

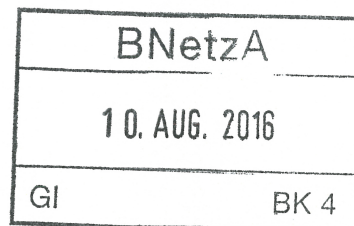
Vers.W. Heddesheim GmbH & Co. KG • Dorfplatz 2 • D-68542 Heddesheim

Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas,  
Telekommunikation, Post und Eisenbahnen  
Beschlusskammer 4  
Stichwort: „Zinssatz Strom“  
Tulpenfeld 4  
53113 Bonn

Per E-Mail: [zinssatzstrom@bnetza.de](mailto:zinssatzstrom@bnetza.de)

**Konsultation Zinssatz Strom**  
**Ihr Az.: BK4-16-160**

Name Dr. Ralph Franke  
Telefon 06204/989-100  
Fax 06204/989-251  
eMail [geschaeftsleitung@stadtwerke-viernheim.de](mailto:geschaeftsleitung@stadtwerke-viernheim.de)  
Datum 08.08.2016



Sehr geehrte Damen und Herren,

mit Veröffentlichung in Ihrem Amtsblatt vom 13.07.2016 (13/2016) haben Sie ein Verfahren zur Festlegung der im Verlauf der dritten Regulierungsperiode geltenden Eigenkapitalzinssätze im Sinne des § 7 Abs. 4 StromNEV eingeleitet. Nachfolgend möchten wir zu dem hierfür von Ihnen veröffentlichten Beschlussentwurf Stellung nehmen. Dabei müssen wir vorab darauf hinweisen, dass wir die von Ihnen eingeräumte Frist für die Einreichung einer Stellungnahme als nicht hinreichend erachten. In dem zur Verfügung stehenden Zeitraum von vier Wochen war es uns nicht möglich, die von Ihnen im Beschlussentwurf erläuterte Methodik der Zinssatzermittlung sowie das von Ihnen eingeholte Gutachten zur Bestimmung des Wagniszuschlages abschließend zu bewerten. Unsere Stellungnahme beschränkt sich daher auf die wesentlichen Kritikpunkte, die für uns innerhalb der zur Verfügung stehenden Zeit festgestellt werden konnten.

Die von Ihnen beabsichtigte Entscheidung stellt sich für uns demnach insbesondere aus folgenden Gesichtspunkten als **ungenügend und lückenhaft** dar, um die in § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG **gesetzlich garantierte angemessene Verzinsung** des für den Netzbetrieb eingesetzten Kapitals im Verlauf der dritten Regulierungsperiode **zu gewährleisten**:

#### **I. Fehlende Berücksichtigung der Anforderungen der Energiewende**

In dem Beschlussentwurf (Seite 7 ff.) wird zur Bestimmung des gemäß § 7 Abs. 5 StromNEV zu ermittelnden Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse auf die Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwiesen. Nach Ihrer Auffassung werde mit diesem Modell sichergestellt, dass die Verhältnisse auf den internationalen und nationalen Kapi-

talmärkten und die Bewertung von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf diesen Märkten hinreichend berücksichtigt werden. Auf Seite 7 des Beschlussentwurfs heißt es hierzu:

*„Weiterhin wurde auch für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste und zweite Regulierungsperiode in Deutschland (BK4-08-068 bzw. BK4-11-304) das CAPM angewandt.“*

Diese Aussage erachten wir als nicht zutreffend.

In der Entscheidung zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze der zweiten Regulierungsperiode (Beschluss vom 31.10.2011, Az. BK4-11-304, dort Seite 7) haben Sie ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die festgelegten Zinssätze gerade nicht auf der Anwendung des CAPM beruhen:

*„Unabhängig davon sieht die Beschlusskammer nach Auswertung der eingegangenen Stellungnahmen es als sachgerecht an, vom CAPM-Ansatz abzuweichen.“*

Wie der Entscheidung aus dem Jahr 2011 weiter zu entnehmen ist, hat Ihre Behörde seinerzeit die Anwendung des CAPM insbesondere deshalb als ungeeignet eingestuft, weil der hiermit ermittelte Wagniszuschlag allein auf die Kapitalmarktdaten ausländischer Netzbetreiber zurückgeht. Auf Seite 8 des Beschlusses vom 31.10.2011 wird hierzu ausgeführt:

*„Aufgrund der momentanen energiepolitischen Sondersituation in Deutschland (sog. Energiewende) geht die Beschlusskammer allerdings davon aus, dass das Wagnis deutscher Netzbetreiber nicht allein durch die Heranziehung ausländischer Netzbetreiber, wie sie methodenkonsistent im Rahmen des CAPM durchgeführt wurde, vollständig abgebildet werden kann.“*

Festzuhalten ist demnach, dass das von Ihnen im vorliegenden Beschlussentwurf angeführte CAPM bei der Bestimmung der Eigenkapitalzinssätze der zweiten Regulierungsperiode **nicht** angewendet worden ist und dass die Abweichung vom CAPM im Wesentlichen mit einer durch die Energiewende verbundenen Sondersituation in Deutschland begründet wurde.

**Daher ist es aus unserer Sicht fehlerhaft, wenn diese Aspekte bei der Bestimmung des Wagniszuschlags für die anstehende Regulierungsperiode nicht berücksichtigt werden.**

Denn die von Ihnen in der Entscheidung über die Eigenkapitalzinssätze der zweiten Regulierungsperiode beschriebenen Anforderungen an die Netzwirtschaft durch die Energiewende sind auch heute noch in gleicher Weise – wenn nicht sogar verstärkt – vorhanden.

Kernstück der Energiewende ist die Erhöhung des Anteils von erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch. Das Ziel liegt hier bei mind. 80 % im Jahr 2050. Nach dem vom Bundesministerium für Wirtschaft und Energie veröffentlichten Monitoringbericht lag dieser Anteil im Jahr 2014 bei 27,4 %. Grundlage einer effizienten Nutzung des somit weiter deutlich wachsenden Energieanteils aus erneuerbaren Energien stellt die für die Aufnahme und den Transport der erneuerbaren Energien *erforderliche Netzinfrastruktur* dar. Nach den uns vorliegenden Informationen müssen bis 2030 Stromnetze in einer Größenordnung von 135.000 km bis zu 193.000 km ausgebaut und auf einer Länge von 21.000 bis zu 25.000 km umgebaut werden, was zu einer erheblichen Belastung für die Verteilernetzbetreiber führt. Auch die Entwicklung intelligenter Netze, sog. Smart Grids, befindet sich aktuell lediglich in der „Modellphase“. Wir verweisen hierzu auf das erst im Jahr 2015 vom Bundeswirtschaftsministerium gestartete Förderprogramm „Schaufenster intelligente Energie - Digitale Agenda für die Energiewende“ (SINTEG), mit dem ein *erster Anreiz* für die Entwicklung intelligenter Netze in Modellregionen gegeben werden soll.

Es wird somit erkennbar, dass für die Umsetzung der Energiewende seitens der Verteilernetzbetreiber erhebliche Investitionen erforderlich werden bzw. erhebliche Risiken hieraus resultieren. Diese anstehenden Investitionen werden aber nur dann rechtzeitig und von der Höhe her angemessen durchgeführt, wenn entsprechende Anreize, insbesondere in Form von risikoadäquaten Eigenkapitalrenditen, geschaffen werden. Daher sind angemessene kalkulatorische Eigenkapitalzinssätze für die Finanzierung der Energiewende unerlässlich.

Bei der von Ihnen beabsichtigten Entscheidung über die im Verlauf der dritten Regulierungsperiode geltenden Eigenkapitalzinssätze werden die dargestellten Aspekte nicht berücksichtigt. Damit führt Ihr Vorgehen nach unserer Überzeugung nicht zu einem angemessenen Wagniszuschlag im Sinne des § 7 Abs. 5 StromNEV.

## **II. Ermittlung des Wagniszuschlags anhand internationaler Kapitalmarktdaten**

Die in dem Beschlussentwurf dargestellte Bestimmung des Wagniszuschlags bewerten wir darüber hinaus auch mit Blick auf die Situation auf den Kapitalmärkten als nicht sachgerecht und damit unzulässig.

Die Ermittlung der Marktrisikoprämie und des Beta-Faktors soll nach dem Beschlussentwurf auf Basis einer weltweiten Datengrundlage durchgeführt werden. Dieser weltweite Ansatz in Bezug auf den Wagniszuschlag nach § 7 Abs. 5 StromNEV weicht in Bezug auf die geographische Perspektive von der Methode zur Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes ab. Dieser ergibt sich gemäß § 7 Abs. 4 StromNEV auf Basis des auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezoge-

nen Durchschnittes der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer (und somit deutscher) Emittenten. Richtig ist, dass der Wagniszuschlag gemäß § 7 Abs. 5 Nr. 1 StromNEV u.a. unter Berücksichtigung der „*Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten*“ zu ermitteln ist. Hieraus kann aber nicht geschlossen werden, dass die Marktrisikoprämie oder der Risikofaktor zwingend auf der Grundlage internationaler – oder gar weltweiter – Kapitalmarktdaten zu erfolgen hätte. Die von Ihnen bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze der ersten Regulierungsperiode zugrunde gelegte Vorgehensweise hat das OLG Schleswig in seiner Entscheidung vom 01.10.2009 (Az. 16 Kart 2/09) vielmehr nur deshalb als zulässig eingestuft, weil nicht dargelegt worden ist, dass sich die internationalen Finanzmarktdaten von den europäischen signifikant unterscheiden.

Zudem ist Ihr Verweis auf die Rechtsprechung des OLG Düsseldorf und des BGH nicht weiterführend. Zwar bestätigten die genannten Entscheidungen die Ermittlung der Marktrisikoprämie in der Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für die erste Regulierungsperiode anhand eines weltweiten Referenzmarktes. Die genannten Entscheidungen hatten aber – und das ist ein wesentlicher Unterschied – lediglich die Sach- und Rechtslage im Jahr 2008 zum Gegenstand und sind insoweit als Einzelfallentscheidungen auf den zugrunde liegenden Sachverhalt anzusehen. Ihre Verweise auf diese Rechtsprechung können somit in der Sache nicht überzeugen.

Aus der vorliegenden Rechtsprechung lässt sich nach unserer Auffassung vielmehr ableiten, dass bei der Bestimmung des Wagniszuschlags im Sinne des § 7 Abs. 5 StromNEV eine Untersuchung der internationalen und der nationalen Kapitalmarktdaten vorzunehmen ist. Bei dieser Untersuchung ist dann festzustellen, welche Daten am besten geeignet sind, einen angemessenen Wagniszuschlag zu bestimmen sowie der Zielsetzung des § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG zu dienen. Anhand der uns vorliegenden Informationen gehen wir davon aus, dass die von Ihnen angekündigte Verwendung eines weltweiten Referenzmarktes zur Ermittlung des Wagniszuschlags diesen Anforderungen nicht gerecht wird.

In diesem Sinne ist zwar festzustellen, dass sich die in Ihrem Beschluss vom 31.10.2011 auf Seite 7 beschriebene „*außergewöhnliche Situation*“ an den Kapitalmärkten insoweit beruhigt hat, als die großen Volatilitäten der Aktienkurse, wie z. B. noch zu Beginn der Finanzkrise in 2007 und 2008, nicht mehr in dem Maße bestehen. Nach unserer Auffassung kann dennoch nach wie vor nicht von einer Normalisierung im Hinblick auf die Verhältnisse vor der Finanz- und Schuldenkrise die Rede sein. In einem aktuell von dem Europäischen Verband der unabhängigen Gas- und Stromverteilungsunternehmen GEODE in Auftrag gegebenen und veröffentlichten Gutachten wurde hierzu festgestellt, dass seit 2012 eine Abkoppelung des deutschen Zinsniveaus vom weltweiten Zinsniveau zu beobachten ist, welche maßgeblich durch die Entwicklung in den USA und Großbri-

tannien geprägt wird. Nach den Untersuchungen der von der GEODE beauftragten Gutachter kommt es seit 2012 durch die europäische Schuldenkrise zu einer erheblichen Divergenz zwischen weltweitem und deutschem Zinsniveau (vgl. Seite 27 ff. des Gutachtens „Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze nach § 7 Abs. 4 StromNEV/GasNEV“ vom 18.05.2016, veröffentlicht auf <http://www.geode-eu.org/german-section/>).

Auf der Grundlage dieser Feststellungen kommen die Gutachter zu dem Schluss, dass ausschließlich die Verwendung einer nationalen Perspektive bei der Ermittlung des Wagniszuschlages in der Lage ist, den nachgewiesenen Strukturbruch angemessen zu berücksichtigen. Für den Ansatz einer deutschen Perspektive spricht im Übrigen auch die zuvor beschriebene Sondersituation, da nur dadurch die speziell in Deutschland aufgrund der Energiewende bestehenden Risiken angemessen gewürdigt werden können.

Zweifel an der Angemessenheit des von Ihnen beabsichtigten methodischen Vorgehens zur Ermittlung der Marktrisikoprämie ergeben sich nach dem von der GEODE eingeholten Gutachten darüber hinaus auch mit Blick auf das bereits seit längerer Zeit andauernde niedrige Zinsniveau in Deutschland und der Eurozone. Die nach dem Beschlussentwurf vorgesehene Verwendung eines sehr langfristigen historischen Durchschnittes würde insoweit zu dem für uns nicht nachvollziehbarem Ergebnis führen, dass sich die Marktrisikoprämie trotz des gesunkenen risikolosen Basiszinssatzes im Vergleich zur zweiten Regulierungsperiode weiter reduzieren würde. Vor dem Hintergrund der besonderen Situation sowohl in der deutschen Energiewirtschaft als auch auf den internationalen Finanzmärkten hegen wir daher erhebliche Zweifel an der Annahme, dass langfristige, historische Zeitreihen momentan geeignet sein können, den festgestellten Strukturbruch bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie abbilden zu können. Interessanterweise spricht sich auch ein von Ihrer Behörde beauftragter Gutachter in einem Gutachten für den Telekommunikationsbereich zur Marktrisikoprämie gegen die Verwendung eines langfristigen historischen Durchschnitts auf Basis weltweiter Daten aus und ermittelt für das Jahr 2016 eine höhere Marktrisikoprämie. Wir sind daher der Auffassung, dass die Notwendigkeit besteht, alternative Methoden, etwa die implizite Marktrisikoprämie, für die Abschätzung einer zukünftigen Marktrisikoprämie zu berücksichtigen.

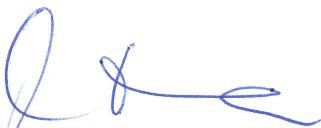
### **III. Fazit**

Bei der von Ihnen beabsichtigten Entscheidung über die im Verlauf der dritten Regulierungsperiode geltenden Eigenkapitalzinssätze werden sowohl die sehr bedeutsamen Auswirkungen der Energiewende als auch die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten nicht berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund ist eine Anpassung der von Ihnen angekündigten methodischen Ansätze des CAPM uner-

lässlich, weil es anderenfalls nicht zu der in § 21 Abs. 2 EnWG garantierten angemessenen Verzinsung des für den Netzbetrieb eingesetzten Kapitals kommen würde.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen  
VersorgungsWerke Heddesheim GmbH & Co. KG



Dr. Ralph Franke  
Geschäftsführer