

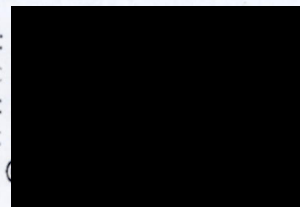
Stadtwerke Kleve GmbH

ENERGIE. FÜR DIE REGION.

Stadtwerke Kleve GmbH · Flutstraße 36 · 47533 Kleve

Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas,
Telekommunikation, Post und Eisenbahnen
Beschlusskammer 4
Stichwort "Zinssatz Gas"
Postfach 8001
53105 Bonn

Ansprechpartner :
Telefon :
Telefax :
E-Mail :



Kleve, 24. August 2021

Konsultation Zinssatz Gas (BK4-21-056)

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit Veröffentlichung im Amtsblatt 13/2021 hat die Bundesnetzagentur die Beschlussentwürfe zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für Alt- und Neuanlagen für die Betreiber von Gas- und Elektrizitätsversorgungsnetzen zur Konsultation gestellt (Mitteilungen Nr. 198/2021 und 199/2021). Dabei wurde ein Zinssatz von 4,59 % für Neuanlagen bzw. 3,03 % für Altanlagen in Aussicht gestellt. Wir bedanken uns zunächst für diese Möglichkeit und nehmen zu den Einzelthemen der Festlegungsentwürfe wie folgt Stellung:

A. Executive Summary

Die bisherigen Festlegungsentwürfe missachten die Vorgabe des § 21 Abs. 2 EnWG, da sie den Netzbetreibern keine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung des Eigenkapitals bieten. Nach den Entwürfen begegnet die Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes, der darauf aufzuschlagenden Marktrisikoprämie sowie des Risikofaktors gleichermaßen großen Bedenken. Auffallend ist die mangelnde Transparenz der Festlegungsentwürfe in vielen Belangen ebenso wie das uneinheitliche methodische Vorgehen. Wir wollen auf die verschiedenen Aspekte nachfolgend näher eingehen.

Geschäftsführerin:
Diplom-Kauffrau (FH) Claudia Dercks

Sitz und Registergericht
Kleve HRB 530



www.stadtwerke-kleve.de

Bankverbindungen:
Sparkasse Rhein-Maas
IBAN: DE26 3245 0000 0000 1051 30
BIC: WELADED1KLE
Volksbank Kleverland eG
IBAN: DE82 3246 0422 1000 4470 10
BIC: GENODED1KLL

B. Formelle Defizite der Anhörung

Grundsätzliche Kritik richtet sich schon gegen die Intransparenz der verwendeten Datenbasis. Die Beschlusskammer leitet die Marktrisikoprämie aus historischen Datenreihen ab und verwendet hierzu das *Credit Suisse Total Investment Returns Yearbook 2021* der Autoren Dimson, Marsh und Staunton („DMS-Daten“). Die DMS-Daten stehen für die Betroffenen nur **auszugsweise** kostenlos zur Verfügung,

vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, Summary Edition.

Die vollständige Datenbasis ist für die Adressaten der künftigen Festlegungen nur **käuflich** zu erwerben. Vor dem Hintergrund der Transparenzbemühungen der Bundesnetzagentur im Bereich der Regulierung erscheint es geradezu ironisch, dass ausgerechnet bei den eigenen Festlegungen auf solche Datenquellen zurückgegriffen wird. Wir weisen daher darauf hin, dass die Verwendung von Datenreihen der Weltbank, die vollumfänglich öffentlich zugänglich sind, der transparentere Weg der Festlegung wäre. Hierauf hat bereits Oxera hingewiesen,

vgl. Oxera, Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Basis internationaler Daten, Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 16. März 2021.

Im Übrigen ist die verwendete Datenbasis sogar in mehrfacher Hinsicht intransparent. Die Zusammensetzung der Daten ist nicht nachvollziehbar. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Gewichtung einzelner Länder in den Daten. Auf diesen Punkt wird später nochmals gesondert eingegangen.

Nach unserer Auffassung stellt dieses intransparente Vorgehen einen Begründungsmangel nach § 73 Abs. 1 S. 1 EnWG i.V.m. § 39 Abs. 1 S. 2 VwVfG dar. Der BGH hat bereits mehrfach entschieden, dass der Transparenz der Anreizregulierung eine wichtige Rolle zukommt, jedenfalls soweit dabei der Schutz von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen gewahrt bleibt,

vgl. BGH, Beschluss vom 22. Juli 2014, Az. EnVR 59/12, RZ. 38 ff. in juris; BGH, Beschluss vom 11. Dezember 2018, Az. EnVR 1/18, Rz. 22 f. in juris.

Zwar bezieht sich die Rechtsprechung teilweise auf die Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit. Wenn aber bereits die Adressaten der geplanten Festlegungen diese nicht nachvollziehen können, so kann es die Öffentlichkeit regelmäßig schon gar nicht. Jedenfalls können die Betroffenen vorliegend die Festlegungsentwürfe teilweise gar nicht und im Übrigen nicht ohne erheblichen Aufwand nachvollziehen.

C. Methodische Mängel in den Festlegungsentwürfen

I. Umlaufrendite

Die Umlaufrendite geht als statistische Größe direkt in die Berechnung des Zinssatzes mit ein. Hinsichtlich der Umlaufrendite sei der Vollständigkeit halber lediglich angemerkt, dass sich ausweislich der Tabelle auf S. 6 der Festlegungsentwürfe eine auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogene durchschnittliche Umlaufrendite von 0,733 % ergäbe. Dies beruht auf Rundungsdifferenzen der Jahreswerte. Wir regen zur besseren Nachvollziehbarkeit eine alternative Darstellung an, die den nach den Daten der Bundesbank errechneten Wert von 0,735 % deutlicher ausweist, indem etwa die Nachkommastellen entsprechend erweitert werden.

II. Anwendung des CAPM zur Berechnung des Wagniszuschlags

Die Beschlusskammer ermittelt den Wagniszuschlag mithilfe des Capital-Asset-Pricing-Model („CAPM“) als Produkt der Marktrisikoprämie und des Risikofaktors („Betafaktor“). Der so errechnete Wagniszuschlag beträgt demnach mind. 3,0 % ($3,7 \times 0,81$). Die Marktrisikoprämie stellt dabei den von einem Investor erwarteten Aufschlag auf eine risikofreie Anlage („risikoloser Basiszinssatz“) in ein weltweit diversifiziertes Portfolio dar. Aus unserer Sicht wurden sowohl der risikolose Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie und auch der Betafaktor nicht sachgerecht ermittelt. Im Einzelnen:

1. Bestimmung der Marktrisikoprämie

a) Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes

Bei der Bestimmung der Eigenkapitalzinssätze kommt es vorliegend zur Anwendung zwei verschiedener risikoloser Basiszinssätze. Einerseits gibt § 7 Abs. 4 S. 1 Strom-/GasNEV den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere zuzüglich eines Wagniszuschlags als Obergrenze vor. Diesen Wagniszuschlag bestimmt die Beschlusskammer mithilfe des CAPM, wobei dort zur Abschätzung der Marktrisikoprämie ein anderer risikoloser Basiszinssatz verwendet wird. Die Umlaufrendite nach § 7 Abs. 4 S. 1 Strom-/GasNEV enthält dabei nicht nur deutsche Staatsanleihen, sondern auch Anleihen von Banken und Unternehmen (Nicht-MFIs),

vgl. Bundesbank, Kapitalmarktstatistik März 2020, Statistisches Beiheft 2 zum Monatsbericht, S. 36.

Demgegenüber verwenden DMS zur Ableitung der Marktrisikoprämie einen risikolosen Basiszinssatz unter Betrachtung reiner Staatsanleihen von 32 Ländern (Weltanleiheindex),

vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, Summary Edition, S. 60.

Da somit erhebliche Unterschiede zwischen der Betrachtung in Deutschland und den DMS-Daten bestehen, dürfen letztere nicht einfach unreflektiert übernommen werden. Industrieobligationen bester Bonität weisen regelmäßig höhere Risiken auf als Staatsanleihen bester Bonität, womit gleichzeitig deren Renditeerwartung steigt. Zwischen den beiden risikolosen Zinssätzen ist durch diesen methodischen Unterschied schon im Grundsatz keine Vergleichbarkeit gegeben.

Bei DMS dient die Rendite eines Weltanleiheindex als risikoloser Basiszinssatz, die Rendite eines Weltaktienindex zur Abschätzung der Marktrisikoprämie. Hierbei ist anzumerken, dass die unterschiedliche Gewichtung des Weltanleiheindex und des Weltaktienindex nicht nachvollziehbar ist. Während der Weltanleiheindex bei DMS nach Bruttoinlandsprodukt („BIP“) gewichtet ist, wird der Weltaktienindex nach Marktkapitalisierung gewichtet. Frontier Economics errechnen so unterschiedliche Werte für den deutschen risikolosen Basiszinssatz (=0,74 %) und den von DMS verwendeten risikolosen Basiszinssatz zur Schätzung der Marktrisikoprämie (=0,84 %). Die Renditen von Weltanleihe- und Weltaktienindex bei DMS sind damit dem Grunde nach nicht vergleichbar, da die Renditeerwartungen nicht übereinstimmen (Investition nach Marktkapitalisierung bzw. BIP).

Überdies ermittelte Frontier Economics, dass deutsche Staatsanleihen gegenüber anderen europäischen Staatsanleihen gleicher Bonität einen zukünftigen Vorteil in Form einer Verfügbarkeitsprämie durch die Funktion als Zahlungsmittel oder Sicherheitsleistung aufweisen („convenience yield“). Frontier Economics haben dabei lediglich untersucht, ob ein *convenience yield* im Rahmen der Eurokrise bestand. Wir erachten es für dringend notwendig, die Marktrisikoprämie auch um diesen Anteil zu erhöhen. Die betrachteten Anleihen können von Investoren in der Zukunft zu einem höheren Preis verkauft werden, was in einer erhöhten Rendite mündet und in heutige Renditeerwartungen eingepreist wird. Die alternative Investition in einen deutschen Netzbetreiber bietet daher ohne Berücksichtigung eines *convenience yields* eine im Vergleich geringere Rendite. Zudem sollte untersucht werden, ob sich ein erhöhter *convenience yield* im Rahmen der noch immer andauernden Covid19-Pandemie ergibt.

b) Gewichtung der Länder im Weltportfolio (Weltaktienindex)

Die Beschlusskammer ermittelt die Marktrisikoprämie deutscher Netzbetreiber, indem sie die Entwicklung von vergleichbaren Unternehmen mit einem Weltaktienportfolio basierend auf den DMS-Daten vergleicht. Die Beschlusskammer verkennt hierbei allerdings die Gewichtung der einzelnen Länder und Märkte innerhalb des gewählten Weltaktienportfolios. Zudem ist die Datenbasis hinsichtlich der Gewichtung überaus intransparent.

Frontier Economics leiten die Rendite des Weltportfolios aus der historischen Marktkapitalisierung des Streubesitzes ab. Soweit diese Daten nicht zur Verfügung stehen,

wurde die Marktkapitalisierung einzelner Länder über das BIP geschätzt. Diese Vorgehensweise ist nicht nachvollziehbar. Marktkapitalisierung und BIP müssen nicht zwingend miteinander korrelieren. So zeigen statistische Daten etwa für die USA im Jahr 2007 eine Marktkapitalisierung von ca. 19,9 Billionen USD bei einem BIP von ca. 14,5 Billionen USD. Demgegenüber betrug die Marktkapitalisierung im Jahr 2008 nur noch ca. 11,6 Billionen USD bei einem BIP von ca. 14,7 Billionen USD,

Quelle: Statista

<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/604314/umfrage/marktkapitalisierung-der-boersennotierten-unternehmen-in-den-usa/>

<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/14418/umfrage/bruttoinlandsprodukt-in-den-usa/>

Während die Marktkapitalisierung in den USA aufgrund der damaligen Wirtschaftskrise erheblich abgenommen hat, blieb das BIP also nahezu unverändert. Die Approximation der Marktkapitalisierung durch Betrachtung historischer BIP-Daten ist damit für die Adressaten der geplanten Festlegung nicht nachvollziehbar. Gegen diese Verwendung der Daten spricht auch, dass Investoren regelmäßig nicht nach Marktkapitalisierung und BIP investieren, sondern sich für eine der beiden Strategien entscheiden. Ein Investment nach BIP erscheint vorliegend aber schon deshalb zweifelhaft, da das CAPM grundsätzlich von der Risikoaversität der Investoren ausgeht,

vgl. S. 10 der Festlegungsentwürfe.

Bei einem Investitionsverhalten nach Höhe des BIP einzelner Länder ergibt sich hingegen eine Übergewichtung der *emerging markets*,

vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, Summary Edition, S. 36 f.

Dies widerspricht jedoch dem risikoaversen Verhalten, da Investitionen in *emerging markets* immer mit einem höheren Risiko behaftet sind. In den *emerging markets* sind Investitionen schon häufig aufgrund der staatlichen Ausrichtung mit großer Unsicherheit behaftet, wie sich etwa am Beispiel China zeigt.

Überdies ist die Gewichtung der einzelnen Länder in den DMS-Daten vollkommen intransparent. Dies hat Frontier Economics sogar selbst festgestellt und darauf hingewiesen, dass die Untersuchung der Gewichtung zur Prüfung der Robustheit des Ergebnisses hilfreich wäre,

vgl. Gutachten von Frontier Economics, S. 32.

Die Adressaten der geplanten Festlegungen können die Ergebnisse somit nicht selbst nachvollziehen. Entgegen der Auffassung der Beschlusskammer ist die mangelnde Transparenz auch keineswegs unbeachtlich,

vgl. S. 15 der Festlegungsentwürfe.

Hinsichtlich der Gewichtung einzelner Länder ist weiter anzumerken, dass die DMS-Daten außerhalb der ursprünglichen 23 verwendeten Länder-Datensätze sehr lückenhaft sind. Der BGH hat zu den Eigenkapitalzinssätzen der dritten Regulierungsperiode entschieden, dass einzelne Länderdaten nicht einbezogen werden dürfen, wenn für das entsprechende Land Daten nur für einen wesentlich geringeren Zeitraum zur Verfügung stehen als für die übrigen Länder,

vgl. BGH, Beschluss vom 9. Juli 2019, Az. EnVR 52/18, Rz. 65 in juris.

Für DMS-23 stehen Daten von 1900 bis heute zur Verfügung. Hierbei ist allerdings schon anzumerken, dass für China und Russland aufgrund der Politik nationaler Abschottung und der damit für Ausländer einhergehenden Schließung der Kapitalmärkte Daten nur für ca. ein Drittel des gesamten Betrachtungszeitraums zur Verfügung stehen. Für die zusätzlichen neun Länder im Datensatz DMS-32 stehen Daten frühestens ab ca. 1950, überwiegend jedoch erst ab ca. 1965 zur Verfügung. Auch bei den weiteren 58 Ländern des Datensatzes DMS-90 zeigt sich, dass die Daten frühestens ab ca. 1975 zur Verfügung stehen,

vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, Summary Edition, S. 35.

Diese insgesamt unreflektierte bzw. unbereinigte Verwendung der DMS-Daten ist aus den dargelegten Gründen methodisch unzureichend und zur Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht geeignet. Nach der Rechtsprechung des BGH dürften die Daten dieser Länder nicht verwendet werden.

c) Fokussierung auf Streubesitz widerspricht Investitionsverhalten

DMS gehen bei der Berechnung der Welt-Marktrisikoprämie ausschließlich von den in Streubesitz („free float“) befindlichen Aktien aus („investible market“). Dieses Vorgehen stellt einen ungeeigneten Vergleich für die Investoren in deutsche Netzbetreiber dar und verfälscht die Renditeerwartungen dieser Investoren. Die ganz überwiegende Mehrheit der deutschen Netzbetreiber ist als Kapitalgesellschaft in Form einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung organisiert. Nur die wenigsten Netzbetreiber firmieren als Aktiengesellschaft. Die historischen Daten der Renditen von Investitionen in GmbHs (bzw. deren ausländische Pendanten) gehen in die DMS-Daten bereits insgesamt nicht ein. Die Anteilseigner der deutschen Netzbetreiber sind außerdem bereits aller Regel nach Großinvestoren. Solchen Investoren steht bei Investition in ein Weltportfolio ebenfalls ein größerer Markt als nur der Streubesitz zur Verfügung. Sie sind demnach nicht an den börsengehandelten Streubesitz gebunden, sondern

können unabhängig davon größere Aktienpakete erwerben. Die Beschlusskammer weist richtigerweise auch darauf hin, dass die DMS-Daten *free-float-adjusted* sind,

vgl. S. 15 der Festlegungsentwürfe bzw. S. 90 des Gutachtens von Frontier Economics.

Demnach wäre es nur folgerichtig, eine nicht-adjustierte Datenbasis („full-float“) zu verwenden, die die gesamten Investitionsmöglichkeiten der potenziellen Investoren in deutsche Netzbetreiber abbildet. Passenderweise weisen DMS sogar selbst darauf hin, dass ihr Datensatz einen großen Teil des für Großinvestoren zur Verfügung stehenden Marktes nicht abbildet, was sich insbesondere negativ auf *emerging markets* auswirkt, da der Streubesitz dort beheimateter Aktiengesellschaften (42 %) nicht einmal die Hälfte des Streubesitzes von Unternehmen in Industrieländern ausmacht (89 %),

vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, Summary Edition, S. 37.

In der Folge müsste die Marktrisikoprämie für Investoren von deutschen Netzbetreibern höher ausfallen. Denn Investitionen außerhalb des Streubesitzes bzw. in eine GmbH sind mit größeren Risiken verbunden als reine Investitionen in börsengehandelte Wertpapiere. Anteile an einer GmbH sind nicht börsengehandelt und damit bereits von Natur aus weniger liquide. Hinzu kommen außerdem die besonderen Formerfordernisse bei der Übertragung von GmbH-Anteilen, nämlich der notariellen Beurkundungspflicht, § 15 Abs. 3 GmbHG. Aufgrund dieser Einschränkungen haben Investoren deutscher Netzbetreiber grundsätzlich eine höhere Renditeerwartung. Zwar ist die Handelbarkeit der Wertpapiere eine methodische Annahme des CAPM. Jedoch geht diese aus den dargelegten Gründen an der Lebenswirklichkeit vorbei. Dies rechtfertigt daher eine Erhöhung der nach dem CAPM ermittelten Marktrisikoprämie.

d) Weitere Gründe zur Erhöhung der Marktrisikoprämie

Frontier Economics haben sich gegen weitere Anpassungen der Marktrisikoprämie ausgesprochen. Dies missachtet nach unserer Auffassung aber die gestiegenen Schwierigkeiten der Netzbetreiber sowie das derzeitige regulatorische Umfeld.

Es bestehen große Unschärfen zwischen den tatsächlichen Kosten des Netzbetriebs und den Kosten, die letztlich regulatorisch in Ansatz gebracht werden dürfen. Netzbetreiber in Deutschland sind aufgrund vielfacher Veränderungen zu Ausgaben gezwungen, die oft nur teilweise wieder verdient werden können, dies nicht zuletzt auch durch das politische Umfeld, dem sich etwa Stadtwerke stark ausgesetzt sehen. Die Energiewende zwingt die Netzbetreiber zu Veränderungen des Netzgeschäfts, etwa durch die Anbindung von Ladesäulen, die größere Einbindung kleinerer Erzeugungsanlagen durch inzwischen bundesweit geplante Photovoltaik-Pflichten für Häuser oder die Planung und Errichtung von Wasserstoffnetzen, deren künftige Regulierung derzeit noch nicht absehbar ist. Hinzu kommen Kapitalmarktschwankungen im Zuge der Covid19-Pandemie, deren Einbeziehung in die Eigenkapitalverzinsung von Frontier Economics noch als zu früh empfunden wird. Insgesamt

ergeben sich daraus vielfache Wagnisse für die Netzbetreiber in Deutschland, die die Festlegungsentwürfe nicht abbilden. Dadurch entstehende Mehrkosten müssen regelmäßig mit Eigenkapital kompensiert werden. Wir erachten es daher für notwendig, diese Aspekte einer gründlicheren Prüfung zu unterziehen und die Marktrisikoprämie entsprechend anzuheben.

Vor diesem Hintergrund erachten wir es in den genannten Fällen sowie im Hinblick auf die oben genannten Aspekte des unterschiedlichen Basiszinssatzes in den DMS-Daten und der Strom-/GasNEV sowie dem *convenience yield* deutscher Staatsanleihen für notwendig, etwaige Erhöhungen der Marktrisikoprämie am oberen Ende der jeweiligen Bandbreite auszurichten. Wir möchten dabei insbesondere zu bedenken geben, dass die Festlegung der Eigenkapitalverzinsung für die Dauer einer fünfjährigen Regulierungsperiode erfolgt und die sich hierauf negativ auswirkenden Aspekte zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht vollständig der Höhe nach bestimmt werden können. Weitere Einschränkungen auf den Kapitalmärkten oder steigende regulatorische Anforderungen müssten die Netzbetreiber somit selbst finanzieren. Die Beschlusskammer riskiert mit dem derzeitigen Vorgehen jedenfalls die Lebensfähigkeit der Netze, die jedoch europarechtlich vorgeschrieben ist, vgl. Art. 59 Abs. 7 lit. a) der Richtlinie (EU) 2019/944.

e) Plausibilisierung der Höhe der Marktrisikoprämie

Auch andere Institutionen schätzen die Marktrisikoprämie insgesamt höher ein. So empfiehlt etwa der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des Instituts der Wirtschaftsprüfer („IDW“) für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 6 bis 8 %,

vgl. IDW, Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen, Fachlicher Hinweis des FAUB vom 25. März 2020, S. 3.

Oxera schätzt die Marktrisikoprämie auf einen Wert „deutlich über 5 %“,

vgl. Oxera, Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Basis internationaler Daten, Gutachten im Auftrag der Netze BW vom 16. März 2021. S. 52.

ValueTrust ermittelte im Auftrag des BDEW eine Marktrisikoprämie in Höhe von 7,5 %,

vgl. ValueTrust, Gutachtliche Stellungnahme zur kapitalmarktkonformen Ermittlung CAPM-basierter Eigenkapitalkosten der Erlösobergrenzenregulierung für die 4. Regulierungsperiode, S. 116.

Gemeinsam haben diese Papiere damit, dass die dort errechneten Marktrisikoprämien weit über dem von der Beschlusskammer ermittelten Wert liegen. Damit zeigt bereits dieser Vergleich, dass die Zweifel an den hiesigen Festlegungsentwürfen offenbar nicht unbegründet sind.

2. Bestimmung des Betafaktors

Zur Ableitung des Betafaktors deutscher Netzbetreiber werden die Verhältnisse von Netzbetreibern auf den internationalen Kapitalmärkten betrachtet, um so das systematische Risiko des Netzbetriebs zu quantifizieren. Die Zusammensetzung der Vergleichsgruppe begegnet dabei erheblichen Bedenken. Gleichzeitig finden sich methodische Inkonsistenzen bei der Ableitung des Betafaktors und der Marktrisikoprämie. Im Einzelnen:

a) Größe und Zusammensetzung der Vergleichsgruppe

Die Bestimmung des Betafaktors basiert unserer Ansicht nach auf willkürlich gewählten Vergleichsparametern. Insbesondere fällt die Vergleichsgruppe an ausländischen Netzbetreibern deutlich zu klein aus. Es werden gerade einmal elf Unternehmen berücksichtigt („Short List“), von denen zwei in Spanien, zwei in Italien und drei in Australien beheimatet sind. Angesichts der fast vierstelligen Zahl deutscher Netzbetreiber erscheint die Vergleichsgruppe bereits unverhältnismäßig klein. Während Frontier Economics lediglich börsennotierte Vergleichsunternehmen betrachtet, ist die überwiegende Mehrheit der deutschen Netzbetreiber nicht börsennotiert. Für nicht börsennotierte Unternehmen stellen sich die von Frontier Economics verwendeten Vergleichsparameter gänzlich anders dar, wie etwa die Geld-Brief-Spanne („Spread“), die bei GmbHs mangels Börsennotierung nicht existiert. Da Frontier Economics die Long List nicht vorlegt, kann deren Einschränkung auf die Short List auch nicht überprüft werden. Wir erachten es für dringend notwendig, die Long List zu veröffentlichen und die Einschränkung ausführlicher zu begründen.

Unabhängig dieser mangelnden Transparenz lässt sich auch die Methodik der Erstellung der Short List bereits inhaltlich nicht nachvollziehen. Der Gutachter begründet die Auswahl mit der Einschränkung auf Unternehmen, deren Netzgeschäft mind. 75 % der unternehmerischen Aktivität ausmacht. Nach Aussage des Gutachters würde sich sonst ein höheres Beta ergeben, da die übrigen unternehmerischen Aktivitäten das Beta des Netzbetriebs beeinflussen würden,

vgl. S. 48 des Gutachtens.

Die Auswahl des Gutachters verkennt dabei die weitestgehend harmonisierten Regelungen zur Entflechtung in der Europäischen Union. Der Netzbetrieb und andere unternehmerische Aktivitäten müssen, auch buchhalterisch, strikt voneinander getrennt werden. Damit ließe sich zumindest für europäische Netzbetreiber das systematische Risiko exakt bestimmen. Insofern ist die Einschränkung der Short List nicht sachgerecht. Das errechnete Beta von 0,81 % basiert auf falschen Annahmen. Ohne Vorlage der Long List und der genauen Einschränkung auf die Short List kann derzeit nicht mit Sicherheit gesagt werden, ob das Beta über- oder unterbewertet wurde. Die Begründung ist damit bereits inhaltlich falsch und die Willkür der Zusammensetzung praktisch bewiesen.

Des Weiteren verzerrt die Aufnahme von mehreren Vergleichsunternehmen eines Landes die Vergleichswerte zu Lasten der deutschen Netzbetreiber. Die Beschlusskammer geht richtigerweise davon aus, dass Netzbetreiber als natürliche Monopole zumindest in den Industrieländern einer Regulierung unterfallen. Netzbetreiber aus dem gleichen Land unterliegen dabei regelmäßig einer gleichartigen Regulierung (insb. durch die Regulierungsvorgaben der Europäischen Union in Europa). Die Betrachtung mehrerer ausländischer Netzbetreiber aus demselben Land stellt somit eine Verzerrung dar, da sich aufgrund der regulatorischen Gleichheit keine Unterschiede in der Rendite finden lassen sollten. Etwaige Unterschiede müssten logischerweise auf unterschiedlichen unternehmerischen Entscheidungen basieren, wenn die Renditen durch die Regulatorik vorgegeben sind. Unterschiede gibt es allenfalls zwischen Verteiler- und Fernleitungs-/Übertragungsnetzbetreibern. Allerdings liegt es hier in der Natur der Sache, dass es wesentlich mehr Verteilernetzbetreiber in jedem Land gibt. Ziel muss es im Übrigen sein, die Renditen einer möglichst großen Gruppe von Netzbetreibern aus verschiedenen Ländern zu betrachten. Die Beschlusskammer betrachtet hingegen lediglich elf Unternehmen aus sieben Ländern. Demgegenüber zählt etwa MSCI Inc. insgesamt 23 Länder zu den *developed markets*, sodass zur Abschätzung des Betafaktors deutscher Netzbetreiber jeweils mind. ein Unternehmen aus jedem Industrieland betrachtet werden sollte. Wir regen daher an, die Vergleichsgruppe entsprechend deutlich zu erweitern, auch um dem Vorwurf der Willkürlichkeit dieser Auswahl zu begegnen.

b) Wahl der Vergleichsindizes zur Ableitung des Betafaktors

Die finale Ableitung des Betafaktors wurde methodisch inkonsistent gestaltet. Im CAPM werden Marktisikoprämie und Betafaktor in ein Verhältnis gesetzt. Demzufolge müssen beide Werte mit den gleichen wissenschaftlichen Standards ermittelt werden. Dies missachtet die Beschlusskammer allerdings, da sie auf unterschiedliche Wertpapierindizes zurückgreift. Für die Bestimmung der Marktisikoprämie wird – sowie diese in den DMS-Daten zu Grunde liegen – auf Indizes von MSCI Inc. und FTSE Russell zurückgegriffen. Dabei ist insbesondere die Einstufung von *developed markets* und *emerging markets* unklar. DMS nutzen die MSCI-Marktklassifizierung für alle Länder ab 1987. Davor liegende Zeiträume werden vollkommen intransparent nach einem eigenen Algorithmus eingestuft,

vgl. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021, Summary Edition, S. 34.

Beim Betafaktor hingegen wird zur Darstellung von Abweichungen in den Renditen der Vergleichsunternehmen mit einem Vergleichsindex auf Indizes der Qontigo GmbH (vormals STOXX Ltd.) sowie FTSE Russell abgestellt,

vgl. Gutachten von Frontier Economics, S. 49 f.

Diese Vorgehensweise ist methodisch inkonsistent. MSCI Inc. bietet ebenso für alle Länder der betrachteten Vergleichsunternehmen nach Marktkapitalisierung gewichtete Aktienindizes an. Aus unserer Sicht sollten dem Vergleich daher einheitliche Indizes zu Grunde gelegt werden.

3. Angemessenheit der Eigenkapitalverzinsung

Gemäß § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV muss die Festlegung des Wagniszuschlags unter Beachtung der durchschnittlichen Eigenkapitalverzinsung ausländischer Netzbetreiber erfolgen. Der internationale Vergleich der Eigenkapitalzinssätze zeigt auf, dass die Verzinsung der Netzbetreiber in Deutschland deutlich zu gering ausfällt. Frontier Economics ermitteln hier eine Bandbreite von 3,22 % und 8,08 % (jeweils nach Steuern), wobei Deutschland sich mit einem gemittelten Wert von 3,74 % nach Steuern deutlich am unteren Ende der Bandbreite positioniert. Auch andere Gutachter kommen zu dem Entschluss, dass die derzeit geplante Verzinsung in Deutschland von 4,59 % zu niedrig ist,

vgl. NERA, Vergleich internationaler Eigenkapitalzinssätze, Gutachten im Auftrag des BDEW vom 10. Juni 2021.

Soweit Frontier Economics anmerken, dass die alleinige Betrachtung der internationalen Eigenkapitalverzinsung von Netzbetreibern ohne größere Aussagekraft für die Gesamtverzinsung sei, so ist dies vorliegend unbeachtlich. Die Regelung des § 7 Abs. 5 Nr. 2 Strom-/GasNEV gibt diesen Vergleich eindeutig vor. Vor diesem Hintergrund weist eine Verzinsung am unteren Ende der ermittelten internationalen Bandbreite auf eine insgesamt deutlich zu niedrige Verzinsung für deutsche Netzbetreiber hin.

Mit freundlichen Grüßen
Stadtwerke Kleve GmbH

