



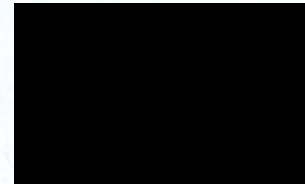
**Stadtwerke  
Aalen**

**Für Sie  
am Werk.**

**Energie  
Bäder & Freizeit  
Wasser  
Dienstleistungen  
Digital**

Stadtwerke Aalen GmbH | Postfach 17 67 | 73407 Aalen

Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas,  
Telekommunikation, Post und Eisenbahnen  
Beschlusskammer 4  
Postfach 8001  
53113 Bonn



25.08.2021

**Stellungnahme Konsultationsentwurf der BNetzA zur Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes  
Strom in der 4. Regulierungsperiode (Az. BK4-21-055)**

Sehr geehrte Damen und Herren,

in der im Betreff genannten Angelegenheit nehmen wir Bezug auf die von Ihnen veröffentlichten Unterlagen, insbesondere den Entwurf eines Beschlusses zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze der vierten Regulierungsperiode. Mit diesem Schreiben nehmen wir zu der von Ihnen in dem Verfahren beabsichtigten Entscheidung Stellung.

**I. Vorbemerkung**

Wir sehen es als geboten an, vorab auf die besondere Bedeutung des von Ihnen eingeleiteten Verfahrens hinzuweisen.

Die Höhe der von Ihrer Behörde für die Dauer der vierten Regulierungsperiode festzulegenden Eigenkapitalzinssätze wird in wesentlicher Weise dafür maßgeblich sein, ob sich Kapitalgeber auch zukünftig in dem erforderlichen Umfang dazu entscheiden werden, die in die Netzinfrastruktur notwendigen Investitionen durch Eigenkapital zu finanzieren. Diese Frage wird gerade in der näheren Zukunft weiter an Brisanz zunehmen, da die Energieversorgungssysteme angesichts der zwingend zu erreichenden Klimaschutzziele vor einem grundlegenden Umbau und damit einhergehend vor einem erheblichen Investitionsbedarf stehen.

Vor diesem Hintergrund sind vor einer näheren Auseinandersetzung mit der von Ihnen angekündigten Entscheidung zwei Aspekte festzuhalten:

Vorsitzender des Aufsichtsrates:  
Oberbürgermeister Thilo Rentschler  
Geschäftsführer: Christoph Trautmann

Sitz der Gesellschaft: Aalen  
Registergericht: Amtsgericht Ulm  
Registernummer: HRB 501411

Stadtwerke Aalen GmbH  
Im Hasennest 9  
73433 Aalen

Tel. 07361 952-0  
info@sw-aalen.de  
www.sw-aalen.de



GWS 1000 Technisches  
Sicherheitsmanagement



Als sehr bedenklich bewerten wir zunächst die sich gemäß dem vorliegenden Beschlussentwurf ergebende – erhebliche – Absenkung der Eigenkapitalzinssätze gegenüber dem aktuell geltenden Zinsniveau. Für uns ist nicht erkennbar, warum es zur Erfüllung der gesetzlich in § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG vorgesehenen Anforderungen gerechtfertigt sein könnte, aktuell eine – gegenüber den Vorperioden weitere – drastische Reduzierung der Eigenkapitalzinssätze vorzunehmen und damit eine Verschlechterung der Investitionsbedingungen herbeizuführen. Insbesondere sind für uns keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass sich die Renditeerwartungen der Investoren im Zeitraum seit der letztmaligen Zinssatzfestlegung (2016) wesentlich verändert hätten.

Die von Ihnen vorgesehene Entscheidung beruht daher nach unserer Überzeugung zu weitgehend auf einer rein methodischen Betrachtung der sich anhand historischer Daten ergebenden Werte, ohne dabei die erforderliche übergeordnete und perspektivische Einordnung der sich ergebenden Zinssätze vorzunehmen:

*„Die in § 21 Abs. 2 EnWG normierte Vorgabe einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung kann nicht allein durch die Ermittlung von Marktgegebenheiten oder sonstigen Tatsachen erfüllt werden. Sie erfordert eine Gesamtbetrachtung, in die wertende Elemente einzufließen haben und die nicht nur Gegebenheiten in der Vergangenheit, sondern den zukünftigen Anforderungen an den Betrieb von Netzen Rechnung zu tragen hat. Diese Bewertung hat der Gesetzgeber der Regulierungsbehörde übertragen.“* (Bundesgerichtshof, Beschluss vom 27.01.2015, Az. EnVR 39/13, Rn. 20).

Eine in diesem Sinne vorzunehmende Gesamtbetrachtung der festzulegenden Zinssätze ist dem von Ihnen veröffentlichten Beschlussentwurf nicht zu entnehmen.

Gleichzeitig ist grundsätzlich positiv hervorzuheben, dass in Ihrem Beschlussentwurf eine notwendige Anpassung des allein aus Vergangenheitswerten abgeleiteten Wagniszuschlags gemäß den Feststellungen der hierzu von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter diskutiert wird. Die hierzu von Ihnen eingeholten gutachterlichen Feststellungen führen nach unserer Bewertung zwingend dazu, dass eine Anpassung des Wagniszuschlags bzw. der von Ihnen als „Mindestbeträge“ genannten Zinssätze vorzunehmen ist. Auch ungeachtet der im Detail gegen die aus Sicht der beauftragten Gutachter gebotenen Anpassungen anzuführenden Kritik müssen wir bereits jetzt darauf hinweisen, dass die sich hiernach ergebende Anpassung keinesfalls als Ersatz der gemäß der zitierten höchstrichterlichen Rechtsprechung vorzunehmenden Gesamtbetrachtung der festzulegenden Zinssätze angesehen werden kann.

Neben diesen grundsätzlichen Erwägungen bitten wir Sie, die folgenden Punkte bei der zu treffenden Entscheidung über die Eigenkapitalzinssätze der vierten Regulierungsperiode zu berücksichtigen.

## II. Wagniszuschlag im Sinne des § 7 Abs. 5 StromNEV

Für die von Ihrer Behörde für Alt- und Neuanlagen festzulegenden Eigenkapitalzinssätze sieht § 7 Abs. 4 StromNEV vor, dass diese anhand des von § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV vorgegebenen risikolosen Basiszinssatzes „zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach Absatz 5“ zu ermitteln sind.

Die in dem Beschlussentwurf beschriebene Vorgehensweise zur Ermittlung des hiernach einzubeziehenden Wagniszuschlags ist unter folgenden Aspekten zu kritisieren:

### 1. Voraussetzungen für die Anwendung des CAPM

Die Ermittlung des Wagniszuschlags soll nach dem von Ihnen angekündigten Vorgehen anhand des Capital Asset Pricing Models (CAPM) erfolgen (Beschlussentwurf, Seite 8 ff.). Zutreffend wird hierzu von Ihnen ausgeführt, dass es sich bei dem CAPM um ein „statistisches Modell“ handelt, dem verschiedene „modell-theoretische Annahmen“ zugrunde liegen, „die seine Anwendung erst ermöglichen“ (Beschlussentwurf, Seite 10). Als eine der „zentralen Annahmen“ wird insoweit der folgende Umstand von Ihnen angeführt:

*„Es existiert eine risikolose Kapitalanlage- und Kreditaufnahmemöglichkeit. Investoren können zu dem Zinssatz der risikolosen Kapitalanlage unbeschränkt Kapitalerträge anlegen und aufnehmen.“* (Beschlussentwurf, Seite 10).

Nach unserer Auffassung ist diese – der Anwendung des CAPM zugrunde liegende – Prämisse im aktuell bestehenden Zinsumfeld nicht aufrechtzuhalten. Vielmehr ist zu berücksichtigen, dass Investoren derzeit rein tatsächlich nicht in der Lage sind, sich zu dem risikofreien Zinssatz zu verschulden.

In einer hierzu im Jahr 2018 veröffentlichten Untersuchung heißt es:

*„Unser Befund ist vielmehr, dass eine risikofreie Kreditaufnahme für Kapitalmarktteilnehmer nicht möglich ist und dass tatsächliche Kreditaufnahmen von Kapitalmarktteilnehmern zu höheren Zinsen erfolgen als die Rendite von Staatsanleihen.“* (Castedello, Jonas, Schieszl, Lenckner, *Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld*, WPg 13.2018, Seite 806, 822).

Die die Anwendung des CAPM voraussetzende Annahme einer Verschuldung der Investoren zum risikolosen Zinssatz ist daher mit den aktuellen Gegebenheiten am Kapitalmarkt nicht vereinbar.

Wir gehen davon aus, dass die hieraus folgenden Auswirkungen sowie eine entsprechende Anpassung des Modells untersucht werden müssen. Namentlich muss den tatsächlichen

Finanzierungskosten von Investoren nachgegangen werden, um hieraus ableiten zu können, ob Anhaltspunkte vorliegen, die eine Anpassung des Wagniszuschlags erfordern. Hierbei darf unseres Erachtens der Fokus nicht lediglich auf institutionellen Investoren, d. h. Investoren mit dem besten Bonitätsprofil, liegen. Das CAPM gibt hierzu keine konkrete Investorenperspektive vor, weshalb ein für den Anwendungsfall repräsentativer Investor als Vergleich gewählt werden sollte.

Als nicht hinreichend erachten wir in diesem Kontext die zu dieser Problematik in dem von Ihnen eingeholten Gutachten der Frontier Economics Ltd. (nachfolgend: Frontier-Gutachten) angeführten Erwägungen (Frontier-Gutachten, Seite 14 ff.). Die von Ihnen beauftragten Gutachter unterstellen insoweit nur geringe Unterschiede bei den Anlage- und Kreditzinssätzen institutioneller Investoren, ohne hierfür relevante Belege zu benennen. Das potenzielle Ausmaß dieses Tatsachenbefundes und seiner Auswirkungen auf die Eigenkapitalverzinsung werden nicht untersucht, so dass diese Prüfungen nachzuholen ist.

## 2. Historische Marktrisikoprämie

Maßgebliche Ausgangsgröße des nach Ihrem Beschlussentwurf für die Ermittlung des Wagniszuschlags anzuwendenden CAPM ist die Marktrisikoprämie, die per Definition die zu erwartende Überrendite darstellt, die ein Investor bei einer Investition in ein aus allen riskanten Titeln bestehendes Marktportfolio gegenüber einer risikolosen Anlage erzielen kann.

Wie von Ihnen hierzu angeführt wird, soll die Marktrisikoprämie vorliegend anhand einer „Analyse historischer Zeitreihen“ ermittelt werden (Beschlussentwurf, Seite 11). In dem Frontier-Gutachten (dort Seite 27) wird hierzu weitergehend erläutert, dass dem für die Bestimmung der Marktrisikoprämie verwendeten historischen Ansatz die „Annahme einer über die Zeit konstanten Marktrisikoprämie“ zugrunde liegt.

Auch für diese Annahme sind nach unserer Auffassung keine tatsächlichen Anknüpfungspunkte vorhanden, so dass wir wiederum weitere Untersuchungen als zwingend erforderlich ansehen. Für eine hinreichende Ermittlung der tatsächlichen Voraussetzungen der von Ihnen vorgesehenen Methode zur Ermittlung der Marktrisikoprämie werden in diesem Sinne insbesondere die folgenden Fragen zu beantworten sein:

- Warum kann von einer Konstanz der Marktrisikoprämie ausgegangen werden, wenn bereits ein Vergleich der in der Vergangenheit von Ihrer Behörde in den gemäß § 7 Abs. 6 StromNEV geführten Verfahren zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze ermittelten Marktrisikoprämien eine erhebliche Schwankungsbreite zeigt?

- Lässt sich anhand einer empirischen Untersuchung der von Ihnen für die Ermittlung der Marktrisikoprämie herangezogenen aktuellen Daten von Dimson, Marsh, Staunton (DMS) ein Nachweis für die Konstanz der daraus folgenden Marktrisikoprämie ableiten?

Hinsichtlich der letzteren – für den Ansatz der historischen Marktrisikoprämie überaus bedeutsamen – Frage stützen wir uns insbesondere auf die von Ihrer Behörde für den Telekommunikationsbereich im Jahr 2016 bei Herrn Prof. Stehle in Auftrag gegebene Untersuchung, in der explizit festgehalten worden ist:

*„Die Frage, ob die Risikoprämie oder die reale Rendite von Aktien im Zeitverlauf konstant bzw. stabiler ist, könnte sicherlich auf theoretische Weise diskutiert werden. [...] Aus der Sicht von Wright et al. und auch meiner Sicht handelt es sich um eine Frage, die nur durch einen empirischen Vergleich der beiden Annahmen beantwortet werden kann.“* (Prof. Stehle, *Wissenschaftliches Gutachten zur Schätzung der Marktrisikoprämie (Equity risk premium) im Rahmen der Entgeltregulierung*, April 2016, Seite 45).

Nach Auswertung der von Ihnen im Konsultationsverfahren veröffentlichten Unterlagen kommen wir zu dem Ergebnis, dass die hiernach notwendige Ermittlung der tatsächlichen Grundlagen des von Ihnen angekündigten Vorgehens bislang noch nicht erfolgt ist, so dass dies nachzuholen sein wird. In dem für die dritte Regulierungsperiode herangezogenen Datensatz von DMS erwies sich die Aktienrendite als stabiler. Die aktuell herangezogene Datenreihe muss entsprechend untersucht werden.

### 3. Berücksichtigung der Praxis der Unternehmensbewertung

Die für die Ermittlung des Wagniszuschlags maßgebliche Regelung des § 7 Abs. 5 StromNEV sieht unter Ziffer 1. vor, dass hierbei „insbesondere“ die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten „und die Bewertung von Betreibern von Stromversorgungsnetzen auf diesen Märkten“ zu berücksichtigen sind.

Gegenstand der gemäß dieser Regelung einzubeziehenden Praxis der Unternehmensbewertung ist insbesondere die Ermittlung eines Diskontierungszinssatzes zur Abbildung einer angemessenen Alternativanlage. Hierfür wird in der Unternehmensbewertung vorrangig das CAPM verwendet. Es besteht demnach sowohl hinsichtlich des zu untersuchenden Gegenstandes als auch hinsichtlich der hierfür anzuwendenden Methode ein Gleichlauf zwischen der vorliegend von Ihrer Behörde zu treffenden Entscheidung und der Praxis der Unternehmensbewertung, so dass grundsätzlich von einer Vergleichbarkeit der Ergebnisse auszugehen ist.

Unter Beachtung dieser Maßgabe haben die von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze der ersten Regulierungsperiode festgehalten:

*„Die von uns ermittelte Spannweite ist im Einklang mit der Einschätzung des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), das aktuell die Verwendung einer Marktrisikoprämie von 4,0 % bis 5,0 % in Bewertungsfragen empfiehlt.“ (Frontier Economics Ltd., Ermittlung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer Wagnisse im Bereich Strom und Gas, Juni 2008, Seite 5).*

Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang weiter, dass die von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter auch im vorliegenden Verfahren auf die Praxis der Unternehmensbewertung eingehen.

In dem von Ihnen veröffentlichten Frontier-Gutachten (dort Seite 43) wird insoweit auf die Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hingewiesen:

*„Hierbei handelt es sich um eine Expertenschätzung (die aktuell vor Steuern eine MRP von 5-6,5% aufweist).“*

Diese Aussage ist nicht zutreffend, da hiermit die angegebene Bandbreite der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern angesprochen werden soll. Die im vorliegenden Verfahren relevante Bandbreite der Marktrisikoprämie nach Unternehmenssteuern aber vor persönlichen Steuern wurde indes gemäß der Kapitalkostenempfehlungen des FAUB vom 25.10.2019 sogar auf 6 % bis 8 % festgelegt. Insoweit ist zu beachten, dass persönliche Steuern auf der Ebene von Investoren für die Ableitung nicht relevant sind, sondern nur die Marktrisikoprämie nach Unternehmenssteuern maßgeblich ist. Dies wird auch zutreffend von den von Ihnen beauftragten Gutachtern bei deren eigener Betrachtung (Frontier-Gutachten, Seite 61) so dargestellt.

Die von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter weisen nachfolgend auf die Verwendung der vom FAUB empfohlenen Marktrisikoprämie in der Praxis der Unternehmensbewertung hin. Sie leiten hieraus ab:

*„Es wäre daher zu prüfen, in wieweit die Empfehlungen den Maßgaben einer regulatorischen Festlegung entsprechen.“ (Frontier-Gutachten, Seite 43).*

Angesichts dessen halten wir fest, dass eine Auseinandersetzung mit der Praxis der Unternehmensbewertung im vorliegenden Verfahren aufgrund der hierzu in § 7 Abs. 5 Nr. 1 StromNEV enthaltenen ausdrücklichen Anordnung, des Gleichlaufs der zu prüfenden Frage und der anzuwendenden Methode und nicht zuletzt gemäß den Feststellungen der hierzu von Ihnen beauftragten Gutachtern zwingend geboten ist.

Da wir dem veröffentlichten Beschlussskizzenentwurf hierzu keine Aussagen entnehmen können, wird dies in der von Ihnen zu treffenden Entscheidung nachzuholen sein.

#### 4. Mittelwertbildung

Als kritisch erachten wir darüber hinaus die von Ihnen vorgesehene Entscheidung zur Bestimmung der Marktrisikoprämie anhand einer Mittelwertbildung zwischen dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel. In dem Beschlussentwurf (dort Seite 16 ff.) findet sich hierzu lediglich eine abstrakte Diskussion, der in der wissenschaftlichen Literatur zur Mittelwertbildung vertretenen Ansätze. Diese Erörterung bewerten wir für die von Ihrer Behörde zu treffende Abwägungsentscheidung als nicht ausreichend.

Gemäß den Feststellungen der von Ihrer Behörde im Verfahren zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze der dritten Regulierungsperiode beauftragten Gutachter ist in die Abwägung vielmehr auch einzubeziehen, dass die bestehende Bandbreite aus geometrischem und arithmetischem Mittel die Berücksichtigung zusätzlicher Faktoren – insbesondere der „verbleibenden Unsicherheit hinsichtlich der „tatsächlichen“ Investorenerwartungen“ – erlaubt (Frontier Economics Ltd., Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetz-betreiber, Juni 2016, Seite 21). In dem Gutachten wird als ein möglicher Aspekt, der bei der Positionierung innerhalb der Bandbreite zu berücksichtigen ist, eine ggf. eintretende erhebliche Abweichung zu den bislang geltenden Zinssätzen angeführt:

„Vermeidung größerer quantitativer Brüche: Falls sich im Vergleich zu vorherigen Festlegungen sprunghafte Unterschiede in den Werten ergeben, könnte der Spielraum genutzt werden, um im Sinne langfristig stabilerer Werte eine Angleichung herbeizuführen.“ (Frontier Economics Ltd., Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetzbetreiber, Juni 2016, Seite 21).

Diese Voraussetzung ist mit Blick auf die von Ihnen angekündigte deutliche Reduzierung der Eigenkapitalzinssätze unzweifelhaft gegeben.

Die von Ihrer Behörde im damaligen Verfahren beauftragten Gutachter weisen weiter darauf hin, dass der Abschätzung der Marktrisikoprämie „Annahmen hinsichtlich eines nicht beobachtbaren Parameters für die Zukunft“ zugrunde liegen und daher „auf Basis des Ansatzes historischer Daten ein gewisser Bereich der Unsicherheit verbleibt“, so dass „letztlich ein Ermessensspielraum“ besteht, der „jeweils im nationalen regulierungspolitischen Kontext interpretiert werden muss“ (Frontier Economics Ltd., Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Strom- und Gasnetzbetreiber, Juni 2016, Seite 21 f.).

Auch wenn die im aktuellen Verfahren von Ihnen beauftragten Gutachter auf die angeführten Aspekte zur Bestimmung der Marktrisikoprämie innerhalb der bestehenden Bandbreite nicht eingehen (Frontier-Gutachten, Seite 29 ff.), sehen wir diese auch heute noch uneingeschränkt als

gültig an. Wir gehen daher davon aus, dass eine Auseinandersetzung hiermit in der von Ihrer Behörde zur Höhe der anzusetzenden Marktrisikoprämie zu treffenden Abwägungsentscheidung nachzuholen sein wird.

In dieser Abwägungsentscheidung wird nach unserer Überzeugung auch mit einzubeziehen sein, dass die Marktrisikoprämie in der Regulierung des Telekommunikationsbereichs grundsätzlich anhand des arithmetischen Mittels zu ermitteln ist. Wir verweisen hierzu auf die Entscheidung der Beschlusskammer 2 Ihrer Behörde vom 21.12.2020 (Az. BK2a-20/020, dort Rz. 598 ff.), in der auf der Grundlage der von der EU-Kommission veröffentlichten Hinweise eine unionsweit einheitliche Marktrisikoprämie herangezogen worden ist, die auf dem arithmetischen Mittel beruht.

Die insoweit von der Beschlusskammer 2 Ihrer Behörde sowie der EU-Kommission (Mitteilung 2019/C 375/01) für den Ansatz des arithmetischen Mittels herangezogenen Erwägungen, sind nach unserer Auffassung auch im vorliegenden Verfahren Ihrer Behörde von überaus großer Bedeutung. Namentlich geht es dabei insbesondere um die Schaffung möglichst vergleichbarer Investitionsbedingungen innerhalb der Europäischen Union:

„Unterschiede zwischen den Kapitalzinssätzen, die nicht auf den unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen in den Mitgliedstaaten basieren, können zu Verzerrungen bei den Investitionsentscheidungen über elektronische Kommunikationsnetze führen. Zum Beispiel können Investitionen ineffizient nach bestimmten Ländern mit künstlich hohen Zinssätzen gelenkt werden. Kapital wird in diesen Fällen nicht da investiert, wo es am meisten benötigt wird.“ (Bundesnetzagentur, Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/020, Rz. 652).

Die hiernach bestehende Gefahr von Verzerrungen bei den Investitionsentscheidungen ist nach unserer Überzeugung in gleicher Weise im Bereich der Stromversorgungsnetze gegeben. Zu niedrig festgelegte Zinssätze in der Bundesrepublik im Verhältnis zu anderen Ländern könnten folglich zu einer drastischen Verringerung von Investitionen in die hiesige Infrastruktur führen, so dass dies bei der von Ihrer Behörde im vorliegenden Verfahren zu treffenden Abwägungsentscheidung zu berücksichtigen ist.

## **5. Unterschiede zwischen nationalem Basiszins und Anleihen aus DMS-Daten**

Unter Verweis auf die hierzu im Frontier-Gutachten festgestellten Unterschiede zwischen dem nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV zu ermittelnden (nationalen) risikolosen Basiszins und den in den DMS-Daten enthaltenen (internationalen) Staatsanleihen wird in dem Beschluss-entwurf (dort Seite 36 f.) eine Anpassung des Wagniszuschlags diskutiert. Wie bereits in der Fußnote zum Tenor des Beschlussentwurfs erläutert wird, ist aus Sicht Ihrer Behörde aktuell noch nicht abschließend geklärt, ob bzw. in welchem Umfang eine hiernach vorzunehmende Anpassung des Wagniszuschlags erfolgen soll.



Nach unserer Überzeugung wird durch die Feststellungen der von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter nachgewiesen, dass eine Anpassung des anhand der Daten von DMS ermittelten Wagniszuschlags zwingend geboten ist.

## 5.1. Grundlegende Verzerrungen aufgrund unterschiedlicher Zinsreihen

Ausgangspunkt der in Ihrem Beschlussentwurf bzw. im Frontier-Gutachten beschriebenen Problematik ist der Umstand, dass systematische oder wertmäßige Unterschiede zwischen dem risikolosen Basiszinssatz nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV und dem für die Ermittlung der Marktrisikoprämie verwendeten „risikolosen“ Zinssatz zu Verzerrungen und im vorliegenden Fall zu einer Unterschätzung der zu ermittelnden Marktrisikoprämie führen.

Bedauerlicherweise wird dieser grundlegende Zusammenhang weder in Ihrem Beschlussentwurf noch im Frontier-Gutachten in dieser Deutlichkeit formuliert. Vielmehr wird pauschal von einer „methodischen Inkonsistenz“ gesprochen, die auf die bestehenden „Zinsunterschiede“ zurückgehe (Beschlussentwurf, Seite 36). Ohne dies näher zu begründen wird weiter festgehalten:

*„Primär sollte ein Gleichgewicht in den Diskrepanzen der Renditen zwischen dem risikolosen Basiszins und dem Wagniszuschlag durch Anpassung des Wagniszuschlags erreicht werden.“* (Beschlussentwurf, Seite 36).

Aus welchen konkreten Gründen ein solches Gleichgewicht notwendig ist, wird auch im Frontier-Gutachten nicht erläutert, weil auch dort lediglich festgestellt wird, dass eine Anpassung aufgrund bestehender Zinsunterschiede geboten ist:

*„Wenn der Basiszinssatz nicht genau den Charakteristika der zur Ermittlung der Marktrisikoprämie verwendeten Anleihen entspricht, erscheint eine Quantifizierung der Unterschiede, und allenfalls eine mögliche Anpassung von Basiszinssatz oder Marktrisikoprämie sinnvoll.“* (Frontier-Gutachten, Seite 29).

Auch nachfolgend (Frontier-Gutachten, Seite 64 ff.) werden ausschließlich die aus Sicht der von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter bestehenden Zinsunterschiede dargestellt und quantifiziert, ohne dabei konkret anzugeben, aus welchen Gründen eine Angleichung der „Charakteristika des risikolosen Zinssatzes nach StromNEV/GasNEV und des DMS Anleihenindex“ erforderlich ist.

Die vorliegend erforderliche Anpassung des Wagniszuschlags aufgrund der bestehenden Zinsunterschiede darf indes nach unserer Überzeugung nicht bei der bloßen Benennung einzelner Aspekte stehenbleiben, die als Unterschiede der Charakteristika zwischen dem Basiszins im Sinne des § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV und der zur Ermittlung der Marktrisikoprämie verwendeten Anleihen zu identifizieren sind. Eine hinreichende Erörterung der sich insoweit ergebenden Verzerrungen wird vielmehr nur dann gelingen, wenn die für die erheblichen Diskrepanzen in den Basiszinsreihen relevanten Zusammenhänge vollständig ermittelt und benannt werden.

Insoweit ist zu berücksichtigen, dass zwischen dem Basiszinssatz nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV und den der Marktrisikoprämie in den DMS-Daten zugrundeliegenden Anleihen systematische Unterschiede bestehen, die mit den Modellannahmen des CAPM nicht vereinbar sind und zu einer Unterschätzung der Marktrisikoprämie sowie im Ergebnis des Wagniszuschlags führen. Bereits nach den modelltheoretischen Annahmen des CAPM bzw. der diesem Modell zugrunde liegenden Portfoliotheorie ist von einem Investor auszugehen, dem lediglich eine risikolose Anlagemöglichkeit zur Verfügung steht. Das CAPM wurde ursprünglich als lokales Modell für den US-Aktienmarkt entwickelt, für das demnach die Investitionsmöglichkeiten und der Investitionshorizont eines Anlegers auf den (jeweils) heimischen Kapitalmarkt beschränkt werden.

Die für das CAPM maßgebliche Portfoliotheorie besagt weiter, dass Investoren zum risikolosen Zinssatz Geld leihen oder anlegen können und mit geliehenem Geld in ein risikoreiches Marktportfolio (hier effektiv alle globalen Aktienunternehmen) investieren können. Die Festlegung des risikolosen Basiszinssatzes gemäß Strom-/GasNEV auf Basis in Euro ausgegebener Anleihen legt demnach die Währung fest, in welcher der Investor Geld leiht und generell abrechnet. Der Investor würde gemäß Modelltheorie im Rahmen von globalen Investitionen jeweils eine Umwechslung von Euro in die Zielwährung zu Beginn der Investition und erneut von der Zielwährung in Euro nach Ende der Investition vornehmen müssen, da das Darlehen wieder in Euro zurückbezahlt werden muss. Die Rendite aus der Investition in das Marktportfolio und damit im vorliegenden Fall die Marktrisikoprämie ist deshalb in Euro zu messen.

Anhand dieser Überlegungen zeigt sich, dass die notwendigen Anpassungen zur Vermeidung der bestehenden Zinsunterschiede sowie der sich aus diesen Zinsunterschieden ergebenden Verzerrungen sehr viel umfassender sind, als es im Frontier-Gutachten diskutiert wird.

## 5.2. Weitergehende Anpassungen

In dem von Ihrer Behörde eingeholten Gutachten werden lediglich zwei Aspekte erörtert, die auf den bestehenden Zinsunterschieden beruhen und zu einer Unterschätzung der Marktrisikoprämie führen. Dies sind unterschiedliche Laufzeiten bzw. Kreditrisiken sowie der sogenannte Convenience Yield (Frontier-Gutachten, Seite 65 ff.). Um die sich gemäß obigen Ausführungen ergebenden Verzerrungen zu vermeiden, sind jedoch weitere Anpassungen erforderlich:

Von besonderer Bedeutung ist zunächst, dass die anhand der DMS-Daten zu ermittelnde Marktrisikoprämie für Länder mit schwächerer Bonität nicht der jeweiligen Länderrisikoprämie Rechnung trägt. Die Berücksichtigung von Länderrisiken sehen wir jedoch als zwingend geboten an, weil auch dies eine systematische Abweichung „zwischen den Charakteristika des verwendeten risikolosen Zinssatzes für die Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes und jenem der DMS-Anleiherenditen“ darstellt, die zu einer Unterschätzung der Marktrisikoprämie führt.

Der sich hieraus ergebende Effekt kann – rein beispielhaft – anhand der Länderbonität von Brasilien belegt werden. Die Länderbonität von Brasilien beträgt seit Januar 2018 „BB-“ und liegt damit mehrere Stufen unter der besten Kategorie „AAA“, die unter anderem für Deutschland vergeben worden ist. Brasilianische Staatsanleihen sind aufgrund der vorgenommenen Einstufung nicht als risikolose Investitionen zu qualifizieren. Die Umlaufrendite der brasilianischen Staatsanleihe betrug (nach Umrechnung in Euro) im Jahr 2019 ca. 1,8 %, wohingegen die Rendite der Bundesanleihe -0,2 % betrug. Entscheidend ist nun, dass die anhand der DMS-Daten zu ermittelnde Marktrisikoprämie auf der Rendite des brasilianischen Aktienmarktes abzüglich der Rendite der brasilianischen Staatsanleihe beruht und damit deutlich geringer ausfällt, als bei einem Ansatz deutscher Staatsanleihen.

Die teilweise deutlich schlechtere Bonität der in den DMS-Daten erfassten Länder stellt somit unzweifelhaft eine Abweichung von der Charakteristika des nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV zu bestimmenden risikolosen Basiszinssatzes dar, die – ebenfalls unzweifelhaft – zu einer Unterschätzung der zu ermittelnden Marktrisikoprämie führt. Vor diesem Hintergrund sehen wir eine weitergehende Ermittlung der sich durch Länderrisiken ergebenden Auswirkungen sowie eine entsprechende Anpassung des Wagniszuschlags als zwingend geboten an.

Die von Ihnen beauftragten Gutachter haben sich darüber hinaus bislang nicht damit auseinandergesetzt, dass die in den DMS-Daten verarbeiteten Anleiherenditen in US-Dollar gemessen werden und auch aus diesem Unterschied zu dem nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV zu ermittelnden risikofreien Zins eine Unterschätzung der Marktrisikoprämie folgt. Maßgeblich ist insoweit, dass sich das Niveau deutscher und US-amerikanischer Anleiherenditen seit Mitte 2012 deutlich voneinander entkoppelt hat. Da das Zinsniveau in den USA durchgehend über dem deutschen Niveau lag, folgt hieraus eine systematische Unterschätzung des Eigenkapitalzinssatzes, wenn eine in US-Dollar ermittelte Marktrisikoprämie auf einen in Euro errechneten risikolosen Basiszinssatz angewendet wird. Die aus dem Ansatz unterschiedlicher Währungen bzw. des Zinsniveaus entstehenden Auswirkungen sind daher ebenfalls zu quantifizieren und bei einer Anpassung des Wagniszuschlags zu berücksichtigen.

Schließlich sind in diesem Kontext auch die erheblichen Unterschiede in der Renditeberechnung zu berücksichtigen, auf der die Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes gemäß § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV auf der einen und die Ermittlung der Anleiherenditen der DMS-Daten auf der anderen Seite beruhen.

Insoweit ist zunächst zu beachten, dass den nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV zur Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes heranzuziehenden Umlaufrenditen die Annahme einer Kapitalbindung über die gesamte Anleihelaufzeit bzw. den gesamten Investitionszeitraum zugrunde liegt. Aus diesem Grund bleiben Kursveränderungen zwischen dem Zeitpunkt des Anleihekaufs und der Rückzahlung bei der Messung der Umlaufrendite unberücksichtigt und haben somit keine Auswirkungen auf die Höhe der Gesamrendite.

Dieser Umstand trifft auf die nach den DMS-Daten zu ermittelnden Anleiherenditen nachweislich nicht zu. Die Methodik zur Bestimmung der in den DMS-Daten ausgewiesenen Anleiherenditen entspricht vielmehr derjenigen eines Performance-Anleiheindex, der neben Zinserträgen auch Kursänderungen abbildet. Durch den Ansatz dieser Methodik wird für die in den DMS-Daten enthaltenen Staatsanleihen ein kontinuierlicher Verkauf bzw. Kauf simuliert, um das Laufzeitziel des Index beizubehalten. Folge dieser Vorgehensweise ist, dass neben den vereinnahmten Kuponzahlungen auch die Realisierung von Kursgewinnen bzw. -verlusten miteinbezogen wird. Konkret spiegelt die mit den DMS-Daten ermittelte Gesamrendite daher nicht die Verzinsung einer laufzeitkongruenten Investition in risikolose Staatsanleihen wider, sondern misst vielmehr die Rendite eines Portfolios aus Staatsanleihen, welches laufend durch Anleihekäufe und -verkäufe umgeschichtet wird.

Diese grundsätzliche Abweichung im Vorgehen bei der Ermittlung der von § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV genannten Umlaufrenditen und den nach den DMS-Daten zu ermittelnden Staatsanleihen führt gerade angesichts der seit ca. 1990 eingetretenen kontinuierlichen Reduktion des Zinsniveaus zu erheblichen Verzerrungen und im Ergebnis zu einer Unterschätzung der Marktrisikoprämie. Hintergrund hierfür ist, dass es bei den Staatsanleihen entsprechend des absinkenden Zinsniveaus zu Kurssteigerungen gekommen ist, die, wie gesehen, von den DMS-Daten als höhere Renditen erfasst werden, wohingegen die gemäß § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV anzusetzenden Umlaufrenditen im gleichen Zeitraum stetig gesunken sind. Auch die sich hieraus ergebenden Auswirkungen führen demnach zur Notwendigkeit einer Anpassung des Wagniszuschlags.

### **5.3. Anpassungen gemäß Frontier-Gutachten**

Die von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter nehmen eine Quantifizierung der aus ihrer Sicht aus den bestehenden Zinsunterschieden folgenden Auswirkungen auf die Höhe der Marktrisikoprämie bzw. der Eigenkapitalzinssätze vor. Die hierzu im Frontier-Gutachten (dort Seite 65 ff.) enthaltenen Ausführungen sind in mehreren Punkten zu kritisieren.

#### **5.3.1. Laufzeit/Kreditrisiko**

Als nicht sachgerecht ist es zunächst zu bewerten, dass die von Ihnen beauftragten Gutachter die sich aus der Position Laufzeit/Kreditrisiko ergebenden Anpassungen anhand eines Vergleichs mit deutschen Nullkuponanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren ermitteln (Frontier-Gutachten, Seite 65). Eine angemessene Korrektur der aufgrund von Laufzeiten- und Kreditrisikounterschieden entstehenden Verzerrungen ist nur möglich, wenn die durchschnittliche Duration der in den DMS-Daten verarbeiteten Staatsanleihen möglichst genau erfasst wird. Da die von Ihnen beauftragten Gutachter selbst darauf hinweisen, dass in den DMS-Daten bis zum Jahr 2016 „als Ziel noch eine 20-

„jährige Laufzeit der Anleihen angegeben“ wurde, erachten wir es als nicht begründet, wenn gleichzeitig „bei Laufzeiten typischerweise über 10 Jahren deshalb von einer Duration von 10 Jahren“ ausgegangen wird. Zu berücksichtigen ist vielmehr, dass gemäß den aktuellsten Publikationen von DMS für 29 der insgesamt betrachteten 32 Länder seit längerer Zeit Anleiheindizes aus Staatsanleihen mit Laufzeiten von 10 oder mehr Jahren verwendet werden. Da die genauen Laufzeiten auch nach den Aussagen der von Ihnen beauftragten Gutachter nicht bekannt sind, ist davon auszugehen, dass die Bezeichnung „10+ Years“ auch für die Berücksichtigung deutlich längerer Laufzeiten spricht. Dies gilt insbesondere für die USA, deren Daten ein wesentliches Gewicht besitzen und für die die DMS-Daten bereits seit dem Jahr 1918 Anleihen mit einer 20-jährigen Laufzeit verwenden. Die im Frontier-Gutachten vertretene Annahme einer durchschnittlichen Duration von 10 Jahren ist hiermit nicht vereinbar. Würde man eine durchschnittliche Duration der DMS-Anleihedaten von 15 Jahren annehmen und demnach die historischen Renditen des risikolosen Basiszins gemäß Strom-/GasNEV mit den Renditen einer Bund-Nullkuponanleihe mit 15 Jahren Laufzeit abgleichen, so ergäbe sich ein durchschnittlicher Zinsunterschied und Anpassungsbedarf i.H.v. rund 55 Basispunkten über den Zeitraum 2011 bis 2020.

Entgegen der hierzu im Frontier-Gutachten vertretenen Vorgehensweise sind die Auswirkungen der unterschiedlichen Laufzeiten und Kreditrisiken zudem nicht nur anhand einer Betrachtung des Zeitraums 2011 bis 2020 zu ermitteln. Wir gehen vielmehr davon aus, dass ein möglichst langer Renditezeitraum für den Vergleich mit dem risikolosen Zinssatz gemäß § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV heranzuziehen ist, weil sich auch die zur Bestimmung der Marktrisikoprämie durch DMS verwendeten Anleiherenditen auf einen wesentlich längeren Zeitraum beziehen. Für die von den von Ihnen beauftragten Gutachtern herangezogenen Renditereihen von Bund-Nullkuponanleihen werden von der Bundesbank seit 1997 Daten veröffentlicht, so dass zumindest die sich hieraus ergebende langfristige Zeitreihe zu berücksichtigen ist.

### 5.3.2. Convenience Yield

Nach unserer Auffassung begegnen auch die im Frontier-Gutachten (dort Seite 66 ff.) enthaltenen Aussagen zu den Auswirkungen eines abweichenden Convenience Yield erheblichen Bedenken.

Die von Ihnen beauftragten Gutachter weisen darauf hin, dass eine „Korrektur der geschätzten Marktrisikoprämie“ nur „insoweit sinnvoll“, sei, „als die aktuell in den Renditen deutscher Bundesanleihen enthaltene Convenience Yield“ von der in den DMS-Daten enthaltenen Convenience Yield abweicht, „die dem langfristigen Durchschnitt über Länder und Zeit entspricht“ (Frontier-Gutachten, Seite 67). Diesen Ansatz sehen wir als zutreffend an.

Als hiermit nicht vereinbar erachten wir es indes, wenn die von Ihnen beauftragten Gutachter zur Quantifizierung der vorzunehmenden Anpassung die Renditen der Bund-Nullkuponanleihe mit 10 Jahren Laufzeit den durchschnittlichen Renditen der Staatsanleihen europäischer Länder mit

höchster Bonitätsstufe gegenüberstellen und hiermit für den Zeitraum von 2011 bis 2020 eine mittlere Renditedifferenz i.H.v. 15 Basispunkten ermitteln.

Entgegen der eingangs von ihnen selbst formulierten Prämisse nehmen die von Ihnen beauftragten Gutachter hiermit lediglich einen Vergleich gegenüber Ländern der Eurozone, nicht aber gegenüber den in den DMS-Daten enthaltenen Ländern vor. Ein solches Vorgehen wäre nach unserer Auffassung nur zulässig, wenn für den europäischen AAA-Anleiheindex die gleiche Mischung an Convenience-Yield-Komponenten wie in den DMS-Daten unterstellt werden könnte. Für eine solche Unterstellung sind indes keine Anhaltspunkte oder gar Belege vorhanden. Im Gegenteil sprechen gewichtige Gründe dafür, dass in den europäischen Anleiheindex auch viele Länder mit einer hohen Convenience Yield eingehen, so dass die notwendige Vergleichbarkeit mit den in den DMS-Daten enthaltenen Convenience-Yield-Komponenten nicht besteht.

Soweit im Frontier-Gutachten (dort Seite 67) festgehalten wird, es *„besteht Evidenz dafür, dass deutsche Bundesanleihen derzeit eine stärker ausgeprägte Convenience Yield aufweisen als eine solche im langfristigen Durchschnitt des DMS-Weltanleiheindex enthalten ist“*, darf der hierdurch entstehende Effekt demnach nicht durch einen Vergleich der deutschen Bundesanleihen mit der Renditekurve AAA der Eurozone ermittelt werden.

Vielmehr wäre zu berücksichtigen, dass die Marktrisikoprämie von DMS auch auf den Anleiherenditen vieler Länder mit niedriger Bonität beruht, deren Staatsanleiherenditen sehr geringe oder keine Convenience Yield enthalten. Zur Abschätzung der deutschen Convenience Yield wurden auch keine US-amerikanischen Anleihedaten herangezogen, obwohl diese im Frontier-Gutachten (dort Seite 68) als Rechtfertigung für die auf die Renditekurve AAA der Eurozone begrenzte Vergleichsbetrachtung angeführt werden:

*„Deutsche Bundesanleihen weisen in der Eurozone eine ähnliche Sonderstellung auf wie US-Treasuries für USD-Investoren.“*

Diese Annahme ist jedoch angesichts einer im Jahr 2017 vorgenommenen Analyse der Convenience Yield der US-Staatsanleihen (Du, Wenxin and Im, Joanne and Schreger, Jesse, *The U.S. Treasury Premium* (August 2017), NBER Working Paper No. 23759) nicht haltbar. Soweit aus den zur Konsultation gestellten Unterlagen ersichtlich, hat sich weder der von Ihnen beauftragte Gutachter noch Ihre Beschlusskammer mit der eigentlich relevanten Fragestellung zur sachgerechten Bestimmung des Convenience Yield beschäftigt.

Wie in dieser zu der eigentlich relevanten Fragestellung erstellten Studie festgestellt wurde, ist die Convenience Yield US-amerikanischer Staatspapiere mit fünfjähriger Laufzeit seit der globalen Finanzkrise zwischen 2008 und 2009 vollständig verschwunden. Als Folge hieraus weisen andere Vergleichsländer – insbesondere aus Europa – deutliche Convenience-Yield-Vorteile gegenüber den USA auf. Anhand der in der Studie veröffentlichten Ergebnisse hätten die von Ihnen beauftragten Gutachter ferner einbeziehen müssen, dass sich für deutsche Staatsanleihen im Zeitraum zwischen

2010 und 2016 ein durchschnittlicher Convenience-Yield-Vorteil i.H.v. 43,6 Basispunkten ggü. US-Anleihen nach Korrektur um Differentiale in Kreditrisiken und Währungskursen ergab. Da in dem Frontier-Gutachten die Ergebnisse der genannten Studie nicht verarbeitet wurden, ist darin die sich für US-Staatsanleihen ergebende Convenience Yield überschätzt worden.

Festzuhalten ist daher, dass die von Ihnen beauftragten Gutachter eine überaus wichtige Datenquelle zur Abschätzung der in den DMS-Daten enthaltenen Convenience-Yield-Komponente unberücksichtigt gelassen und in der Folge aufgrund einer nicht zu begründenden Annahme eine deutlich zu geringe Anpassung ermittelt haben.

Die im Frontier-Gutachten beschriebene Vorgehensweise zur Bestimmung der Convenience-Yield-Differentiale ist darüber hinaus zu kritisieren, weil darin ein unadjustierter Abgleich von Umlaufrenditen vorgenommen wurde. Die Umlaufrenditen können trotz höchster Bonität der verglichenen Länder auch Länderrisikoprämien (Default Spreads) enthalten. Dies ist am Kapitalmarkt aufgrund unterschiedlicher Preise von Kreditausfallderivaten (Credit Default Swaps) für die jeweiligen Länder tatsächlich zu beobachten. Zur Ableitung der deutschen Convenience Yield wäre demnach, wie in der genannten Studie umgesetzt, zuerst eine entsprechende Bereinigung der Umlaufrenditen vorzunehmen. Die von Ihnen beauftragten Gutachter merken diesen Umstand sogar selbst an, wenn sie darauf hinweisen, dass *„selbst auf Euro lautende Staatsanleihen sehr guter Bonität abhängig vom emittierenden Land zum Teil deutlich unterschiedliche Renditen aufweisen können“* (Frontier-Gutachten, Seite 66). Darüber hinaus wird dieses Verfahren in der im Frontier-Gutachten für die Ableitung der Convenience Yield herangezogenen Studie angewendet. Es wird hierzu angeführt: *„Mittels CDS-Daten kann man daher den Unterschied der Convenience Yield eines Landes zu Deutschland herausrechnen.“* (Frontier-Gutachten, Seite 67). Gleichwohl nehmen die von Ihnen beauftragten Gutachter keine Bereinigung der hierfür ursächlichen Kreditrisiken bei der Ableitung des Anpassungsbedarfs vor, so dass die vorgenommene Vergleichsbetrachtung auch insoweit verzerrt ist.

### **III. Gesetzliche Vorgaben des § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG**

Wir bewerten die sich aus dem Beschlussentwurf ergebenden Eigenkapitalzinssätze auch ungeachtet der oben angeführten konkreten Einzelkritik als nicht geeignet, den gesetzlich in § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG statuierten Zielvorgaben zu entsprechen. Unsere Bedenken beziehen sich dabei insbesondere auf das explizit von § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG hervorgehobene Kriterium der Wettbewerbsfähigkeit, mit dem gewährleistet werden soll, dass sich Investitionen in deutsche Strom- und Gasversorgungsnetze für Kapitalgeber auch angesichts der bestehenden Alternativen als hinreichend attraktiv darstellen.

Dieser gesetzgeberischen Zielrichtung kann die von Ihnen im vorliegenden Beschlussentwurf angekündigte Zinssatzfestlegung – selbst nach der im Frontier-Gutachten (dort Seite 69) erörterten Anpassung – nicht genügen.

Diese Einschätzung stützen wir auf verschiedene Anhaltspunkte, die sich zum Teil schon den von Ihnen zur Konsultation gestellten Unterlagen entnehmen lassen, in dem von Ihnen veröffentlichten Beschlussentwurf jedoch nicht bzw. nicht in der gebotenen Weise gewürdigt wurden.

## 1. Internationaler Vergleich

In dem Beschlussentwurf (dort Seite 38) wird angeführt, dass die Prüfung internationaler Regulierungsentscheidungen eine Bandbreite des Eigenkapitalzinssatzes nach Steuern in Höhe von 3,22 % bis 8,08 % ergeben habe und der von Ihnen als Mindestwert vorgesehene Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von „in der Bandbreite der europäischen Vergleichsländer“ liege.

Bereits diese Betrachtung zeigt, dass die in der angekündigten Entscheidung diskutierten Zinssätze im internationalen Vergleich nicht als wettbewerbsfähig angesehen werden können. Sie liegen vielmehr klar am unteren Rand der sich ergebenden Bandbreite, so dass allein hieraus auf deutlich nachteilige Investitionsbedingungen für die in deutsche Energieversorgungsnetze zu tätigen Investitionen geschlossen werden muss.

Erschwerend kommt hinzu, dass in der von Ihnen vorgenommenen Vergleichsbetrachtung noch nicht die regulatorischen Besonderheiten derjenigen (wenigen) Länder gewürdigt worden sind, in denen ebenfalls Eigenkapitalzinssätze in der von Ihnen vorgesehenen Größenordnung festgelegt worden sind. Gemäß den Feststellungen der von Ihnen beauftragten Gutachter wären insoweit insbesondere Portugal und Niederlande in den Blick zu nehmen (Frontier-Gutachten, Seite 86). Die hiernach gebotene Auswertung der im Frontier-Gutachten (dort Seite 77 ff.) getroffenen Feststellungen zu den Besonderheiten des im jeweiligen Land geltenden Regulierungssystems würde ergeben, dass die vergleichsweise niedrigen Zinssätze durch andere regulatorische Vorgaben zur Ermittlung der Kapitalkosten kompensiert werden, die im deutschen Regulierungssystem so nicht vorgesehen sind. Allein die Feststellung, dass sich die festzulegenden Zinssätze innerhalb der Bandbreite aus Entscheidungen internationaler Regulierungsbehörden befinden, ist daher nicht hinreichend.

Auf rechtlicher Ebene ist dessen ungeachtet zu berücksichtigen, dass es nach der Intention des Verordnungsgebers ohnehin nicht auf die Frage ankommt, ob die Zinssätze (gerade noch) in der Bandbreite einer internationalen Vergleichsbetrachtung liegen. Gemäß § 7 Abs. 5 Satz 1 Nr. 2 StromNEV ist vielmehr auf die „durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Stromversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten“ abzustellen. Zu kritisieren ist daher, dass die nach der ausdrücklichen Anordnung des § 7 Abs. 5 Satz 1 Nr. 2 StromNEV notwendige Würdigung des



sich aus den Feststellungen der von Ihnen beauftragten Gutachter ergebenden Durchschnittswertes bislang unterblieben ist.

Zu kritisieren ist weiter, dass bislang auch die Würdigung der im Frontier-Gutachten (dort Seite 87) vorgenommenen Betrachtung der in internationalen Regulierungsentscheidungen zugrunde gelegten Marktrisikoprämien unterblieben ist. Wie oben erörtert, stellt die Marktrisikoprämie das zentrale Element des von Ihnen nach § 7 Abs. 5 StromNEV zu ermittelnden Wagniszuschlags dar, mit dem eine Abschätzung der von einem Investor bei einer Investition in ein übergreifendes Marktportfolio zu erzielenden Überrendite erfolgt. Gemäß den Aussagen der von Ihnen beauftragten Gutachter ist dabei ein internationaler Fokus einzunehmen und mithin eine „globale Marktrisikoprämie“ zu ermitteln (Frontier-Gutachten, Seite 28). Entgegen der im Frontier-Gutachten (dort Seite 88) vertretenen Annahme wird die Aussagekraft der vorgenommenen Betrachtung internationaler Regulierungsentscheidungen keinesfalls durch den erst zukünftigen Geltungszeitraum der Eigenkapitalzinssätze eingeschränkt. Die hiermit implizit vertretene Annahme einer in der näheren Zukunft eintretenden Reduzierung der Renditeerwartung ist nicht ansatzweise zu belegen und steht überdies im Widerspruch zu der von Ihnen selbst diskutierten Zinswende (Beschlussentwurf, Seite 42).

Da die Ermittlung der Marktrisikoprämie weder von branchenspezifischen Besonderheiten noch einer individuellen geographischen Perspektive abhängt, ist insbesondere ein Blick auf die hierzu von anderen – internationalen – Regulierungsbehörden herangezogenen Ansätze von Bedeutung. Diese Betrachtung haben die von Ihnen beauftragten Gutachter vorgenommen und dabei festgestellt, dass die im Beschlussentwurf angeführte Marktrisikoprämie – sowohl bei Ansatz des geometrischen als auch des arithmetischen Mittels – deutlich unterhalb der anhand der einzelnen Regulierungsentscheidungen ermittelten Bandbreite liegt (Frontier-Gutachten, Seite 91).

Mit anderen Worten: Von keiner anderen Regulierungsbehörde ist in den ab dem Jahr 2019 ergangenen Entscheidungen eine Marktrisikoprämie angesetzt worden, die unter 4,5 % liegt.

Eine im vorliegenden Ausmaß unter diesem Wert liegende Marktrisikoprämie ist ein schwerwiegendes Indiz dafür, dass hiermit die tatsächliche Renditeerwartung der Investoren nicht angemessen abgebildet wird und der insgesamt festzulegende Eigenkapitalzinssatz daher im Vergleich mit einer Investition in Energieversorgungsnetze anderer Länder nicht wettbewerbsfähig ist.

Zumindest wäre das erhebliche Abweichen der im Beschlussentwurf erörterten Marktrisikoprämie von den herangezogenen Vergleichswerten erörterungsbedürftig gewesen, so dass nachvollziehbar wird, aus welchen konkreten Gründen nach Einschätzung Ihrer Behörde die Annahme einer geringeren Marktrisikoprämie gerechtfertigt sein könnte.

In diesem Zusammenhang ist schließlich auf die besondere Bedeutung eines Vergleichs mit Entscheidungen internationaler Regulierungsbehörden hinzuweisen. Aus den von anderen Regulierungsbehörden festgelegten Zinssätzen und etwaigen Besonderheiten des jeweiligen

Regulierungssystems lässt sich sehr genau ableiten, welche Rendite Kapitalgeber bei einer Investition in ausländische Energieversorgungsnetze erzielen können.

In der hierzu ergangenen höchstrichterlichen Rechtsprechung ist die Relevanz dieser Perspektive ausdrücklich bestätigt worden:

*„Darüber hinaus müssen sich deutsche Netze an internationalen Renditeerwartungen messen lassen.“* (Bundesgerichtshof, Beschluss vom 09.07.2019, EnVR 41/18, Rn. 121).

Die insoweit vorzunehmende Betrachtung internationaler Regulierungsentscheidungen bietet daher einen wichtigen Anhaltspunkt für die – von Ihrer Behörde zu erörternde – Frage, ob die festzulegenden Eigenkapitalzinssätze dem Ziel der Wettbewerbsfähigkeit entsprechen.

## 2. Praxis der Unternehmensbewertung

Wie oben beschrieben, sehen wir es aus mehreren Gründen – u.a. aufgrund der Anordnung in § 7 Abs. 5 Nr. 1 StromNEV sowie der Feststellungen der von Ihrer Behörde beauftragten Gutachter – als zwingend geboten an, bei der Bestimmung des Wagniszuschlags auch die Praxis der Unternehmensbewertung mit einzubeziehen.

Insbesondere aus der hierzu im Frontier-Gutachten – wie oben gesehen: mit unrichtigen Werten – in Bezug genommenen Empfehlung des FAUB zum Ansatz einer Marktrisikoprämie ergibt sich ein weiterer Beleg dafür, dass die von Ihnen vorgesehenen Eigenkapitalzinssätze nicht wettbewerbsfähig sind. Denn die vom FAUB mit Schreiben vom 25.10.2019 empfohlene Marktrisikoprämie (nach Unternehmenssteuer, vor persönlicher Steuer) legt mit einer Bandbreite von 6 % bis 8 % eine Renditeerwartung zugrunde, die mit den von Ihnen bzw. den von Ihren Gutachtern vertretenen Ansätzen offenkundig nicht in Einklang zu bringen ist.

Dabei ist zu betonen, dass die vom FAUB als maßgeblich eingestufte Marktrisikoprämie keine Unterschiede zu der im vorliegend von Ihnen herangezogenen CAPM anzusetzenden Marktrisikoprämie aufweist, die eine Abweichung der zu ermittelnden Werte rechtfertigen würden. Vielmehr hat das OLG Düsseldorf bereits ausdrücklich festgestellt, dass in der Praxis der Unternehmensbewertung

*„gleichfalls die Investorenperspektive zu bewerten ist“* (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.20218, Az. VI-3 Kart 549/16 (V), Rn. 113).

Um zu gewährleisten, dass die von Ihrer Behörde festzulegenden Eigenkapitalzinssätze der Rendite einer Alternativinvestition entsprechen – und damit letztlich dem Kriterium der Wettbewerbsfähigkeit genügen – sehen wir daher auch vor diesem Hintergrund eine entsprechende Korrektur als dringend geboten an.

Bereits mit Blick auf die hierzu von Ihren Gutachtern aufgeworfene Frage (Frontier-Gutachten, Seite 43) wird in der zu treffenden Entscheidung aber in jedem Fall zu erörtern sein, aus welchen konkreten Gründen eine derart drastische Unterschreitung der gemäß der Praxis der Unternehmensbewertung anzusetzenden Marktrisikoprämie gerechtfertigt sein könnte.

### 3. Vorgehen der Beschlusskammer 2

Dass die von Ihnen vorgesehenen Eigenkapitalzinssätze nicht wettbewerbsfähig sind, ergibt sich ferner durch einen Vergleich mit dem Vorgehen Ihrer Behörde bei der Regulierung des Telekommunikationsbereichs. Wir verweisen insoweit auf die bereits oben beim Punkt Mittelwertbildung angesprochene Entscheidung der Beschlusskammer 2 vom 21.12.2020 (Az. BK2a-20/O20), in der ebenfalls ein Eigenkapitalzinssatz festgelegt worden ist.

Die Beschlusskammer 2 Ihrer Behörde hat den von ihr festgelegten Eigenkapitalzinssatz ebenfalls anhand des CAPM ermittelt (Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/O20, Rn. 499 ff.). Für die auch insoweit maßgebliche Marktrisikoprämie werden in der Entscheidung der Beschlusskammer zwei Vorgehensweisen diskutiert, die zu Werten in Höhe von 4,75 % (Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/O20, Rn. 548). bzw. 5,31 % (Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/O20, Rn. 600) führen.

Beide Werte sind deutlich höher als die im Beschlussentwurf (dort Seite 11) von Ihnen vorgesehene Marktrisikoprämie in Höhe von 3,7 %, so dass wiederum ein wichtiger Anhaltspunkt dafür vorliegt, dass mit der von Ihnen angekündigten Entscheidung die Renditeerwartung der Kapitalgeber erheblich unterschätzt werden würde.

Die sich insoweit ergebende Abweichung zu dem Vorgehen im vorliegenden Verfahren ist vor allem deshalb als bedenklich einzustufen, da auch die von der Beschlusskammer 2 angesetzte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,31% ausschließlich auf der Betrachtung historischer Kapitalmarktdaten beruht (Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/O20, Rn. 587 ff.).

Von Bedeutung ist ferner, dass sich die Beschlusskammer 2 für den Ansatz der sich nach den Mitteilungen der Europäischen Kommission ergebenden Marktrisikoprämie – also des höheren Wertes – entschieden und hierfür insbesondere auf die vom Gremium europäischer Regulierungsstellen für elektronische Kommunikation (GEREK) für die Mitgliedsstaaten der Union vorgenommene Ermittlung länderspezifischer Marktrisikoprämien Bezug genommen hat:

*„Vielmehr geht aus den oben ersichtlichen Ergebnissen hervor, dass die nationalen Werte für Deutschland (4,9% im geometrischen und 8,2% im arithmetischen Mittel) höher als die entsprechenden unionsweiten Werte liegen, so dass gerade ein Ansetzen des oberen unionsweiten Mittelwertes von 5,31% den nationalen Begebenheiten am besten entspricht.“* (Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/O20, Rn. 600).

Eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,31 % liegt demnach sogar im unteren Bereich der sich nach den Feststellungen der GEREK für Deutschland ergebenden Bandbreite.

Für die Orientierung an dem – zu einem höheren Zinssatz führenden – Vorgehen gemäß der Mitteilung der Europäischen Kommission hat die Beschlusskammer 2 Ihrer Behörde darüber hinaus auf die anzustrebende Vereinheitlichung der Investitionsbedingungen verwiesen:

*„Indem entsprechend der WACC-Mitteilung die Methodik der Zinsermittlung europaweit vereinheitlicht wird, können Fehlanreize für Investitionen durch Unterschiede in den Kapitalzinsen vermieden werden.“* (Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/O20, Rn. 652).

Hierin ist nach unserer Auffassung ein überaus wichtiger Aspekt der gemäß § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG zu gewährleistenden Wettbewerbsfähigkeit der Eigenkapitalzinssätze zu sehen, für dessen Berücksichtigung eine Auseinandersetzung mit den Entscheidungen internationaler Regulierungsbehörden (siehe oben), aber auch der von Ihrer Behörde im Telekommunikationsbereich getroffenen Zinssatzfestlegung erfolgen muss.

Die mit dem von Ihnen veröffentlichten Beschlussentwurf angekündigte Entscheidung wird diesen Anforderungen offenkundig nicht gerecht, so dass eine entsprechende Anpassung notwendig ist.

#### **4. Gewährleistung stabiler Investitionsbedingungen**

Wie bereits in der Vorbemerkung angeführt, ist allein der Umstand, dass es mit dem von Ihnen angekündigten Vorgehen zu einer deutlichen Absenkung der für Investitionen in deutsche Energieversorgungsnetze geltenden Eigenkapitalzinssätze kommen würde, als überaus kritisch einzustufen. Ein solches Ergebnis müsste, wie gesagt, zumindest mit objektiv nachvollziehbaren – nicht allein methodischen – Argumenten gerechtfertigt werden können. Dabei wäre insbesondere zu belegen, dass trotz den oben erörterten Ableitungen aus der Betrachtung der international festgelegten Eigenkapitalzinssätze, der Praxis der Unternehmensbewertung sowie der Vorgehensweise der Beschlusskammer 2 Ihrer Behörde von einer nochmals erheblich reduzierten Renditeerwartung der Kapitalgeber ausgegangen werden darf. Nur anhand eines solchen Nachweises wäre hinreichend nachvollziehbar, ob die von Ihnen angekündigten Eigenkapitalzinssätze als wettbewerbsfähig eingestuft werden können.

Neben einer in diesem Sinne vorzunehmenden Darlegung wird in der von Ihrer Behörde zu treffenden Entscheidung auch mit in die Abwägung einzustellen sein, aus welchen konkreten Gründen von dem Ziel möglichst stabiler Investitionsbedingungen abgewichen werden könnte.

Wir verweisen auch insoweit auf die von Ihrer Behörde für die Regulierung des Telekommunikationsbereichs getroffene Entscheidung:

*„Denn für die Investitionsbereitschaft der Kapitalgeber ist die Stabilität der langfristigen Zinssatzentwicklung von entscheidender Bedeutung, weil stabile Zinsen ein grundsätzliches Vertrauen in die Rentabilität der Investition schaffen und den Kapitalgebern eine Planung ihrer Investition ermöglichen. Gerade die Planbarkeit ist für Investitionen in Netzinfrastrukturen wichtig, weil es sich hierbei um besonders langfristige Investitionen handelt, die nur getätigt werden, wenn die Rahmenbedingungen langfristig konstant bleiben.“* (Beschluss vom 21.12.2020, Az. BK2a-20/020, Rn. 711).

Diese Erwägungen sind auf die vorliegend von Ihrer Behörde zu treffende Entscheidung uneingeschränkt übertragbar. Insbesondere geht es auch vorliegend um besonders langfristige Investitionen, die ein hinreichendes Vertrauen in möglichst konstante Rahmenbedingungen erfordern. Die von Ihnen beabsichtigte – drastische – Reduzierung der Eigenkapitalzinssätze gegenüber dem aktuell geltenden Niveau ist hiermit indes nicht vereinbar. Dabei ist zu bedenken, dass bei einer Fortschreibung der von Ihnen herangezogenen Systematik wegen der Absenkung des Basiszinssatzes nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV mit einer weiteren Reduzierung der Eigenkapitalzinssätze zu rechnen wäre.

Bei der Gewährleistung stabiler Investitionsbedingungen handelt es sich demnach um einen weiteren – wesentlichen – Aspekt, der durch das von Ihnen beabsichtigte Vorgehen berührt wird und der daher zwingend in die Ausgestaltung des Ihrer Behörde bei der Zinssatzfestlegung eingeräumten Entscheidungsspielraums einzubeziehen ist.

#### **IV. Fazit**

Der von Ihnen veröffentlichte Beschlussentwurf ist unter mehreren Gesichtspunkten zu kritisieren und wird den zu beachtenden Anforderungen nicht gerecht.

Die oben dargelegten Bedenken fassen wir wie folgt zusammen:

Zunächst steht nach unserer Auffassung fest, dass die von Ihnen angekündigten Eigenkapitalzinssätze nicht mit den vom Gesetzgeber in § 21 Abs. 2 Satz 1 EnWG statuierten Anforderungen vereinbar sind. Neben der im Detail gegen das methodische Vorgehen anzuführenden Kritik ist für uns insbesondere offenkundig, dass die nach dem Beschlussentwurf festzulegenden Eigenkapitalzinssätze nicht wettbewerbsfähig sind. Dies würde ebenfalls für lediglich um 0,25 Prozentpunkte erhöhte Eigenkapitalzinssätze gelten.

Daneben ist das in dem Beschlussentwurf erläuterte Vorgehen zur Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze in einer Vielzahl von Punkten zu ergänzen. Diese Ergänzungen betreffen vor allem die oben benannten entscheidungserheblichen Aspekte, für die weitere Untersuchungen

erforderlich sind, bzw. die zwingend in die von Ihrer Behörde zu treffende Abwägungsentscheidung einbezogen und daher auch in der Begründung Ihrer Entscheidung erläutert werden müssen.

Eine Auseinandersetzung Ihrer Beschlusskammer mit den aufgeführten Kritikpunkten in der von Ihnen vorzunehmenden Abwägungsentscheidung muss nach unserem Verständnis zu einer deutlichen Erhöhung der festzulegenden Eigenkapitalzinssätze führen.

Mit freundlichen Grüßen

Stadtwerke Aalen GmbH

