



Netze BW GmbH · Postfach 80 03 43 · 70503 Stuttgart

Bundesnetzagentur  
Beschlusskammer 4  
Stichwort „Zinssatz Strom/Gas“  
Postfach 8001  
53105 Bonn

Name Sabine Streb  
Bereich NETZ KRM  
Telefon +49 711 289-87895  
Telefax +49 711 289-23181  
E-Mail s.streb@netze-bw.de

Datum 09.08.2016  
Seite 1/1

Konsultation der Beschlussentwürfe zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts-/Gasversorgungsnetzen für die dritte Regulierungsperiode (AZ BK4-16-160 / BK4-16-161)

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Beschlusskammer 4 der Bundesnetzagentur hat am 6. Juli 2016 die Konsultationsverfahren zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung eingeleitet und den betroffenen Unternehmen bis zum 10. August 2016 die Möglichkeit gegeben hierzu Stellung zu nehmen. Gerne nehmen wir diese Möglichkeit wahr und nehmen zu den beiden Beschlussentwürfen gesamthaft Stellung.

Unsere detaillierte Stellungnahme finden Sie im Anhang zu diesem Schreiben.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüße

i.V. Sabine Streb  
Konzernexpertin  
Regulierungsmanagement

i.A. Mathias Gabel  
Manager  
Regulierungsmanagement

**Netze BW GmbH**

Schelmenwasenstraße 15 · 70567 Stuttgart · Postfach 80 03 43 · 70503 Stuttgart · Telefon +49 711 289-0 · Telefax +49 711 289-82180  
www.netze-bw.de

Bankverbindung: BW Bank · BIC SOLADEST600 · IBAN DE84 6005 0101 0001 3667 29

Sitz der Gesellschaft: Stuttgart · Amtsgericht Stuttgart · HRB Nr. 747734 · Steuer-Nr. 35001/01075

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Hans-Josef Zimmer · Geschäftsführer: Dr. Christoph Müller (Vorsitzender), Dr. Martin Konermann, Bodo Moray

Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den  
Beschlusssentwürfen der Beschlusskammer 4  
der Bundesnetzagentur zur Festlegung von  
Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und  
Gasversorgungsnetzen für die dritte  
Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

Stuttgart 09. August 2016

---

Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

## Zusammenfassung

Aus Sicht der Netze BW haben die Beschlussentwürfe erhebliche Mängel. Dies betrifft die fehlende Berücksichtigung der deutschen Sondersituation angesichts der Energiewende und der noch nicht überwundenen Finanzkrise, den verordnungsrechtlich vorgeschriebenen internationalen Vergleich sowie die methodische Ermittlung des Wagniszuschlags als solchen. Des Weiteren nutzt die Bundesnetzagentur den ihr zugestandenen Ermessensspielraum bei der Ermittlung des Wagniszuschlags nicht. In Summe ergibt sich damit eine nicht angemessene Eigenkapitalverzinsung für die deutschen Netzbetreiber.

Die Netze BW hält daher Nachbesserungen für zwingend erforderlich. Dabei bietet die Methodik des CAPM bereits ausreichend Möglichkeiten, um innerhalb der Ermittlung des Wagniszuschlags die Kritikpunkte durch die folgenden Anpassungen angemessen zu berücksichtigen:

- Bereinigung des verwendeten DMS-Datensatzes zur Ermittlung der Marktrisikoprämie um nicht vergleichbare sowie nicht belastbare Daten der Länder Russland und China.
- Anwendung des arithmetischen Mittels zur Ermittlung der Marktrisikoprämie gemäß dem Vorsichtsprinzip.
- Modifizierte Berücksichtigung oder Herausnahme des belgischen Übertragungsnetzbetreiber Elia als Vergleichsunternehmen zur Ermittlung des Risikofaktors.

Mit diesen Anpassungen würde die Bundesnetzagentur ihren Ermessensspielraum angemessen nutzen und dadurch die Eigenkapitalverzinsung um mindestens einen Prozentpunkt erhöhen. Damit würde auch der langen Kapitalbindung der Netzwirtschaft ausreichend Rechnung getragen.

---

Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

## Einleitung

Die Beschlusskammer 4 der Bundesnetzagentur hat am 6. Juli 2016 unter den Aktenzeichen BK4-16-160 sowie BK4-16-161 je einen Beschlussentwurf für die Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- bzw. Gasversorgungsnetzen für die dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung nach § 29 Abs. 1 Energiewirtschaftsgesetz (EnWG) in Verbindung mit § 7 Abs. 6 Strom-/Gasnetzentgeltverordnung (Strom-/GasNEV) veröffentlicht.

Die beabsichtigten Beschlüsse betreffen alle Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen. Den betroffenen Marktteilnehmern wird seitens der Behörde die Gelegenheit gegeben, bis zum 10. August 2016 zu den Festlegungsentwürfen Stellung zu nehmen. Mit dem vorliegenden Schreiben nimmt die Netze BW GmbH (Netze BW) gesamthaft Stellung zu den beiden Beschlussentwürfen. Eine Differenzierung zwischen Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen wird nicht vorgenommen.<sup>1</sup>

Zur Ermittlung des Wagniszuschlags verwendet die Beschlusskammer 4, analog dem Vorgehen im Jahr 2011, den kapitalmarktorientierten Ansatz des Capital Asset Pricing Models (CAPM). Der Wagniszuschlag ergibt sich dabei als Produkt aus der Marktrisikoprämie und dem Risikofaktor  $\beta$ . Ein Energiewendezuschlag, wie dies in der Festlegung des Wagniszuschlags für die zweite Regulierungsperiode noch der Fall war, wird trotz vergleichbarer Marktsituation nicht berücksichtigt.

Als Datengrundlage zur Ermittlung der Marktrisikoprämie wird vom Gutachter der Beschlusskammer 4, wie bereits in der zweiten Regulierungsperiode, der Dimson/Marsh/Staunton (DMS)-Datensatz verwendet.<sup>2</sup> Allerdings gab es bei dieser Datengrundlage im Vergleich zur Festlegung aus dem Jahr 2011 erhebliche Anpassungen. So wurde der Datensatz um neue Länder, unter anderem China und Russland, erweitert. Zudem fand eine Nachjustierung der Gewichtung der jeweiligen Kapitalmärkte statt.<sup>3</sup> Der Risikofaktor für die Strom-/Gasnetzbetreiber wurde anhand von 14 internationalen Netzbetreibern berechnet. Auch hierbei wurde der Datensatz durch die Neuaufnahme von Netzbetreibern im Vergleich zur letzten Festlegung geändert.

---

<sup>1</sup> Im Weiteren wird nur noch von dem Beschlussentwurf gesprochen. Die Aussagen beziehen sich jedoch sowohl auf den Beschlussentwurf Strom (BK4-16-160) als auch auf den Beschlussentwurf Gas (BK4-16-161).

<sup>2</sup> Credit Suisse (2016): Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016

<sup>3</sup> Frontier Economics (2016): Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetzbetreiber, S. 18

---

**Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung**

Im Ergebnis sieht der Beschlussentwurf einen deutlichen Rückgang der Marktrisikoprämie von 4,55% auf 3,8% vor. Zusammen mit dem von 3,8% auf 2,49% erheblich gesunkenen risikolosen Basiszins gemäß § 7 Abs. 4 Strom-/GasNEV kommt es zu einer massiven Reduktion des Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen um rund 25% auf nun 6,91%.

Der Beschlussentwurf enthält nach Auffassung der Netze BW erhebliche Mängel. Dies betrifft die Berücksichtigung der deutschen Sondersituation angesichts der Energiewende und der noch nicht überwundenen Finanzkrise, den verordnungsrechtlich nach § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV vorgeschriebenen internationalen Vergleich sowie die methodische Ermittlung des Wagniszuschlags als solchen. Insbesondere nutzt die Bundesnetzagentur nicht den ihr zugestandenen Ermessenspielraum um diese Aspekte bei der Ermittlung des Wagniszuschlags angemessen zu berücksichtigen.

## Deutsche Sondersituation

### Energiewende

Die massive Reduktion des Eigenkapitalzinssatzes in Deutschland ist zu hinterfragen, da sich kein anderes Land so konsequent wie Deutschland der Energiewende verschrieben hat. Sämtliche Netzbetreiber unternehmen große Anstrengungen zur Integration der erneuerbaren Energien und zur Aufrechterhaltung der Versorgungssicherheit. Diese Situation bestätigen beispielsweise die vielfältigen Studien, welche sich mit dem Ausbau der Stromnetze beschäftigen.<sup>4</sup>

Angesichts dieser Herausforderungen hat die Bundesnetzagentur bei der letzten Eigenkapitalzinssatzfestlegung für die zweite Regulierungsperiode im Jahr 2011 einen Energiewendezuschlag berücksichtigt. Der Energiewendezuschlag wurde bei der Bestimmung des Wagniszuschlags angerechnet. Die Bundesnetzagentur hat dabei den ihr zugestandenen Ermessenspielraum genutzt und ihr Vorgehen wie folgt begründet:

*„Die aktuelle hohe Unsicherheit über die Verlagerung der Erzeugungsstrukturen sowie die tatsächlichen Auswirkung der Förderungen zusätzlicher Erzeugungen aus erneuerbaren Energien auf die zukünftige Infrastruktur lassen es nicht angezeigt scheinen, die aus dem CAPM ergebenden Werte ohne Berücksichtigung der deutschen Sondersituation zu übernehmen. Auch der erhebliche Kapitalbedarf in Zusammenhang mit dem anstehenden Netzausbau aufgrund des Atomausstiegs und der Energiewende lassen eine Absenkung des*

---

<sup>4</sup> Vgl. beispielsweise BMWi (2014): Verteilernetzstudie

---

Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

*Zuschlags zur Abdeckung netzbetreiberspezifischen unternehmerischen Wagnisses [...] als nicht sachgerecht erscheinen.*<sup>5</sup>

Diese Zustandsbeschreibung trifft heute nach wie vor zu. So wird das EEG stetig novelliert und die Netzausbauplanung muss infolgedessen laufend angepasst werden. Gleiches gilt auch für politische Entscheidungen, wie beispielsweise die Erdverkabelung von HGÜ-Leitung. Die Netzbetreiber sehen sich mit erheblichen regulatorischen und politischen Planungsunsicherheiten konfrontiert. Diese Risiken sind im Eigenkapitalzins adäquat zu berücksichtigen.

### Niedrigzinsphase

Darüber hinaus hat Europa nach wie vor weder die Bankenkrise noch die daran anschließende Finanz- und Eurokrise überwunden. Im Zuge dessen kam es zu einer Flucht in „sichere Häfen“, so auch in deutsche Staatsanleihen. Diese Entwicklung, in Kombination mit einer noch nie dagewesenen Politik des billigen Geldes durch die Europäische Zentralbank, führt in Deutschland zu historisch niedrigen Renditen bei den deutschen Staatsanleihen. Dies ist eine einmalige Situation auf dem nationalen Anleihemarkt, welche gemäß § 7 Abs. 5 Nr. 1 Strom-/GasNEV bei der Ermittlung des Wagniszuschlags berücksichtigt werden sollte.

Der Beschlussentwurf berücksichtigt diese außergewöhnliche Situation auf den Finanzmärkten bei der Ermittlung des Wagniszuschlags jedoch nicht. Die Ermittlung der Marktrisikoprämie erfolgt auf Basis des DMS-Datensatzes, indem die jährlichen Renditen eines Weltaktienportfolios ( $GMR_{Welt}$ ) von den jährlichen Renditen einer synthetischen Weltanleihe ( $i_{Welt}$ ), abgebildet durch einen weltweiten Anleiheindex, subtrahiert werden.<sup>6</sup> Das bedeutet, dass zur Berechnung der Marktrisikoprämie nicht der deutsche Zinssatz ( $i_{Deutschland}$ ) als risikoloser Zinssatz unterstellt wird, sondern ein Zinssatz auf Basis einer synthetischen Weltanleihe. Damit wird der Eigenkapitalzinssatz von der Bundesnetzagentur wie folgt berechnet:

$$EK - \text{Zinssatz} = i_{Deutschland} + \beta_{\text{Netzbetreiber}}(GMR_{Welt} - i_{Welt})$$

Folglich werden zwei unterschiedliche risikolose Zinssätze verwendet. Zum einen der risikolose Basiszins gemäß § 7 Abs. 4 Strom-/GasNEV auf Basis von Umlaufrenditen deutscher Wertpapiere und zum anderen die Rendite der synthetischen Weltanleihe zur Berechnung des Wagniszuschlags.

---

<sup>5</sup> Bundesnetzagentur (2011): BK-4-11-304 – Beschluss zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die zweite Regulierungsperiode

<sup>6</sup> Credit Suisse (2016): Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016, S. 61

---

**Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung**

Damit ergibt sich eine Inkonsistenz in der Ermittlung der Eigenkapitalverzinsung. Für den deutschen Anleger wird einerseits ein im internationalen Vergleich sehr niedrigerer Basiszins auf Basis deutscher Anleihen zugrunde gelegt und andererseits kommt nur eine niedrigere Marktrisikoprämie zum Tragen, da die Ermittlung auf Basis der synthetischen Weltanleihe erfolgt. Somit ergibt sich aus Sicht eines deutschen Anlegers durch die Verwendung einer synthetischen Weltanleihe statt deutscher Staatsanleihen eine Unterschätzung der Marktrisikoprämie. Die Verwendung deutscher Umlaufrenditen bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie würde dies verhindern.

Auch die Autoren des DMS-Datensatzes passen die Berechnungen für die Marktrisikoprämie eines global investierenden US-amerikanischen Anlegers an den US-amerikanischen Kapitalmarkt an. So wird die Marktrisikoprämie gegenüber kurzlaufenden Staatsanleihen nicht auf Basis einer synthetischen Weltanleihe berechnet, sondern die durchschnittliche jährliche Rendite der US-amerikanischen treasury bills zugrunde gelegt.<sup>7</sup>

Solch eine Anpassung erfolgt durch die Bundesnetzagentur nicht. Andere europäische Regulierungsbehörden, wie beispielsweise die der Schweiz, Großbritanniens oder Frankreichs, haben dagegen die Auswirkungen der Finanzkrise explizit bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze berücksichtigt.

Die Netze BW sieht es daher als zwingend erforderlich an die deutsche Sondersituation in der Eigenkapitalzinsfestlegung zu berücksichtigen. Dies ist bisher nicht der Fall.

## Internationaler Vergleich

Auch der internationale Vergleich zeigt, dass die Bundesnetzagentur ihren Ermessensspielraum angemessen nutzen sollte. Der von der Bundesnetzagentur vorgesehene Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen liegt, trotz beziehungsweise wegen der eben dargestellten einmaligen Situation der Netzbetreiber in Deutschland, mit 5,64% nach Steuern rund 1,5% und damit deutlich unter den letzten Eigenkapitalzinssatzfestlegungen europäischer Regulierungsbehörden für Energienetzbetreiber.<sup>8</sup> Laut Beschlussentwurf sieht die Bundesnetzagentur die Anforderung des § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV bereits durch die Anwendung des CAPM-Ansatzes als erfüllt an.<sup>9</sup> Diese Einschätzung teilt die Netze BW nicht. Der Wortlaut des § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV sieht eine Berücksichtigung der

---

<sup>7</sup> Credit Suisse (2016): Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016, S. 61

<sup>8</sup> NERA (2016): Stellungnahme zu den Beschlussentwürfen BK4-16-0160 und BK4-16-0161 der Bundesnetzagentur, S. 8

<sup>9</sup> Bundesnetzagentur (2016): Beschlussentwurf BK4-16-0160 und BK4-16-016, S. 20

---

**Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlusssentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung**

durchschnittlichen Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitäts- sowie Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten zur Ermittlung des Wagniszuschlags vor. Folglich ist die gesamte Verzinsung des Eigenkapitals relevant und nicht nur der Wagniszuschlag ausländischer Netzbetreiber. Genau dies erfolgt jedoch mit dem von der Bundesnetzagentur ausgewählten Verfahren. Es berücksichtigt nur das Produkt aus Marktrisikoprämie und Risikofaktor, ungeachtet des jeweiligen risikolosen Basiszinses.

Darüber hinaus handelt es sich bei den Daten des CAPM ausschließlich um historische Daten. Diese stellen jedoch nicht die heute aktuelle durchschnittliche Gesamtverzinsung dar. Hierzu gibt es andere Verfahren, wie beispielsweise den Total Market Return Ansatz. Da die Bundesnetzagentur sich jedoch auf das CAPM zur Ermittlung des Wagniszuschlags festgelegt hat, müssen nach unserer Einschätzung zwingend die aktuellen Eigenkapitalzinssätze ausländischer Regulierungsbehörden herangezogen werden. Diese sind die Basis für die zukünftige Eigenkapitalverzinsung von Netzbetreibern in ausländischen Märkten und daher der relevante Bewertungsmaßstab. Nur darüber kann ein sachgerechter internationaler Vergleich durchgeführt werden.

Zwar haben die Gutachter der Bundesnetzagentur einen internationalen Vergleich durchgeführt, dieser ist jedoch methodisch als Vergleichsmaßstab für die vorgesehene deutsche Eigenkapitalverzinsung von 6,91% unbrauchbar. Zum einen findet bei dem Gutachten der Bundesnetzagentur keine Korrektur für die unterschiedliche Kapitalstruktur statt, zum anderen handelt es sich um eine unvollständige und verzerrte Länderauswahl. So weist die Länderauswahl von Frontier Economics eine starke Dominanz von nicht mit dem deutschen Regulierungssystem vergleichbaren Ländern wie den Niederlanden oder Belgien auf.

## **Ermessensspielraum der Bundesnetzagentur**

Die Netze BW sieht die Bundesnetzagentur bei der Festlegung der Eigenkapitalverzinsung in besonderer Verantwortung. Insbesondere aufgrund der Rechtsprechung verfügt die Bundesnetzagentur bei dieser Festlegung über einen relevanten Ermessensspielraum. Die Netze BW ist der Auffassung, dass die Bundesnetzagentur dieser Verantwortung angesichts der dargestellten einmaligen Situation in Deutschland mit dem vorgelegten Festlegungsentwurf nicht gerecht wird. So nutzt die Beschlusskammer 4 ihren Ermessensspielraum, durch die gleichzeitige Senkung des risikolosen Basiszinssatzes als auch des Wagniszuschlags, einseitig, um den Eigenkapitalzinssatz in sachlich und ökonomisch ungerechtfertigter Weise abzusenken. Dies steht außerdem im Widerspruch zur Einschätzung der eigenen Gutachter der Behörde. Frontier Economics weist explizit auf die Bedeutung und die Möglichkeit zur Nutzung des Ermessensspielraums hin:

---

Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

*„Da Regulatoren bei der Festlegung der Marktrisikoprämie Annahmen hinsichtlich eines nicht beobachtbaren Parameters für die Zukunft treffen müssen und auf Basis des Ansatzes historischer Durchschnitte ein gewisser Bereich der Unsicherheit verbleibt, bleibt somit letztlich ein Ermessensspielraum, der jeweils im nationalen regulierungspolitischen Kontext interpretiert werden muss“.<sup>10</sup>*

Die notwendige Deutung und Auslegung des nationalen regulierungspolitischen Kontexts wird jedoch von der Bundesnetzagentur gerade nicht vorgenommen. Wie dargelegt, sieht die Netze BW eine ökonomische Notwendigkeit diesen Ermessensspielraum der Bundesnetzagentur analog dem Vorgehen in 2011 zu nutzen, um angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Marktrenditen für die Netzbetreiber im Sinne des § 21 Abs. 2 EnWG zu ermöglichen.

## Ermittlung des Wagniszuschlags zu hinterfragen

### Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie wird von den Gutachtern der Bundesnetzagentur auf Basis des DMS-Datensatzes berechnet. Die durch die Aufnahme von China und Russland vorgenommene Anpassung am Datensatz sieht die Netze BW aufgrund der mangelnden Vergleichbarkeit mit einem entwickelten deutschen Kapitalmarkt sehr kritisch. Denn aus § 7 Abs. 5 Nr. 1 Strom-/GasNEV ergibt sich nach Einschätzung der Netze BW, dass die Berücksichtigung der internationalen Kapitalmärkte in einem Gleichklang mit den Heimatländern der betrachteten Netzbetreiber erfolgen soll. Anders ausgedrückt, der Länderdatensatz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie und die Heimatländer der Netzbetreiber, welche zur Ermittlung des Risikofaktors herangezogen werden, sollten eine große Deckungsgleichheit aufweisen bzw. vergleichbar sein. Diese Bedingung erfüllen die meisten im DMS-Datensatz enthaltenen Länder, China und Russland jedoch nicht.

Darüber hinaus gibt es auch berechtigte Zweifel, ob die Datenqualität der historischen Renditen aller Länder im DMS-Datensatz ausreichend ist. Die Beschlusskammer 4 hinterfragt die Datenqualität jedoch nicht. Im Gegensatz dazu prüft der Gutachter der Beschlusskammer 3, die für Regulierung der Telekommunikations-Vorleistungsmärkte im Festnetz und Mobilfunk zuständig ist, dies explizit. Diese Abweichung ist bemerkenswert, da die Beschlusskammer 3 den Eigenkapitalzinssatz für Telekommunikationsprodukte festlegt und

---

<sup>10</sup> Frontier Economics (2016): Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetzbetreiber, S. 21f.

---

**Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung**

sie zur Bestimmung des Wagniszuschlags ebenfalls das CAPM verwendet. Der Gutachter der Beschlusskammer 3 kommt bei der Bewertung des DMS-Datensatzes zu folgendem Ergebnis:

*„Zwar muss nicht jede Verwendung eines historischen Indexes zu einer Verzerrung der durchschnittlichen Aktienrendite bzw. die Risikoprämie nach unten führen. [...] Aus diesem Grund rate ich stark davon ab, in den nächsten Jahren die Daten von Dimson/Marsh/Staunton [...] zu verwenden.“<sup>11</sup>*

Die Beschlusskammer 3 der Bundesnetzagentur (BK 3c-16/005) hat sich der Einschätzung des Gutachters angeschlossen und verwendet den DMS-Datensatz nicht. Stattdessen wird die Marktrisikoprämie auf Basis eines Datensatzes aus den US-amerikanischen, britischen und deutschen Daten festgelegt. Die festgelegte Marktrisikoprämie liegt bei 4,73%, also fast 1% über der beabsichtigten Marktrisikoprämie der Beschlusskammer 4 für die Energieversorgungsnetze. Die Marktrisikoprämie im CAPM, also der Aufschlag den ein Anleger für Investitionen in ein vollständig diversifiziertes Portfolio gegenüber einer risikolosen Anlage verlangt, ist vollkommen unabhängig vom einzelnen Unternehmen oder von der Branche als solche. Der unternehmens- oder sektorspezifische Wagniszuschlag eines Unternehmens oder einer Branche ergibt sich erst durch die Multiplikation der Marktrisikoprämie mit dem Risikofaktor.

Angesichts der durch die Beschlusskammer 3 ermittelten, deutlich höheren, Marktrisikoprämie, sieht die Netze BW eine deutliche Unterschätzung der Marktrisikoprämie durch die Beschlusskammer 4.

Neben dieser inhaltlichen Kritik an der Datengrundlage sehen wir, wie bereits erläutert, auch Mängel an der Auslegung des Ermessensspielraums bei der Festlegung der Marktrisikoprämie. Die Beschlusskammer hält am Durchschnitt aus arithmetischem und geometrischem Mittel fest, ohne die vom eigenen Gutachter ausdrücklich erwähnte Interpretation dieser beiden Werte im nationalen regulierungspolitischen Kontext durchzuführen.

Im Gegensatz dazu hat beispielsweise E-Control in den österreichischen Festlegungen für die aktuellen Regulierungsperioden im Strom und Gas diese Interpretation vorgenommen. Die Behörde hat sich aufgrund des Vorsichtsprinzips dieser Zukunftsprognose dabei explizit am arithmetischen Mittel orientiert.<sup>12</sup> Diese Auslegung ist nach unserer Überzeugung auch für Deutschland, insbesondere im Hinblick auf die weiterhin vorhandene energiewendebedingte

---

<sup>11</sup> Stehle, Richard (2016): Wissenschaftliches Gutachten zur Schätzung der Marktrisikoprämie (Equity risk premium) im Rahmen der Entgeltregulierung, S. 37

<sup>12</sup> E-Control (2012): Regulierungssystematik für die zweite Regulierungsperiode Gas – 1.1.2013 – 31.12.2017, S. 29

---

Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

Sondersituation, unabdingbar. Dies würde c.p. zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um 0,6% führen.

### Risikofaktor

Im Vergleich zur letzten Festlegung wurde der Datensatz zur Berechnung des Risikofaktors von den Gutachtern um fünf Unternehmen erweitert. Kritisch bewertet die Netze BW hierbei insbesondere die unreflektierte Aufnahme von Elia System Operator, dem belgischen Übertragungsnetzbetreiber. Korrekterweise verweisen die Gutachter der Bundesnetzagentur darauf, dass Elia an 50 Hertz Transmission mehrheitlich beteiligt ist und damit deren Aktienkursentwicklung auch von der deutschen Regulierung beeinflusst wird. Allerdings wird nicht dargestellt, dass mit 56 % nur rund die Hälfte des IFRS-Ergebnisses aus den Aktivitäten in Deutschland stammt.<sup>13</sup> Somit gilt für die andere Hälfte nach wie vor die Aussage der Gutachter der Bundesnetzagentur aus 2011:

*„Der Finanzmarkt bewertet Elia daher wie eine indexierte Anleihe, wodurch der niedrige Beta-Faktor erklärt wird [...] Elia ist daher als Referenz zur Bestimmung marktüblicher Kapitalkosten nicht geeignet, und wird daher in der engeren Stichprobe nicht weiter herangezogen“.*<sup>14</sup>

Aufgrund der belgischen Unternehmensaktivitäten fällt der für Elia berechnete Betafaktor niedriger aus als es für einen deutschen Netzbetreiber der Fall wäre. Hierfür verantwortlich ist das belgische Regulierungssystem, welches auf die Sicherstellung niedriger Kapitalkosten ausgelegt ist. Deswegen sieht es die Netze BW als geboten an, Elia aus dem Netzbetreiberdatensatz zu streichen oder alternativ den Betafaktor von Elia zu korrigieren.

Mit Blick auf weitere Risiken kann die Beschlusskammer 4 laut Beschlussentwurf keine zu berücksichtigenden Risiken feststellen, auch nicht für das regulatorische Risiko.<sup>15</sup> Dabei hat die Beschlusskammer die Auswirkungen aus der novellierten Anreizregulierungsverordnung nicht geprüft. Mit der aktuellen Reform hat sich das regulatorische Risiko für deutsche Verteilnetzbetreiber nachhaltig erhöht. So werden mit der Novelle die Investitionen der Jahre 2007 – 2016 substantiell entwertet und es entsteht ein nachhaltiger Vertrauensverlust.

Die Bundesnetzagentur selbst hat in ihrem Evaluierungsbericht zur Anreizregulierung deutlich gemacht, dass ein verlässlicher Regulierungsrahmen dazu beiträgt, die Kapitalkosten niedrig zu halten.

---

<sup>13</sup> Elia (2016): Annual Report 2015, S. 69

<sup>14</sup> Frontier Economics (2011): Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung des Zuschlages zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse im Bereich Gas, S. 46

<sup>15</sup> Bundesnetzagentur (2016): Beschlussentwurf BK4-16-0160 und BK4-16-016, S. 24

---

Stellungnahme der Netze BW GmbH zu den Beschlussentwürfen der  
Beschlusskammer 4 zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und  
Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die  
dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

*„Aus den Befunden lassen sich generelle Empfehlungen für die Vorgehensweise bei Änderungen am Regulierungsrahmen ableiten. Bei solchen Änderungen sollte stets berücksichtigt werden, dass die Stabilität des Regulierungsrahmens einen Wert an sich darstellt, da sie hilft, die Kapitalkosten zu senken. [...] Rückwirkende Änderungen, welche Eingriffe in Vermögenspositionen der Netzbetreiber bedeuten würden, sollten nach Möglichkeit ganz unterbleiben.“<sup>16</sup>*

Mit dem nachträglichen Eingriff in die getätigten Investitionen der Jahre 2007 - 2016 ist exakt das Gegenteil passiert. Die gerade erfolgte Novellierung der Anreizregulierungsverordnung zeigt, dass Netzbetreiber einem regulatorischen Risiko unterliegen, dies ist nach Auffassung der Netze BW ebenfalls beim Wagniszuschlag zu berücksichtigen.

---

<sup>16</sup> Bundesnetzagentur (2015): Evaluierungsbericht nach § 33 Anreizregulierungsverordnung, S. 310