 hergeleitet. Die Eigenkapitalquote wird auf 50% festgelegt.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.		Energistyrelsen (2018): Bekendtgørelse om forrentningsbaseret netvirksomheders fremadrettede forrentningsgrundlag
Dänemark	GV	Der risikofreie Zinssatz wird auf der Grundlage eines Durchschnitts der täglichen Beobachtungen vom 1. Juni 2017 bis zum 31. August 2017 für 4-Jahres-Nullokuponzinssätze für dänische Staatsanleihen bestimmt.	Der unverschuldete Betafaktor wird durch eine qualitative Schätzung im Vergleich zur Regulierungsentscheidung der Stromerzeuger bestimmt. Da das systematische Risiko der Gasverteilung höher eingeschätzt wird als bei der Stromverteilung, wird ein erhöhter Betafaktor angesetzt. Zum Un- und Relevern wird die Harris-Pringle-Formel verwendet.	Für die Berechnung der Marktrisikoprämie berücksichtigt die dänische Regulierungsbehörde verschiedene Ermittlungsmethoden mit Fokus auf den dänischen Markt. Zum einen wird die historische Marktrisikoprämie nach Dimson, Marsh und Staunton berücksichtigt, zum anderen werden auch Umfragewerte der erwarteten Rendite und eine implizite Marktrisikoprämie einbezogen.		Energistyrelsen (2017): Indtægtsrammer for Naturgasdistributionselskaberne 2018-2021
Dänemark	GT	Der risikofreie Zinssatz wird auf der Grundlage eines Durchschnitts der täglichen Beobachtungen vom 1. Oktober 2015 bis zum 31. Dezember 2015 für 10-Jahres-Nullokuponzinssätze für dänische Staatsanleihen bestimmt.	Für die Bestimmung des Betafaktors fokussiert sich die Regulierungsbehörde auf den dänischen Markt. Die Regulierungsbehörde sieht bei GT ein höheres Risiko als bei GV und EV und setzt den unverschuldeten Betafaktor daher auf 0,50 fest.	Für die Bestimmung der Marktrisikoprämie fokussiert sich die Regulierungsbehörde auf den dänischen Markt. Analog zu den Regulierungsentscheidungen GV wird grundsätzlich eine Marktrisikoprämie von 5,5% angenommen. Da sich diese Annahme jedoch auf eine fünfjährige Staatsanleihe bei Ermittlung des risikofreien Zinssatzes stützt, wird diese hier um 0,5% nach unten korrigiert.		Energistyrelsen (2016): Klage over Tariff for Transport I Opsrømssystemet Tyra-Nybro

Anlagen

Land	Netzart	Basiszinssatz	Betafaktor	Marktrisikoprämie	Sonderthemen	Quelle
Frankreich	EV	Der Basiszins wird als Mittelwert der Renditen französischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von mehr als zehn Jahren abgeleitet. Dabei werden hauptsächlich auf historische Renditen betrachtet, wobei aber auch Forecasts mit einbezogen werden.	Der Betafaktor wird auf Basis einer Peer Group abgeleitet. Levered Betafaktoren werden nach Vasicek adjustiert. Zum Unlevern wird die Modigliani-Miller Formel verwendet.	Die Marktrisikoprämie wird auf Basis von Dimson, Marsh und Staunton abgeleitet. Andere Methoden (insbesondere TRM) werden lediglich zur Plausibilisierung hinzugezogen.		CRE (2016): Délibération de la Commission de régulation de l'énergie du 17 novembre 2016 portant décision sur les tarifs d'utilisation des réseaux publics d'électricité dans les domaines de tension HTA et BT Frontier Economics (2016): Audit du Taux de Remuneration d'Enedis.
Frankreich	EÜ, GV, GT	Die Quellen enthalten keine detaillierte Methodenbeschreibung. Es wird jedoch Bezug auf externe Berater genommen, ohne eine genaue Quelle zu nennen. Wir gehen davon aus, dass die Methode der Vorgehensweise bei EV folgt.	Die Quellen enthalten keine detaillierte Methodenbeschreibung. Es wird jedoch Bezug auf externe Berater genommen, ohne eine genaue Quelle zu nennen. Wir gehen davon aus, dass die Methode der Vorgehensweise bei EV folgt.	Die Quellen enthalten keine detaillierte Methodenbeschreibung. Es wird jedoch Bezug auf externe Berater genommen, ohne eine genaue Quelle zu nennen. Wir gehen davon aus, dass die Methode der Vorgehensweise bei EV folgt.		CRE (2016): Délibération de la Commission de régulation de l'énergie du 19 octobre 2016 portant projet de décision sur les tarifs d'utilisation des réseaux publics d'électricité dans le domaine de tension HTB CRE (2019): Délibération de la Commission de régulation de l'énergie du 19 décembre 2019 portant projet de décision sur le tarif péréqué d'utilisation des réseaux publics de distribution de gaz naturel de GRDF CRE (2019): Délibération de la Commission de régulation de l'énergie du 12 décembre 2019 portant projet de décision sur le tarif d'utilisation des réseaux de transport de gaz naturel de GRTgaz et Teréga
Finnland	EV, EÜ, GV, GT	Der risikofreie Zinssatz wird jährlich neu berechnet und ergibt sich aus dem höheren Wert von zwei Alternativen: (1) Der Durchschnitt der Tageswerte der Rendite zehnjähriger finnischer Staatsanleihen für April bis September des Vorjahres. (2) Der Durchschnitt der Tageswerte der Rendite zehnjähriger finnischer Staatsanleihen der letzten zehn Jahre.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Es wird eine Liquiditätsprämie angesetzt. Die Regulierung sieht auch eine Prämie für GV und GT vor.	Energivirasto.fi (2020) WACC parametrit 2020
Großbritannien	EV, EÜ, GV, GT	Der Basiszins wird aus der Rendite langlaufender indexierter Staatsanleihen hergeleitet. Die Wahl dieser Methode wurde per Stakeholder-Umfrage plausibilisiert.	Das verschuldete Beta wird aus einer Peer Group abgeleitet. Der Betafaktor wird über verschiedene Laufzeiten von 17,5 bis 5 Jahre ermittelt. Der verwendete Marktindex ist der FTSE-All-Share. Unlevering erfolgt auf Basis der Harris-Pringle-Formel mit Debt Beta.	Die MRP wird auf Basis des Total Market Return Ansatzes ermittelt. Dieser basiert auf der Betrachtung langfristig beobachtbarer durchschnittlicher Aktienrenditen.		OF GEM (2019) RIIO-2 Sector Specific Methodology Decision – Finance
Italien	EV, EÜ, GV, GT	Der risikofreie Zinssatz wird auf Basis des Durchschnitts der Renditen der Staatsanleihen von Frankreich, Belgien, den Niederlanden und Deutschland bestimmt, insofern vom 1. Oktober 2017 bis zum 30. September 2018 mindestens ein AA-Rating nach S&P-Klassifizierung beibehalten wurde. Dieser Durchschnitt wird dann um die Inflation bereinigt, welche durch durchschnittliche inflationsindexierte 10-Jahres-Swap-Sätze im Euroraum ermittelt wird. Es gilt eine Mindestgrenze von 0,5%, welche in der Regulierungsentscheidung von 2018 greift.	In der Regulierungsentscheidung werden Werte für verschuldete Betas vorgegeben, welche durch Unternehmen aus Ländern im Euroraum mit hohem Rating hergeleitet wurden.	Die Marktrisikoprämie wird über den TMR-Ansatz hergeleitet. Nähere Erläuterungen zur Methode der Ableitung der Höhe der Gesamtmarktrendite werden nicht genannt.	Die Regulierungsentscheidung sieht bei der Berechnung der EK-Zinssätze eine Länderisikoprämie vor.	Autorità Energia (2018) Criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito
Luxemburg	EV, EÜ, GV, GT	Der Basiszins orientiert sich an dem mittelfristigen Ausblick auf die von der EZB für Luxemburg veröffentlichten langfristigen Zinssätze.	Auf Grundlage von Vergleichsunternehmen wurde über Bloomberg ein unverschuldeter Betafaktor ermittelt. Zum Unlevern wurde die Modigliani-Miller-Formel verwendet.	Die Marktrisikoprämie basiert auf Dimson, Marsh und Staunton.		ILR (2016) Règlement E1612/ILR du 13 avril 2016
Neuseeland	EV, EÜ, GV, GT	Der risikofreie Zinssatz wird über die durchschnittliche Rendite von fünfjährigen neuseeländischen Staatsanleihen über den Zeitraum von Januar 2019 bis März 2019 berechnet (EÜ). Die Berechnung erfolgt analog zum Juni 2019 (ET) bzw. Ende September (GV und GT).	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.		Commerce Commission New Zealand (2019): Cost of capital determination for disclosure year 2020 – First Gas and Powerco gas pipeline businesses; Commerce Commission New Zealand (2018): Guidelines for WACC determinations under the cost of capital input methodologies; Commerce Commission New Zealand (2019): Cost of capital determination for disclosure year 2020 for in-formation disclosure regulation – Electricity distribution businesses and Wellington International Airport; Commerce Commission New Zealand (2019): Cost of capital determination for disclosure year 2020 – For Transpower, gas pipeline businesses and suppliers of specified airport services (with a June year-end)

Anlagen

Land	Netzart	Basiszinssatz	Betafaktor	Marktrisikoprämie	Sonderthemen	Quelle
Niederlande	EV, EU, GV, GT	Für die Herleitung des Basiszinssatzes wird ein Mittelwert aus zehnjährigen deutschen Staatsanleihen und zehnjährigen niederländischen Staatsanleihen herangezogen. Dies wird durch die „riskiosere“ Eigenschaft deutscher Staatsanleihen und einer angemessenen Länderrisikoprämie bei niederländischen Staatsanleihen begründet. Der Einfluss von Inflation wird erst auf Ebene des WACC berücksichtigt.	Für die Berechnung des Betafaktors wurde eine Peer Group aus europäischen und amerikanischen Vergleichsunternehmen ausgewählt. Die Daten wurden über einen Zeitraum von drei Jahren auf täglicher Basis erhoben. Zum Unlevern wird die Modigliani-Miller-Formel verwendet.	Für die Ermittlung der Marktrisikoprämie stützt sich die Regulierungsbehörde auf den gewichteten Durchschnitt der historischen Marktrisikoprämie der Eurozone nach Dimson, Marsh und Staunton. Dabei wird der Mittelwert von arithmetischen und geometrischen Mittelwert gebildet.		ACM (2019) Gewijzigd methodebesluiten GTS 2017-2021, kenmerk ACMUIT505475, zaaknr ACM18033721, Bijlage
Norwegen	EV, EU, GV, GT	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.		https://www.nve.no/reguleringmyndigheten/okonomisk-regulering-av-nettselskap/om-den-okonomiske-reguleringen/referanserenten/ .
Österreich	EV, EU, GV, GT	Der riskolose Zinssatz wird über 10-jährige AAA-Anleihen des Euro-Raums mit Mittelwertbildung über einen fünfjährigen Zeitraum berechnet.	Über eine Peer-Group von „reinen Netzbetreibern“ wurde über einen Zeitraum von drei Jahren ein unverschuldeter Betafaktor ermittelt. Das Unlevering erfolgt unter Anwendung der Modigliani-Miller-Formel.	Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie orientiert sich die Regulierungsbehörde an einem Gutachten von Frontier Economics aus dem Jahr 2016. Allerdings soll im Sinne einer stabilen Entscheidungspraxis am Wert der vorherigen Regulierungsperiode festgehalten werden.		E-Control (2018): Regulierungssystematik für die vierte Regulierungsperiode der Stromverteilernetzbetreiber
Portugal	EV, EU, GV, GT	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Festlegung ohne nähere Erläuterung der Methode.	Die Marktrisikoprämie wird durch den Spread zwischen dem S&P500 und der Rendite zehnjähriger US Treasury Bonds seit 1961 zuzüglich einer Länderrisikoprämie berechnet. Die Länderrisikoprämie wird durch den Spread zwischen der Rendite zehnjähriger portugiesischer Staatsanleihen und der Rendite zehnjähriger deutscher, finnischer, österreichischer, niederländischer und französischer Staatsanleihen berechnet.		CEER Regulatory Frameworks Report 2019
Schweden	EV, EU	Der riskofreie Zinssatz wird aus folgenden zwei Werten berechnet. Zum einen aus der jährlichen Rendite zehnjähriger schwedischer Staatsanleihen in den vier Kalenderjahren vor der Regulierungsentscheidung. Zum anderen auch aus einer Marktprognose für die Rendite zehnjähriger schwedischer Staatsanleihen in der Regulierungsperiode 2020-2023.	Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt über einen Peer-Group-Ansatz, wobei europäische Unternehmen mit Stromübertragung als Haupttätigkeit ausgewählt wurden. Der unverschuldete Betafaktor wurde auf Basis von wöchentlichen Daten über einen Zehnjahreszeitraum vor der Regulierungsentscheidung (2009-2018) bestimmt. Zum Unlevern wurde die Hamada-Formel verwendet.	Die Marktrisikoprämie ergibt sich aus den Ergebnissen von Studien von PwC zur Marktrisikoprämie in Schweden. Dabei wird der Durchschnitt aus dem durchschnittlichen Wert von 2015 bis 2018 und dem Wert von 2019 genommen.		Energiemarknadsinspektionen (2019) Kalkylränta för elnätsföretag för tilsyspe-rioden 2020-2023 – Bilaga 7
Schweden	GV, GT	Nach dem Urteil des Berufungsgerichts wird der Basiszinssatz für GV und GT nach der BIP-Methode berechnet.	Der Betafaktor wird über Vergleichsunternehmen hergeleitet, deren Haupttätigkeit die Übertragung von Gas ist, ihren Sitz in Europa haben und an einem europäischen Börsenplatz notiert sind. Das unverschuldete Beta wurde über einen Vierjahreszeitraum mit wöchentlichen Daten erhoben. Das Unlevern erfolgt über die Modigliani-Miller-Formel.	Gemäß dem Urteil des Berufungsgerichts wurde die Marktrisikoprämie auf 5% festgelegt.	Die Regulierungsbehörde legt ebenfalls eine Sonderriskoprämie fest, die durch ein höheres Risikoprofil schwedischer Gasnetzunternehmen im Vergleich zu europäischen Vergleichsunternehmen begründet und durch das Urteil des Berufungsgerichts bestätigt wurde.	Energiemarknadsinspektionen (2019) Kalkylränta för elnätsföretag för tilsyspe-rioden 2020-2023 – Bilaga 4
Schweiz	EV, EU	Der Basiszins wird als monatliche Durchschnittsrendite (Spot Rate) des Jahres 2018 von Schweizer Bundesobligationen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren innerhalb von vordefinierten Grenzwerten bestimmt. Der aktuelle Wert fällt in den Grenzbereich von unter 3,00%. Daher greift hier die Anwendung eines Wertes von 2,50%.	Der unverschuldete Betafaktor wird als Mittelwert einer vordefinierten Bandbreite abgeleitet. Es wird zunächst ein mittleres unlevered Beta per Peer Group Ansatz ermittelt. Die Peer Group besteht aus europäischen Netzbetreibern. Verschuldete Betafaktoren wurden auf Basis von monatlichen Renditen über einen Zeitraum von drei Jahren ermittelt. Es wurde nach Modigliani-Miller unlevered.	Marktrisikoprämie als Wert innerhalb einer vordefinierten Bandbreite. Die Bandbreite entsteht durch die Betrachtung der Differenz zwischen der durchschnittlichen jährlichen Renditen von schweizerischen Bundesobligationen mit 10-jähriger Laufzeit und der durchschnittlichen schweizerischen Aktienmarktrendite für den Zeitraum von 1926 bis 2018. Durchschnitte werden dabei zum einen als arithmetischer- und zum anderen als geometrischer Mittelwert gebildet.		BFE (2019): Erläuterungen zur Berechnung des kalkulatorischen Zinssatzes gemäss Art. 13 Abs. 3 Bst. b der Stromversorgungsverordnung (StromVV) für das Tarifjahr 2020

Anlagen

Land	Netzart	Basiszinssatz	Betafaktor	Marktrisikoprämie	Sonderthemen	Quelle
Spanien	EV, EU	Der risikofreie Zinssatz wurde durch die durchschnittliche Rendite zehnjähriger spanischer Staatsanleihen über den Zeitraum vom 01. Januar 2012 bis zum 31. Dezember 2017 berechnet.	Der Betafaktor wird per Peer-Group-Ansatz ermittelt. Für den Zeitraum vom 01. Januar 2012 bis zum 31. Dezember 2017 wurden für Vergleichsunternehmen verschuldetes Betas von Bloomberg gezogen und mit der Modigliani-Miller-Formel unlevered.	Für die Berechnung der Marktrisikoprämie werden die Marktrisikoprämien für europäische Länder nach Dimson, Marsh und Stanton (2018) herangezogen und nach Markkapitalisierung gewichtet.		CNMC (2019) Memoria explicativa de la circular de la comisión nacional de los mercados y la competencia
Spanien	GV, GT	Der risikofreie Zinssatz wurde durch die durchschnittliche Rendite zehnjähriger spanischer Staatsanleihen über den Zeitraum vom 01. Januar 2013 bis zum 31. Dezember 2018 berechnet. Zusätzlich wird der risikofreie Zinssatz um 80 Basispunkte angepasst. Dies wird mit Verweis auf die Beratungsgesellschaft „The Brattle Group“ dadurch begründet, dass die expansive Geldpolitik der EZB die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Spaniens um 80 Basispunkte beeinflusst hat.	Der Betafaktor wird per Peer-Group-Ansatz ermittelt. Für den Zeitraum vom 01. Januar 2013 bis zum 31. Dezember 2018 wurden für Vergleichsunternehmen verschuldetes Betas von Bloomberg gezogen und mit der Modigliani-Miller-Formel unlevered.	Für die Berechnung der Marktrisikoprämie werden die Marktrisikoprämien für europäische Länder nach Dimson, Marsh und Stanton (2019) herangezogen und nach Markkapitalisierung gewichtet.		CNMC (2019) Memoria explicativa de la circular de la comisión nacional de los mercados y la competencia
USA	EV, EU, GV, GT	Die US-amerikanischen Regulierungsentscheidungen nehmen aus verschiedenen Gründen eine Sonderstellung in der Analyse ein. Dies liegt einerseits daran, dass in den USA die Festlegungen auf Ebene der einzelnen US-Bundesstaaten erliegen und insofern eine Vielzahl an verschiedenen Festlegungen vorliegt. Zum anderen basieren die US-Entscheidungen überwiegend nicht auf dem CAPM, sondern auf Dividendendiskontierungsmodellen, sodass Informationen zu einzelnen Parametern des CAPM im Regelfall nicht vorliegen.				

Anlage 4: Details EK-Zinssätze Ausland

Staat	Netzart	Jahr	Basiszinssatz	Beta unverschuldet	EK Quote 40%	Beta relevered	MRP	Wagnis- zuschlag	EK-Zins WKGT (40%)	EK-Zins NERA
Australien	EV*	2019	1,32%	0,29	40,00%	0,60	6,10%	3,66%	4,98%	4,98%
Australien	EÜ*	2019	1,32%	0,29	40,00%	0,60	6,10%	3,66%	4,98%	4,98%
Australien	GV*	2019	0,94%	0,29	40,00%	0,60	6,10%	3,66%	4,60%	4,60%
Australien	GT	2018	2,73%	0,34	40,00%	0,70	6,50%	4,55%	7,28%	7,28%
Mittelwert Australien			1,58%	0,30	40,00%	0,63	6,20%	3,88%	5,46%	5,46%
Belgien	EV	2016	2,11%	0,37	40,00%	0,74	4,60%	3,39%	5,50%	5,51%
Belgien	EÜ	2018	2,40%	-	40,00%	-	3,50%	-	-	-
Belgien	GV	2019	2,11%	0,37	40,00%	0,73	4,60%	3,38%	5,50%	5,51%
Belgien	GT	2018	2,40%	0,31	40,00%	0,65	3,50%	2,27%	5,60%	5,61%
Mittelwert Belgien			2,26%	0,35	40,00%	0,71	4,05%	3,01%	5,53%	5,54%
Dänemark	EV	2018	0,54%	0,39	40,00%	0,85	5,50%	4,69%	5,23%	5,23%
Dänemark	GV	2017	-0,31%	0,47	40,00%	1,02	5,50%	5,63%	5,32%	5,32%
Dänemark	GT	2017	0,83%	0,56	40,00%	1,22	5,00%	6,10%	6,93%	6,93%
Mittelwert Dänemark			0,35%	0,48	40,00%	1,03	5,33%	5,47%	5,83%	5,83%
Finnland	EV	2019	1,45%	0,54	40,00%	1,19	5,00%	5,94%	7,99%	7,99%
Finnland	EÜ	2019	1,45%	0,40	40,00%	0,88	5,00%	4,40%	6,45%	6,45%
Finnland	GV	2019	1,45%	0,45	40,00%	0,99	5,00%	4,95%	7,00%	7,00%
Finnland	GT	2019	1,45%	0,45	40,00%	0,99	5,00%	4,95%	7,00%	7,00%
Mittelwert Finnland			1,45%	0,46	40,00%	1,01	5,00%	5,06%	7,11%	7,11%
Frankreich	EV	2016	2,70%	0,34	40,00%	0,67	5,00%	3,37%	6,07%	6,07%
Frankreich	EÜ	2016	2,70%	0,37	40,00%	0,73	5,00%	3,67%	6,37%	6,37%
Frankreich	GV	2019	1,70%	0,48	40,00%	1,00	5,20%	5,19%	6,89%	6,89%
Frankreich	GT	2019	1,70%	0,50	40,00%	1,04	5,20%	5,41%	7,11%	7,11%
Mittelwert Frankreich			2,20%	0,42	40,00%	0,86	5,10%	4,41%	6,61%	6,61%
Großbritannien	EV	2019	1,25%	0,34	40,00%	0,75	7,25%	5,44%	6,71%	6,69%
Großbritannien	EÜ	2019	1,25%	0,34	40,00%	0,75	7,25%	5,44%	6,71%	6,69%
Großbritannien	GV	2019	1,25%	0,34	40,00%	0,75	7,25%	5,44%	6,71%	6,69%
Großbritannien	GT	2019	1,25%	0,34	40,00%	0,75	7,25%	5,44%	6,71%	6,69%
Mittelwert Großbritannien			1,25%	0,34	40,00%	0,75	7,25%	5,44%	6,71%	6,69%
Italien	EV	2018	2,20%	0,39	40,00%	0,83	5,50%	4,59%	6,79%	6,79%
Italien	EÜ	2018	2,20%	0,35	40,00%	0,75	5,50%	4,12%	6,32%	6,32%
Italien	GV	2018	2,20%	0,44	40,00%	0,94	5,50%	5,17%	7,37%	7,37%
Italien	GT	2018	2,20%	0,36	40,00%	0,78	5,50%	4,29%	6,49%	6,49%
Mittelwert Italien			2,20%	0,39	40,00%	0,83	5,50%	4,54%	6,74%	6,74%
Luxemburg	EV	2016	2,15%	0,47	40,00%	0,96	4,80%	4,59%	6,74%	6,74%
Luxemburg	EÜ	2016	2,15%	0,47	40,00%	0,96	4,80%	4,59%	6,74%	6,74%
Luxemburg	GV	2016	2,15%	0,47	40,00%	0,96	4,80%	4,59%	6,74%	6,74%
Luxemburg	GT	2016	2,15%	0,47	40,00%	0,96	4,80%	4,59%	6,74%	6,74%
Mittelwert Luxemburg			2,15%	0,47	40,00%	0,96	4,80%	4,59%	6,74%	6,74%
Neuseeland	EV	2019	1,77%	0,39	40,00%	0,82	7,00%	5,74%	7,51%	7,51%
Neuseeland	EÜ	2019	1,46%	0,39	40,00%	0,82	7,00%	5,74%	7,20%	7,20%
Neuseeland	GV	2019	1,00%	0,45	40,00%	0,94	7,00%	6,60%	7,60%	7,60%
Neuseeland	GT	2019	1,00%	0,45	40,00%	0,94	7,00%	6,60%	7,60%	7,60%
Mittelwert Neuseeland			1,31%	0,42	40,00%	0,88	7,00%	6,17%	7,48%	7,48%
Niederlande	EV	2019	1,28%	0,42	40,00%	0,88	5,05%	4,45%	5,73%	5,75%
Niederlande	EÜ	2019	1,28%	0,42	40,00%	0,88	5,05%	4,45%	5,73%	5,75%
Niederlande	GV	2019	1,28%	0,42	40,00%	0,88	5,05%	4,45%	5,73%	5,75%
Niederlande	GT	2019	1,28%	0,42	40,00%	0,88	5,05%	4,45%	5,73%	5,75%
Mittelwert Niederlande			1,28%	0,42	40,00%	0,88	5,05%	4,45%	5,73%	5,75%
Norwegen	EV	2019	3,48%	0,40	40,00%	0,88	5,00%	4,38%	7,86%	7,86%
Norwegen	EÜ	2019	3,48%	0,40	40,00%	0,88	5,00%	4,38%	7,86%	7,86%
Mittelwert Norwegen			3,48%	0,40	40,00%	0,88	5,00%	4,38%	7,86%	7,86%
Österreich	EV	2018	1,87%	0,40	40,00%	0,85	5,00%	4,25%	6,12%	6,12%
Österreich	EÜ	2018	1,87%	0,40	40,00%	0,85	5,00%	4,25%	6,12%	6,12%
Österreich	GV	2017	1,87%	0,40	40,00%	0,85	5,00%	4,25%	6,12%	6,12%
Österreich	GT	2016	1,87%	0,40	40,00%	0,85	5,00%	4,25%	6,12%	6,12%
Mittelwert Österreich			1,87%	0,40	40,00%	0,85	5,00%	4,25%	6,12%	6,12%
Portugal	EV		1,00%	0,34	40,00%	0,70	7,66%	5,33%	6,33%	-
Portugal	EÜ		1,00%	0,32	40,00%	0,64	7,66%	4,90%	5,90%	-
Portugal	GV		1,73%	0,39	40,00%	0,80	6,09%	4,85%	6,58%	-
Portugal	GT		1,73%	0,35	40,00%	0,71	6,09%	4,34%	6,07%	-
Mittelwert Portugal			1,37%	0,35	40,00%	0,71	6,88%	4,85%	6,22%	-
Schweden	EV	2019	0,90%	0,29	40,00%	0,63	6,68%	4,24%	5,14%	5,14%
Schweden	EÜ	2019	0,90%	0,29	40,00%	0,63	6,68%	4,24%	5,14%	5,14%
Schweden	GV	2018	4,00%	0,43	40,00%	0,94	5,00%	4,70%	8,70%	8,72%
Schweden	GT	2018	4,00%	0,43	40,00%	0,94	5,00%	4,70%	8,70%	8,72%
Mittelwert Schweden			2,45%	0,36	40,00%	0,79	5,84%	4,47%	6,92%	6,93%
Schweiz	EV	2019	2,50%	0,40	40,00%	0,89	5,00%	4,46%	6,96%	6,96%
Schweiz	EÜ	2019	2,50%	0,40	40,00%	0,89	5,00%	4,46%	6,96%	6,96%
Mittelwert Schweiz			2,50%	0,40	40,00%	0,89	5,00%	4,46%	6,96%	6,96%
Spanien	EV	2019	2,97%	0,41	40,00%	0,87	4,75%	4,15%	7,12%	7,12%
Spanien	EÜ	2019	2,97%	0,41	40,00%	0,87	4,75%	4,15%	7,12%	7,12%
Spanien	GV	2019	3,03%	0,50	40,00%	1,06	4,64%	4,90%	7,93%	7,93%
Spanien	GT	2019	3,03%	0,42	40,00%	0,90	4,64%	4,17%	7,20%	7,20%
Mittelwert Spanien			3,00%	0,44	40,00%	0,93	4,70%	4,34%	7,34%	7,34%
USA	EV	2016-2019							10,25%	10,25%
USA	EÜ	2017							9,60%	9,60%
USA	GV	2016-2019							10,73%	10,72%
Mittelwert USA									10,19%	10,19%

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrssteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.