



Beschluss

In dem Verwaltungsverfahren nach § 29 Abs. 1 Energiewirtschaftsgesetz (EnWG) in Verbindung mit § 7 Abs. 6 Stromnetzentgeltverordnung (StromNEV)

hinsichtlich der Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen für die vierte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung

hat die Beschlusskammer 4 der Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen, Tulpenfeld 4, 53113 Bonn,

durch

ihren Vorsitzenden Alexander Lüdtké-Handjery,

ihren Beisitzer Rainer Busch

und ihren Beisitzer Roman Smidrkal

am 12.10.2021

beschlossen:

Für die Bestimmung der Erlösobergrenze zu Beginn der Anreizregulierung nach § 4 Anreizregulierungsverordnung (ARegV) i.V.m. § 6 ARegV wird für die Dauer der vierten Regulierungsperiode für Neuanlagen ein Eigenkapitalzinssatz in Höhe von 5,07 % vor Steuer und für Altanlagen ein Eigenkapitalzinssatz in Höhe von 3,51 % vor Steuer festgelegt.

Gründe

I.

1. Die vorliegende Festlegung betrifft die für die Dauer der vierten Regulierungsperiode (2024 bis 2028) für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen im Sinne des § 3 Nr. 2 EnWG geltenden Eigenkapitalzinssätze für Neu- und Altanlagen. Zur Bestimmung der Erlösobergrenzen nach § 4 ARegV ist die Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung unter Anwendung von Eigenkapitalzinssätzen für Neu- und Altanlagen durchzuführen.

2. Durch Mitteilung auf der Internetseite der Bundesnetzagentur am 14.07.2021 und im Amtsblatt der Bundesnetzagentur 13/2021 hat die Beschlusskammer am 14.07.2021 die Einleitung des Verfahrens nach § 29 Abs. 1 EnWG in Verbindung mit § 7 Abs. 6 StromNEV veröffentlicht. Zugleich hat die Beschlusskammer den Entwurf eines Festlegungstextes auf der Internetseite der Bundesnetzagentur veröffentlicht und den betroffenen Marktteilnehmern im Rahmen der Konsultation die Möglichkeit zur Abgabe von Stellungnahmen bis zum 25.08.2021 gegeben.

Insgesamt sind mehrere hundert Stellungnahmen von Netzbetreibern, Verbänden, Investoren und Netznutzern bei der Beschlusskammer eingegangen. Die eingegangenen Stellungnahmen wurden auf der Internetseite der Bundesnetzagentur veröffentlicht.

3. Die Landesregulierungsbehörden sind gem. § 55 Abs. 1 S. 2 EnWG von der Einleitung des Verfahrens im Rahmen des Länderausschusses vom 10.06.2021 benachrichtigt worden. Gemäß § 60a Abs. 2 S. 1 EnWG wurde dem Länderausschuss Gelegenheit zur Stellungnahme gegeben. Unter dem 24.09.2021 wurde der Beschlussentwurf gemäß § 58 Abs. 1 Satz 2 EnWG dem Bundeskartellamt und den Landesregulierungsbehörden zur Stellungnahme übersandt.

4. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den Inhalt der Verfahrensakte Bezug genommen.

II.

Der Beschluss ist formell und materiell rechtmäßig. Er beruht auf einer rechtmäßigen Anwendung des nationalen Rechts, auch vor dem Hintergrund der Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs vom 02.09.2021, C-718/18. Eine Rechtsgrundlage für den Beschluss liegt vor.

A) Vollständige Anwendung des nationalen Rechts auch vor dem Hintergrund des Urteils des Europäischen Gerichtshofs vom 02.09.2021, C-718/18

Die Beschlusskammer hat in rechtmäßiger Weise die Vorgaben des nationalen Rechts in Form der normativen Regulierung, soweit diese im vorliegenden Verfahren Anwendung finden und von der Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs (Urteil vom 02.09.2021, C-718/18) erfasst werden, für ihre Entscheidung herangezogen. Als „normative Regulierung“ werden im Allgemeinen solche Regeln des nationalen Gesetz- und Verordnungsgebers (z.B. in StromNEV, GasNEV und ARegV) bezeichnet, die konkrete methodische und materielle Vorgaben für die Regulierung durch die Bundesnetzagentur enthalten. Die Pflicht zur Anwendung dieser nationalen Vorgaben folgt aus Art. 20 Abs. 3 GG und gilt auch angesichts der Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs fort, bis sie vom Gesetz- bzw. Verordnungsgeber außer Kraft gesetzt oder neu geregelt werden. Dies hat der Bundesgerichtshof bereits entschieden (BGH, Beschluss vom 08.10.2019, EnVR 58/18, Rn. 60 ff., siehe auch OLG Düsseldorf Beschluss vom 28.04.2021, VI-3 Kart 798/19 [V], S. 72 ff.).

I. Der Europäische Gerichtshof hat zwar in seiner Entscheidung festgestellt, dass die normative Regulierung in Deutschland insgesamt mit der in Art. 37 Richtlinie 2009/72/EG (heute Art. 59 Richtlinie (EU) 2019/944) sowie in Art. 41 Richtlinie 2009/73/EG geregelten ausschließlichen Zuständigkeit der nationalen Regulierungsbehörde unvereinbar ist und die Richtlinien insoweit durch die Bundesrepublik Deutschland nicht bzw. fehlerhaft umgesetzt wurden. Insoweit hat der Europäische Gerichtshof der vierten Rüge stattgegeben, mit der die Kommission Deutschland vorgeworfen hatte, es habe die in den Richtlinien vorgesehenen ausschließlichen Zuständigkeiten der NRB verletzt, indem es im deutschen Recht die Bestimmung der Methoden zur Berechnung oder Festlegung der Bedingungen für den Anschluss an und den Zugang zu den nationalen Netzen, einschließlich der anwendbaren Tarife, der Bundesregierung und nicht der nationalen Regulierungsbehörde zugewiesen habe.

II. Der Europäische Gerichtshof hat aber weder über die Zuständigkeitsfragen hinausgehend einen materiell-rechtlichen Verstoß einzelner Vorgaben der normativen Regulierung gegen EU-Recht gerügt, noch hat er sich ausdrücklich zu der Frage geäußert, ob die normative Regulierung bis zu dem Zeitpunkt, zu dem der nationale Gesetz- und Verordnungsgeber den festgestellten Verstoß beseitigt, weiter anwendbar ist. Der EuGH hat sich insbesondere auch nicht explizit zu der Frage geäußert, ob die Richtlinienbestimmungen über die ausschließliche Zuständigkeit unmittelbar anwendbar sind.

III. Die Regelungen der normativen Regulierung sind nicht nichtig. Weder nach den Grundsätzen des europäischen Rechts noch nach nationalem Recht führt der Verstoß einer nationalen Regelung gegen Unionsrecht zu deren Nichtigkeit (BGH, Beschluss vom 08.10.2019, EnVR 58/18, Rn. 61 ff.). Vielmehr sind die Grundsätze des Anwendungsvorrangs des Unionsrechts vor nationalem Recht zu beachten.

Zudem scheidet eine richtlinienkonforme Auslegung der Vorschriften der normativen Regulierung aus. Der Europäische Gerichtshof sieht zwar sowohl in der an die Bundesregierung gem. § 24 EnWG erfolgten Zuweisung von Zuständigkeiten, als auch in den bindenden Vorgaben der normativen Regulierung eine mit den oben genannten Richtlinien unvereinbare Beschränkung der ausschließlichen Zuständigkeit der nationalen Regulierungsbehörde (EuGH a.a.O., Rz. 101 f., 115

f.). Eine Umdeutung der nationalen Vorgaben in nicht bindende Programmsätze, die die ausschließliche Zuständigkeit der Regulierungsbehörde nicht beeinträchtigen, kommt angesichts des eindeutigen Wortlauts, der Systematik und des Regelungszwecks der Vorschriften der normativen Regulierung jedoch nicht in Betracht (Verbot der contra legem-Auslegung, BGH, Beschluss vom 08.10.2019, EnVR 58/18, Rn. 66 ff.).

Der Grundsatz vom Anwendungsvorrang des Unionsrechts führt indes nicht dazu, die Vorschriften der normativen Regulierung unangewendet zu lassen. Der Anwendungsvorrang besagt, dass eine nationale Regelung, die mit einer unmittelbar geltenden Regelung des Unionsrechts unvereinbar ist, von nationalen Behörden und Gerichten nicht angewendet werden darf (vgl. Streinz, EUV, 3. Aufl. 2018, Art. 4 Rn. 40; Ruffert, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, 5. Aufl. 2016, Art. 288 AEUV, Rn. 69 f.). Dieser Grundsatz gilt jedoch nur, soweit unmittelbar anwendbares Unionsrecht betroffen ist (EuGH, Urteil vom 24.06.2019, C-573/17, Rn. 62). Die normative Regulierung verstößt nicht gegen unmittelbar anwendbares Unionsrecht. Die hier maßgeblichen Richtlinienbestimmungen über die ausschließliche Zuständigkeit der nationalen Regulierungsbehörde, mit denen die Vorgaben der normativen Regulierung unvereinbar sind, sind nicht unmittelbar anwendbar.

IV. Damit eine Richtlinienbestimmung unmittelbar angewendet werden kann, müssen spezifische Voraussetzungen vorliegen (Grabitz/Hilf/Nettesheim, AEUV, 71. EL August 2020, Art. 288 Rn. 149). Der Europäische Gerichtshof geht von der unmittelbaren Anwendbarkeit einer nicht oder nicht ordnungsgemäß umgesetzten Richtlinienbestimmung nach Ablauf der Umsetzungsfrist aus, wenn die Bestimmung hinreichend genau und inhaltlich unbedingt ist. Zudem können die Bestimmungen einer Richtlinie grundsätzlich nur Rechte, aber keine Pflichten eines Einzelnen begründen (sog. Belastungsverbot). Insofern kommt auch eine objektive unmittelbare Wirkung vorliegend nicht in Betracht. Im Einzelnen:

a. Die Richtlinienvorgaben sind nicht unbedingt. Eine Unionsvorschrift ist inhaltlich unbedingt, wenn sie eine Verpflichtung normiert, die an keine Bedingung geknüpft ist und zu ihrer Durchführung oder Wirksamkeit auch keiner weiteren Maßnahmen der Unionsorgane oder der Mitgliedstaaten bedarf. Die Richtlinienbestimmungen über die ausschließliche Zuständigkeit sind nicht als inhaltlich unbedingt anzusehen.

Gegenwärtig fehlt es an den erforderlichen und zureichenden Umsetzungsnormen im nationalen Recht. Das betrifft sowohl die konkrete umfassende Aufgabenzuweisung als auch die für einen Eingriff erforderliche Ermächtigungsgrundlage. Die Bundesnetzagentur hat nach nationalem Recht gegenwärtig (nur) die Befugnis, die Vorgaben der normativen Regulierung anzuwenden und ggf. unter Rückgriff auf § 29 EnWG je nach Festlegungsermächtigung weiter auszugestalten und zu konkretisieren. Sie hat aber mangels entsprechender Aufgabenzuweisung durch den Gesetzgeber nicht die übergeordnete, allgemeine und uneingeschränkte Befugnis, die ihr nach den Richtlinien vorbehaltenen Aufgaben vollumfänglich und selbständig auszuüben (vgl. EuGH a.a.O., Rz. 105) beispielsweise also die Methoden oder Bedingungen für den Netzanschluss und den Netzzugang frei festzulegen oder zu genehmigen (vgl. nur § 24 S. 1 Nr. 1 EnWG). Dass es hierzu einer umfassenden mitgliedstaatlichen Aufgabenzuweisung bedarf, entspricht im Übrigen auch dem europäischen Leitbild, wonach die Mitgliedstaaten zur Einrichtung von Regulierungsbehörden mit spezifischen Zuständigkeiten verpflichtet sind (vgl. Erwägungsgrund 33 der Richtlinie 2009/72/EG bzw. Erwägungsgrund 29 der Richtlinie 2009/73/EG). Die Mitgliedstaaten verfügen bei der Organisation und Strukturierung der Regulierungsbehörde zwar über eine Autonomie, haben diese aber unter vollständiger Beachtung der in den Richtlinien festgelegten Ziele und Pflichten auszuüben und insoweit sicherzustellen, dass die Regulierungsbehörde bei der Ausübung der ihr vorbehaltenen Zuständigkeiten ihre Entscheidungen autonom treffen kann (vgl. EuGH, a.a.O., Rz. 119). Dieser Befund wird auch durch das in der Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs mündende Vertragsverletzungsverfahren bestätigt: Gegenstand der Rüge durch die Europäische Kommission war nicht die fehlerhafte Ausübung einer nach nationalem Recht bereits ordnungs-

gemäß zugewiesenen ausschließlichen Zuständigkeit der nationalen Regulierungsbehörde, sondern der Umstand, dass eine den Richtlinien entsprechende umfassende Aufgabenzuweisung an die nationale Regulierungsbehörde im nationalen Recht bislang nicht erfolgt ist (vgl. EuGH a.a.O., Rz. 88). Vielmehr liegt hier eine fehlerhafte Aufgabenzuweisung vor (EuGH, a.a.O., Rz. 130); diese kann und muss durch den Mitgliedstaat korrigiert werden, der dann die noch möglichen Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten vorsehen kann (EuGH a.a.O., Rz. 126, 127).

b. Mit der unmittelbaren Anwendung der Richtlinien wären Belastungen Einzelner verbunden, so dass eine solche ausscheidet. Zwar ist die Einräumung subjektiver Rechte keine Voraussetzung für eine unmittelbare Anwendbarkeit (woran es vorliegend wegen des Verstoßes gegen objektiv geprägte Zuständigkeitsnormen auch fehlen würde), allerdings gilt das Belastungsverbot. Wenn der Bundesnetzagentur aus einer unmittelbaren Anwendung der Richtlinie weitergehende oder jedenfalls anders ausgestaltete Kompetenzen zukämen, könnte sich dies je nach Einzelfall zugunsten, aber auch zu Lasten bestimmter Beteiligter auswirken. Daraus wiederum könnten sich Belastungen ergeben, die nach Auffassung des Bundesgerichtshofs nur durch das europäische Primärrecht oder durch EU-Verordnungen begründet werden können, nicht aber durch Richtlinien (vgl. BGH, Beschluss vom 08.10.2019, EnVR 58/18, Rn. 73).

Eine Belastung würde sich zudem bereits aus dem Heranziehen der Richtlinien als Ermächtigungsgrundlage ergeben. Dies wäre europarechtlich unzulässig. Sofern die Richtlinienbestimmungen über die ausschließliche Zuständigkeit als inhaltlich unbedingt anzusehen wären, müssten sie von der Bundesnetzagentur unmittelbar als Ermächtigungsgrundlage auch für belastende Regulierungsentscheidungen herangezogen werden. Anders als in den vom Europäischen Gerichtshof entschiedenen Fällen, in denen er eine unmittelbare Belastung durch Richtlinienrecht verneinte, weil die Belastung erst durch ein Verwaltungsverfahren auf Basis nationalen Rechts eintrat, würden vorliegend die Richtlinienbestimmungen als solche unmittelbar gegenüber den Betroffenen herangezogen werden und als materiell-rechtliche Befugnisnormen für belastende Verwaltungsverfahren und Regulierungsentscheidungen fungieren. Soweit ersichtlich existiert bislang keine hier einschlägige Judikatur, in der der EuGH es für europarechtskonform eingestuft hätte, dass eine Richtlinienbestimmung als eigenständige Ermächtigungsgrundlage für Eingriffe in Rechte des Einzelnen herangezogen werden darf.

c. Eine ausnahmsweise objektive unmittelbare Wirkung der Richtlinienbestimmungen bezogen auf die ausschließliche Zuständigkeit scheidet ebenfalls aus. Der Europäische Gerichtshof hat eine objektive unmittelbare Wirkung von Richtlinienbestimmungen anerkannt, aus denen sich für staatliche Stellen eindeutige Pflichten ergeben. Konkret ging es beispielsweise um die nicht rechtzeitig in nationales Recht umgesetzte Pflicht der zuständigen Behörde zur Durchführung einer Umweltverträglichkeitsprüfung im Rahmen eines Genehmigungsverfahrens für die Errichtung eines Wärmekraftwerks (EuGH, Urteil vom 11.08.1995, C-431/92 – Wärmekraftwerk Großkrotzenburg).

Zwar mag sich vorliegend aus den Richtlinienbestimmungen über die ausschließliche Zuständigkeit der nationalen Regulierungsbehörde die Verpflichtung ergeben, von dieser Zuständigkeit auch Gebrauch zu machen, um den Zielsetzungen der Richtlinien hinreichend Rechnung tragen zu können. Anders als im Fall des Wärmekraftwerks Großkrotzenburg ist diese Verpflichtung vorliegend jedoch nicht inhaltlich unbedingt. Im vom Europäischen Gerichtshof entschiedenen Fall konnte die zuständige Behörde der Pflicht zur Durchführung einer Umweltverträglichkeitsprüfung ohne Weiteres nachkommen, weil diese als unselbstständiger Bestandteil des nach nationalem Recht vorgesehenen und ihr bereits zugewiesenen Genehmigungsverfahrens durchzuführen war. Demgegenüber kann die Bundesnetzagentur die ihr nach den Richtlinienbestimmungen zugewiesene ausschließliche Zuständigkeit erst ausüben, wenn ihr entsprechende Befugnisse nach nationalem Recht eingeräumt werden (siehe oben).

V. Ungeachtet der Tatsache, dass die Richtlinienbestimmungen nicht unmittelbar anwendbar sind, sprechen aus Sicht der Beschlusskammer weitere erhebliche Gründe dafür, die Vorgaben der normativen Regulierung in der Übergangszeit zur Anwendung zu bringen. Die Nichtanwendung der normativen Regulierung in der Übergangszeit würde zu einem Zustand führen, der mit den Zielsetzungen der genannten Richtlinien erst recht unvereinbar wäre (so auch BGH, Beschluss vom 08.10.2019, EnVR 58/18, Rn. 76).

Die Richtlinien verlangen, dass zumindest die Methoden zur Berechnung oder Festlegung der Bedingungen u.a. für den Netzanschluss und den Netzzugang „mit ausreichendem Vorlauf vor deren Inkrafttreten“ festgelegt oder genehmigt werden, vgl. Art. 41 Abs. 6 der Richtlinie 2009/73/EG und Art. 59 Abs. 7 der Richtlinie (EU) 2019/944. Diesem Gebot der ex ante-Regulierung wird in Deutschland gegenwärtig zu einem großen Teil über die Vorgaben der normativen Regulierung Rechnung getragen. Die normative Regulierung strukturiert die Methoden für die Berechnung der Tarife vor und legt ex ante die wesentlichen Bedingungen für den Netzanschluss und den Netzzugang fest. Sie regelt unmittelbar Rechte und Pflichten für Netzbetreiber und andere Marktakteure und schafft auf diese Weise den von den Richtlinien geforderten transparenten und vorhersehbaren, verlässlichen Regulierungsrahmen. Bestehende Festlegungen und Genehmigungen der Bundesnetzagentur, die sie im Rahmen ihrer bisherigen Zuständigkeiten erlassen hat, tragen zwar ebenfalls zu der erforderlichen ex ante-Regulierung bei, dies jedoch nur in Teilbereichen und in Ergänzung der normativen Regulierung und damit nicht in dem von der Richtlinie geforderten Umfang.

Ein faktisches Außerkrafttreten der Vorgaben der normativen Regulierung würde daher zu beträchtlichen Regelungslücken und damit einhergehend erheblichen Rechtsunsicherheiten für alle Marktbeteiligten führen. Auch dies wäre mit den genannten Richtlinienvorgaben und den Zielsetzungen des Energiebinnenmarkts schwerlich vereinbar. Beispielsweise dürfte eine derart unklare Rechtslage im Übergangszeitraum kaum Investitionsanreize setzen und Unsicherheiten für die unternehmerische Tätigkeit der regulierten Unternehmen und auch der sonstigen Marktteilnehmer auslösen. Für den Übergangszeitraum ist es daher sinnvoll und angebracht, stabile und berechenbare Verhältnisse zu gewährleisten.

B) Zuständigkeit der Bundesnetzagentur

Die Festlegung für die Eigenkapitalzinssätze für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen beruht auf § 7 Abs. 6 Satz 1 StromNEV in Verbindung mit §§ 29 Abs. 1, 24 EnWG. Danach entscheidet die Regulierungsbehörde über die Eigenkapitalzinssätze nach § 21 Abs. 2 EnWG in Anwendung der § 7 Abs. 4 und 5 StromNEV vor Beginn einer Regulierungsperiode nach § 3 ARegV durch Festlegung nach § 29 Abs. 1 EnWG.

Die Bundesnetzagentur ist gemäß § 54 Abs. 3 S. 3 Nr. 2 EnWG die für diese Festlegung zuständige Regulierungsbehörde. Von der Festlegung sind alle Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen mit Sitz in Deutschland betroffen, denn § 54 Abs. 3 S. 3 Nr. 2 EnWG sieht zur Wahrung gleichwertiger wirtschaftlicher Verhältnisse im Bundesgebiet ausdrücklich die Befugnis der Bundesnetzagentur für die Festlegung von bundeseinheitlichen Eigenkapitalzinssätzen vor. Eine Zuständigkeit der jeweiligen Landesregulierungsbehörde, auch für Stromversorgungsunternehmen, an deren Elektrizitätsverteilernetz jeweils weniger als 100.000 Kunden unmittelbar oder mittelbar angeschlossen sind, scheidet daher aus.

Die Zuständigkeit der Beschlusskammer ergibt sich aus § 59 Abs. 1 Satz 1 EnWG.

C) Geltungsdauer des Eigenkapitalzinssatzes

Gemäß § 7 Abs. 6 StromNEV sind die Eigenkapitalzinssätze nach § 21 Abs. 2 EnWG vor Beginn einer Regulierungsperiode nach § 3 ARegV festzulegen. Mit dieser Festlegung werden die Eigenkapitalzinssätze für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen für die vierte Regulierungsperiode festgelegt. Diese beginnt gemäß § 3 Abs. 1 ARegV für Elektrizitätsversorgungsnetzbetreiber am 01.01.2024 und endet am 31.12.2028.

D) Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen

Der Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen beträgt 5,07 % vor Steuern. Der Wert wurde von der Beschlusskammer wie folgt ermittelt¹:

$$\begin{aligned} \text{Eigenkapitalzinssatz}_{\text{Neuanlagen vor Steuern}} &= \text{Eigenkapitalzinssatz}_{\text{nach Steuern}} \times \text{Steuerfaktor} \\ &= 4,13\% \times 1,226 \\ &= 5,07\% \end{aligned}$$

Der Eigenkapitalzinssatz vor Steuern für Neuanlagen erfüllt damit die Anforderungen des § 7 Abs. 6 Satz 1 StromNEV; es handelt sich um einen Eigenkapitalzinssatz nach § 21 Abs. 2 EnWG, der in Anwendung des § 7 Abs. 4 und Abs. 5 StromNEV festgelegt wird.

§ 21 Abs. 2 EnWG sieht eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung vor. Unter Berücksichtigung der Entwicklung aller Faktoren des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse und der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten erfüllt der Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen die an ihn gestellte Anforderung der Angemessenheit. Die Wettbewerbsfähigkeit wird durch die Einbeziehung eines kapitalmarktorientierten Modells zur Bestimmung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse sichergestellt. Der Anforderung an die Risikoangepasstheit des Eigenkapitalzinssatzes wird durch die Berücksichtigung eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse Rechnung getragen.

Nach § 7 Abs. 4 StromNEV darf der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Neuanlagen entfällt, anzuwendende Eigenkapitalzinssatz den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach Absatz 5 nicht überschreiten.

I. Eigenkapitalzinssatz nach Steuern für Neuanlagen

Der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern beträgt 4,13 %.

Der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern für Neuanlagen ergibt sich als Summe aus dem auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten (siehe 1.) zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse (siehe 2.). Die Summe aus diesen beiden Bestandteilen des Eigenkapitalzinssatzes stellen Nettogrößen dar, d.h. in ihnen sind keine Steuern berücksichtigt. Daher wird dieser Wert als Nach-Steuer-Größe bezeichnet.

¹ Differenzen resultieren aus der im Beschluss vorzufindenden auf zwei Dezimalstellen gerundeten Darstellung. Die Ermittlungen basieren auf ungerundeten Werten.

1. Bestimmung der Umlaufrendite

Der auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogene Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten beträgt 0,74 %.

Bei der Bestimmung der Umlaufrendite stellt die Beschlusskammer auf die von der Bundesbank veröffentlichten Reihe „Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen / Insgesamt / Monatswerte“² ab. In der Renditenstatistik sind grundsätzlich nur festverzinsliche Inhaberschuldverschreibungen mit einer längsten Laufzeit gemäß Emissionsbedingungen von über vier Jahren enthalten. Außer Betracht bleiben strukturierte Produkte, Bankschuldverschreibungen mit unplanmäßiger Tilgung, Null-Kupon-Anleihen, variabel verzinsliche Anleihen und nicht auf Euro lautende Anleihen inländischer Emittenten. In die Berechnung der Gesamrenditen sowie der Renditen nach Wertpapierarten gehen nur Papiere mit einer längsten Laufzeit von über 4 Jahren und mittleren Restlaufzeit von mehr als drei Jahren ein³. In der Umlaufrendite enthalten sind nach Angabe der Deutschen Bundesbank folgende festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten:

- Bankschuldverschreibungen (Hypothekendarlehen; Öffentliche Darlehen; Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten; Sonstige Bankschuldverschreibungen);
- Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs);
- Anleihen der öffentlichen Hand.

Die Ermittlung der Jahreswerte erfolgt als einfaches, ungewogenes Mittel der Monatswerte, d.h. die Summe der Monatswerte wird durch die Anzahl der Monatswerte dividiert. Aus den so berechneten Jahreswerten der Deutschen Bundesbank erfolgt die Bestimmung des auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts wiederum als einfaches, ungewogenes Mittel der Jahreswerte. Anzuwenden ist, wie in den vorangegangenen Festlegungen, das arithmetische – und nicht das geometrische – Mittel, weil die Umlaufrendite jeweils auf ein Jahr bezogen ermittelt wird und sie somit eine Größe darstellt, die keinen Bezug zu einem (zeitlichen) Vorgängerwert hat. Gegen die Anwendung dieser Methodik liegen keine neuen Erkenntnisse vor.

Tabelle 1: Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten

Jahr	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Umlaufrenditen (in %)*	2,55	1,38	1,35	1,03	0,46	0,11	0,26	0,43	-0,05	-0,19
10 Jahres Mittel (in %)										0,74

*Quelle: Eigene gerundete Berechnungen basierend auf der Zeitreihe „Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen / Insgesamt / Monatswerte“ der Deutschen Bundesbank (Stand: 11.05.2021)

² Deutsche Bundesbank (2021); Reihe „BBSIS.M.I.UMR.RD.EUR.A.B.A.A.R.A.A._Z._Z.A“, bezeichnet als „Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen / Insgesamt / Monatswerte“

³ Die Beschreibung des Vorgehens zur Berechnung der Renditen wurde durch die Bundesbank mit der Ausgabe 01/2016 der Kapitalmarktstatistik aktualisiert. Bis zur Ausgabe 12/2015 der Kapitalmarktstatistik wurde die Beschreibung der Berechnung wie folgt vorgenommen: Zur Berechnung werden von der Bundesbank nur tarifbesteuerte festverzinsliche Inhaberschuldverschreibungen mit einer (gemäß den Emissionsbedingungen) längsten Laufzeit von über 4 Jahren herangezogen. Seit Januar 1977 umfasst die Berechnung Papiere mit einer mittleren Restlaufzeit von mehr als 3 Jahren.

Die Beschlusskammer sieht es als angemessen an, auf eine Gesamtbetrachtung der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten abzustellen. Dieses Vorgehen stellt sicher, dass sämtliche Konstellationen von langfristigen Anlagemöglichkeiten in festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten abgedeckt werden. Diese Gesamtbetrachtung berücksichtigt sowohl die Nutzungsdauer der Anlagengüter als auch die Anlagedauer der Investoren, da beide Kriterien für die Bestimmung der Umlaufrendite relevant sind. Im Grundsatz ist davon auszugehen, dass Eigenkapitalgeber so lange ihr Eigenkapital im Netzbetrieb anlegen werden, so lange sich bei unveränderter Risikoneigung keine besseren Anlagemöglichkeiten bieten. Aus Kapitalmarktsicht ist von einer vergleichsweise kurzen Kapitalmarktbindung auszugehen, was bei der Bestimmung der Umlaufrendite zu berücksichtigen ist. Dass das Eigenkapital zudem nicht nur in Anlagen mit einer langen Nutzungsdauer gebunden ist, sondern auch kurzlebige Anlagengüter betrifft, darf nicht vernachlässigt werden. Unter anderem werden festverzinsliche Wertpapiere mit 9 bis 10 Jahren Restlaufzeit und festverzinsliche Wertpapiere mit einer längsten Laufzeit von mehr als 4 Jahren berücksichtigt, so dass mindestens die Dauer einer Regulierungsperiode als Anlagezeitraum für festverzinsliche Wertpapiere erfasst wird. Die Zusammensetzung der Umlaufrenditen nach Wertpapierarten und Laufzeiten wird von der Deutschen Bundesbank in der von ihr veröffentlichten Kapitalmarktstatistik detailliert aufbereitet.⁴

Alternative Berechnungen zur Bestimmung der Umlaufrendite beispielsweise durch Bestimmung eines vergleichbaren risikoarmen Zinssatzes – wie etwa anhand einer Zinsstrukturkurve – sind aufgrund der Vorgaben des § 7 Abs. 4 StromNEV zur Bildung eines auf die letzten zehn Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten nicht anzusetzen. Durch die Durchschnittsbildung über 10 Jahre werden kurzfristige Effekte (vgl. Tabelle 1) unabhängig vom Entscheidungszeitpunkt gedämpft weitergegeben. Ob Vorgaben der StromNEV – wie bereits in den vorangegangenen Festlegungsverfahren vorgetragen wurde – unter ökonomischen Aspekten nicht mit dem eigentlichen Vorgehen bei der Ermittlung eines risikoarmen Zinssatzes übereinstimmen, kann aufgrund der insoweit eindeutigen Vorgaben der Netzentgeltverordnung dahinstehen.

Diese Vorgehensweise zur Bestimmung der Umlaufrendite hat die Beschlusskammer bereits in der erstmaligen Festlegung der Eigenkapitalzinssätze im Jahr 2008 angewandt. Die gegen diese Vorgehensweise im Beschwerdeverfahren seinerzeit vorgebrachten Einwände wurden sowohl vom OLG Düsseldorf (Beschluss vom 24.4.2013, VI-3 Kart 37/08, S. 21 ff.) als auch vom OLG Schleswig (Beschluss vom 01.10.2009, 16 Kart 2/09, S. 12 ff.) verworfen. Dies betrifft insbesondere die Anwendbarkeit der Zinsstrukturkurve und die Beschränkung auf Wertpapiere mit bestimmten Laufzeiten bzw. Restlaufzeiten. Zuletzt hat der BGH die Vorgehensweise der Beschlusskammer bei der Bestimmung der Umlaufrendite erneut bestätigt (Beschluss vom 11.12.2018, EnVR 48/17, Rn. 8 ff.).

In der Konsultation wurde vorgebracht, die Umlaufrendite widerspreche den Vorgaben des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG und bilde aufgrund der Entwicklungen auf den Kapitalmärkten nicht mehr den ursprünglich vom Ordnungsgeber gewollten Zweck ab. Dem ist zu widersprechen. § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG gibt vor, dass die Entgelte für den Netzzugang auf der Grundlage einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals zu bilden sind. Mit der Anknüpfung an die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere der letzten 10 Jahre in § 7 Abs. 4 StromNEV hat der Ordnungsgeber bezweckt, den EK-Zins an die jeweilige Marktentwicklung anzupassen und damit die Voraussetzung für Zinssteigerungen und Zinssenkungen – wenn auch in einer durch eine Durchschnittsbetrachtung gedämpften Form – geschaffen. Die ordnungsseitig festgelegte Anknüpfung an die durchschnittliche Umlaufrendite entspricht daher der Vorgabe einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des EnWG. Zwar befindet sich der Marktzins auf einem deutlich

⁴ Deutsche Bundesbank (2020), Kapitalmarktstatistik 03/2020, S. 28

niedrigeren Niveau als zum Zeitpunkt des Erlasses der Verordnung, dies führt jedoch nicht zu unbilligen vom Verordnungsgeber nicht gewollten Ergebnissen.

2. Bestimmung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse

Weiterer Bestandteil des Eigenkapitalzinssatzes gemäß § 7 Abs. 4 StromNEV ist der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse. Dieser Zuschlag wird mit 3,39 % festgelegt.

Die Höhe des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ist nach § 7 Abs. 5 Nr. 1 bis 3 StromNEV insbesondere unter der Berücksichtigung folgender Umstände zu ermitteln:

- Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten und die Bewertung von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf diesen Märkten;
- durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten;
- beobachtete und quantifizierbare unternehmerische Wagnisse.

Zur entsprechenden Berücksichtigung der in § 7 Abs. 5 StromNEV genannten Umstände hat sich die Beschlusskammer wie auch in den vorangegangenen Verfahren entschieden, einen kapitalmarktorientierten Ansatz zu verwenden. Aus den Ergebnissen dieses kapitalmarktorientierten Ansatzes leitet die Beschlusskammer einen Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen in Höhe von 3,39 % ab. Dieser Wert ermittelt sich aus dem Produkt der Marktrisikoprämie in Höhe von 3,7 %, dem Risikofaktor in Höhe von 0,81 und einem Zuschlag in Höhe von 0,395 %.

Das Vorgehen gewährleistet damit die Berücksichtigung der in § 7 Abs. 5 Nr. 1 bis 3 StromNEV aufgeführten Umstände.

Die quantitative Ermittlung dieses Wagniszuschlags ist Teil eines von der Bundesnetzagentur vergebenen Gutachtens.⁵ Für über die nachfolgenden Erläuterungen hinausgehende Details wird auf das Gutachten sowie die von den Gutachtern erstellten Erläuterungen vom 07.09.2021 und vom 22.09.2021 verwiesen, die die Beschlusskammer in ihre Entscheidung einbezieht.⁶

a. Kapitalmarktorientierter Ansatz

Mit der Anwendung des Capital Asset Pricing Models (CAPM) stellt die Beschlusskammer sicher, dass die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten und die Bewertung von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf diesen Märkten gem. § 7 Abs. 5 Nr. 1 und Nr. 2. StromNEV bei der Ermittlung des Wagniszuschlags entsprechend berücksichtigt werden. Ebenso wird sichergestellt, dass eine in § 7 Abs. 5 Nr. 3 StromNEV geforderte Quantifizierung des unternehmerischen Wagnisses erfolgt.

Das CAPM, das unmittelbar aus einer stringenten Kapitalmarkttheorie abgeleitet wird, ist weit verbreitet und wissenschaftlich anerkannt. Es handelt sich um ein statistisches Modell, welches aus

⁵ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerischer Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021

⁶ <http://www.bundesnetzagentur.de> > Beschlusskammern > Beschlusskammer 4 > EK-Zins (§7 Abs.6 StromNEV bzw. GasNEV) > Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für die 4. Regulierungsperiode

der Entwicklung von Börsenpapieren ausgewählter Unternehmen im Vergleich zu einem geeigneten gewählten Marktindex auf das nicht diversifizierbare Risiko eines Unternehmens schließen lässt. Das Modell ist einfach strukturiert und kann unter Zuhilfenahme weniger Annahmen empirisch geschätzt werden. Zudem wird das CAPM in zahlreichen Regulierungsverfahren⁷ angewendet. Es wurde auch für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste, zweite und dritte Regulierungsperiode in Deutschland (BK4-08-068, BK4-11-304, BK4-16-160, BK4-16-161) herangezogen. Schon im Zusammenhang mit der erstmaligen Festlegung der Eigenkapitalzinssätze (BK4-08-068) hat die Beschlusskammer neben dem CAPM weitere mögliche Ansätze auf ihre Anwendbarkeit geprüft und als Ansätze zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze verworfen. Zu den geprüften Ansätzen gehören u. a. das „Multifaktoren CAPM“, das „Dividend Growth Model“ (DGM), das „Discounted Cash Flow Verfahren“, das „Fundamental Beta Modell“ und verschiedene „Individualansätze“.⁸ Diese Prüfung verschiedener Ansätze wurde im Rahmen dieser Festlegung unter Berücksichtigung der zwischenzeitlich ergangenen Entscheidungen des BGH (vgl. EnVR 41/18 und EnVR 52/18, jeweils vom 09.07.2019) erneut durchgeführt. Zu diesem Zweck wurden durch das Gutachterkonsortium Frontier Economics, Prof. Randl und Prof. Zechner (folgend: Frontier/Randl/Zechner) und die Gutachter Prof. Stehle und Prof. Betzer (folgend: Stehle/Betzer) unterschiedliche Ansätze zur Bestimmung von Marktrisikoprämien untersucht.⁹ Die Beschlusskammer hält angesichts dieser neuerlichen Überprüfung, aus der sich keine Entwicklung eines der genannten Ansätze – oder einer Kombination verschiedener Ansätze – zu einem im Kontext der regulatorischen Eigenkapitalzinsbestimmung wissenschaftlich anerkannten Modell ergibt, weiterhin an ihrer Einschätzung der Anwendbarkeit bzw. der fehlenden Geeignetheit der verschiedenen Ansätze zur Bestimmung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer Wagnisse fest. Erst recht hat sie kein Modell identifizieren können, das unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände dem gewählten CAPM-Ansatz überlegen wäre, dass letzterer als mit den gesetzlichen Vorgaben nicht mehr vereinbar angesehen werden müsste.

Im Rahmen der Konsultation wurde vorgebracht, dass die Gründe, aus denen die Gutachter Stehle/Betzer die Ansätze der Zentralbanken abgelehnt hätten, auch im Rahmen einer adäquaten Modellierung berücksichtigt werden könnten. Dem ist aus Sicht der Beschlusskammer zu widersprechen. Stehle/Betzer haben sich zuletzt in ihrer Stellungnahme vom 22.09.2021 mit dieser These auseinandergesetzt. Sie kommen zu dem Fazit, dass der Annahme einer möglichen adäquaten Modellierungsanpassung nicht zuzustimmen ist. Vielmehr ist eine derartige Anpassung sogar mit weiteren Risiken behaftet. Bei vielen Aspekten der Anpassung gibt es zudem lediglich theoretische Überlegungen, diese sind allerdings entweder strittig bzw. für regulatorische Zwecke ungeeignet oder scheitern in ihrer praktischen Anwendbarkeit an einer fehlenden datenbezogenen Umsetzungsmöglichkeit.

Der CAPM-Ansatz greift zur Ermittlung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse auf die historische Entwicklung der Kapitalmärkte bzw. von Unternehmen auf diesen Kapitalmärkten zurück. Dabei wird der Zuschlag zur Abdeckung der netzbetriebsspezifischen unternehmerischen Wagnisse aus dem Produkt einer Marktrisikoprämie und eines Risikofaktors ermittelt:

$$\text{Zinssatz} = \text{risikoloser Zinssatz} + (\text{Marktrisikoprämie} \times \text{Risikofaktor})$$

⁷ Vgl. Kapitel C) I. d. Berücksichtigung der Verzinsung ausländischer Netzbetreiber

⁸ Vgl. Festlegung der BNetzA vom 07.07.2008 (BK4-08-068), S. 12 f.

⁹ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, Abschnitt 2.2 und Stehle/Betzer (2021): Wissenschaftliches Gutachten zur Analyse der Zentralbanken-Ansätze zur Determinierung von Marktrisikoprämien, 2021.

Eine Grundannahme des CAPM ist der über den Risikofaktor abgebildete lineare Zusammenhang zwischen dem Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse und der Marktrisikoprämie. Die Marktrisikoprämie ist dabei definiert als der Aufschlag auf die Verzinsung einer risikolosen Anlage, den ein Investor für Investitionen in ein vollständig diversifiziertes Portfolio verlangt. Der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse eines einzelnen Unternehmens leitet sich von dieser Marktrisikoprämie ab unter Berücksichtigung eines Auf- bzw. Abschlags, abhängig von dem Verhältnis des relativen (bzw. nicht diversifizierbaren) Risikos des Unternehmens zu dem des Marktportfolios. Risiken, die ein Investor durch Ausnutzung verschiedener Anlagemöglichkeiten neutralisieren kann, werden auch als diversifizierbar bezeichnet. Als nicht diversifizierbar gelten dagegen Risiken, die sich nicht durch eine Risikostreuung mittels Kapitalanlage in verschiedene Unternehmen und unterschiedliche Branchen neutralisieren lassen. Den Zusammenhang zwischen dem relativen Risiko eines einzelnen Unternehmens zu dem des Marktportfolios bildet dabei der unternehmensindividuelle Risikofaktor, ausgedrückt durch den Grad der Korrelation zwischen Unternehmens- und Marktentwicklung:

$$\beta = \frac{Cov(r_e, r_m)}{Var(r_m)},$$

wobei r_e die Rendite einer bestimmten Aktie, r_m die Rendite des Gesamtmarktes, $Cov(r_e, r_m)$ die Kovarianz¹⁰ von r_e und r_m und $Var(r_m)$ die Varianz¹¹ von r_m ist. Der Parameter β drückt damit das unternehmensspezifische Risiko im Verhältnis zum systematischen, d.h. nicht weiter diversifizierbaren Risiko des Gesamtmarktes aus. Das Risiko des jeweiligen Unternehmens ist höher als das des allgemeinen Marktportfolios falls β größer als 1 ist bzw. niedriger, falls β kleiner als 1 ist. Das Risiko des betrachteten Unternehmens entspricht genau dem des allgemeinen Marktportfolios, wenn β den Wert 1 annimmt.

Dem Ansatz des CAPM liegen weitere modell-theoretische Annahmen zu Grunde, die seine Anwendung erst ermöglichen. Die zentralen Annahmen hierbei sind:

- Investoren weisen ein risikoscheues Verhalten auf.
- Es wird ein Planungszeitraum von einer Periode unterstellt.
- Es existiert eine risikolose Kapitalanlage- und Kreditaufnahmemöglichkeit. Investoren können zu dem Zinssatz der risikolosen Kapitalanlage unbeschränkt Kapitalerträge anlegen und aufnehmen.
- Alle Wertpapiere werden auf dem Kapitalmarkt gehandelt und sind beliebig teilbar.
- Transaktionskosten können vernachlässigt werden. Informationseffizienz wird unterstellt, d.h. vorhandene Informationen stehen allen Investoren kostenlos zur Verfügung, so dass auch alle Investoren daraus die gleichen Schlüsse hinsichtlich der Renditen bzw. der Risiken ziehen können. Alle Investoren weisen folglich die gleichen Markterwartungen auf.
- Es existiert keine Kapitalmarktunvollkommenheit durch Steuern und Vorschriften, die den Wertpapierhandel in irgendeiner Form beschränken.

Wird ein Zinssatz mit dem CAPM-Ansatz ermittelt, handelt es sich um einen Zinssatz nach Steuern. Dies begründet sich durch die Modellannahme, dass keine Kapitalmarktunvollkommenheiten

¹⁰ Die Kovarianz (*Cov*) stellt in der Statistik eine Messzahl für den Zusammenhang zweier statistischer Merkmale, hier speziell für den Zusammenhang zwischen r_e und r_m , dar. Die Kovarianz gibt die Richtung der Beziehung zwischen den beiden Variablen an.

¹¹ Die Varianz (*Var*) ist ein Maß für die Streubreite von Daten, also für die Abweichung der Werte einer Variablen von ihrem Mittelwert.

durch Steuern existieren. Die zugrunde gelegten Annahmen gestalten damit einen relativ restriktiven Anwendungsrahmen. Bei Anwendung des CAPM-Ansatzes gilt es daher, die genannten Annahmen unter Berücksichtigung der konkreten Situation anzuwenden.

In der Konsultation wurde vorgebracht, dass neuere Quellen nicht durch den Gutachter Berücksichtigung gefunden hätten, weshalb sich ein unvollständiges Bild des Standes der Wissenschaft ergebe. Dem ist jedoch zu widersprechen. Die Zielsetzung des wissenschaftlich-methodischen Teils bestand gerade darin, unterschiedliche Kapitalmarktmodelle sowie Methoden zur Bestimmung der Marktrisikoprämie zu diskutieren. Dabei lag der Fokus insbesondere auf Veröffentlichungen in etablierten akademischen Zeitschriften, da diese Veröffentlichung einen strengen akademischen Review-Prozess durchlaufen und somit einen gesicherten wissenschaftlichen Stand zum Thema aufweisen. Selbst nach Sichtung der in der Konsultation zusätzlich genannten Quellen kommt der Gutachter zu dem Fazit, dass beim wissenschaftlich-methodischen Teil durch die Inkludierung der genannten Arbeiten keine zusätzliche Methode, welche einen gesicherten wissenschaftlichen Stand aufweist, bei Betrachtung der „Kapitalmarktmodelle“ sowie der „Marktrisikoprämien“ hätte ergänzt werden müssen. Durch die Nicht-Inkludierung wurde dementsprechend keine Methode nach gesichertem wissenschaftlichen Stand übersehen.

Im Hinblick auf die Nutzbarkeit des CAPM wurde in die Konsultation ferner eingebracht, dass die Prämisse des CAPM, wonach Marktteilnehmer nicht mächtig genug seien, um Marktpreise zu beeinflussen, aufgrund des Handelns der EZB nur eingeschränkt gültig wäre. Diese Auffassung liegt neben der Sache. Ein Fokus von Zentralbanken liegt auf der Gewährleistung der Finanzmarktstabilität. Daraus ergibt sich gerade das Bestreben, Assetpreisentwicklungen tendenziell zu glätten. Eine niveauverzerrende Wirkung ergibt sich dadurch jedoch nicht. Dies belegen ebenfalls die Erläuterungen vom 22.09.2021 von Frontier/Randl/Zechner.

b. Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie wird mit 3,7 % angesetzt.

Für die Ableitung der Marktrisikoprämie existieren mehrere grundsätzliche Ansätze, zu denen derzeit die Analyse historischer Daten in Form von Zeitreihen für verschiedene Länder, modellgestützte Vorhersagen sowie die Erhebungen über die Erwartungen von Marktteilnehmern gehören. Da die Ergebnisse sowohl von modellgestützten Prognosen als auch von empirischen Erhebungen bei Marktteilnehmern zu weiten Teilen von subjektiven Annahmen getrieben sind, wird vorliegend bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie aufgrund ihrer Objektivität und Transparenz die Analyse historischer Zeitreihen angewendet.

Grundlage für die von der Beschlusskammer mittels historischer Zeitreihen bestimmte Marktrisikoprämie bilden dabei veröffentlichte Datensammlungen. Hierbei wird vorliegend auf die Studie „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021“ von Dimson, Marsh und Staunton¹² zurückgegriffen, da diese die umfangreichste und aktuellste öffentlich verfügbare Datensammlung zu historischen Marktrisikoprämien darstellt. Sie umfasst eine Datenbasis von 90 Ländern über einen Zeitraum von 1900 bis 2020. Als international etablierte Referenz für die Analyse der Marktrisikoprämie wird die Datenreihe auch in verschiedenen anderen Studien als geeignete Quelle herangezogen.¹³ Im Zeitablauf haben Dimson, Marsh und Staunton die Qualität der Datenbasis immer weiter verbessert. So wurde durch die Aufnahme weiterer Länder in die Daten-

¹² Dimson, Marsh und Staunton (2021), „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021“, Credit Suisse, 2021.

¹³ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 58 ff.

basis die Marktabdeckung verbessert und durch die durchgängige Gewichtung der Länder anhand ihrer Marktkapitalisierung¹⁴ eine konsistente Bezugsgröße für die Gewichtung geschaffen. Auch Stehle führt bereits in seinem Gutachten für die Bundesnetzagentur aus dem Jahr 2016¹⁵ aus, dass sich einzelne Länderreihen aufgrund verbesserter Datenlage verändert hätten. Aus Sicht der Beschlusskammer gibt es keinerlei Gründe, die gegen eine Verwendung der Datenreihen von Dimson, Marsh und Staunton sprechen würden.

Die Beschlusskammer sieht es als sachgerecht an, vorliegend auf eine weltweite Betrachtung zur Bestimmung der Marktrisikoprämie abzustellen. Es gibt keine empirischen Belege dafür, dass die internationalen Kapitalmärkte nicht hinreichend integriert wären und man aus diesem Grund nicht auf einen globalen Index abstellen kann. So sind beispielsweise auch viele ausländische Investoren an deutschen Energieversorgungsunternehmen beteiligt, die Orientierung ausländischer Investoren an international etablierte Referenzen ist üblich. Eine rein europäische Analyse wird dem internationalen Charakter von Finanzmärkten, die entsprechend eine weltweite Streuung von Risiken ermöglichen, dagegen weniger gerecht. Die Ermittlung einer weltweiten Marktrisikoprämie ist auch nicht inkonsistent zur Bestimmung der Umlaufrendite. Die Umlaufrendite berücksichtigt aktuelle Entwicklungen auf dem nationalen Kapitalmarkt und die Bewertung der jeweiligen nationalen Situation aus Sicht der Kapitalgeber. Über die weltweite Marktrisikoprämie wird hingegen sichergestellt, dass die Entwicklungen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten und die Bewertung von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf diesen Märkten bei der Ermittlung des Wagniszuschlags entsprechend berücksichtigt werden. Aus den genannten Gründen wird ein „Welt-Portfolio“ kalkuliert. Hierbei sind insbesondere zwei Effekte zu berücksichtigen: Erstens setzt sich dieser Index jeweils aus einem jährlich neu nach Marktkapitalisierung gewichteten Portfolio der 90 einzelnen in der Datenbank vorhandenen Länderindizes sowie 32 nationalen risikofreien Anlagen im Sinne des CAPM-Ansatzes zusammen.¹⁶ Zweitens werden bei dieser Zusammenstellung explizit Wechselkurseffekte und Auswirkungen sich ändernder Portfoliostrukturen berücksichtigt.¹⁷ Im Ergebnis wirken sich diese Effekte senkend auf die Marktrisikoprämie aus, da sie die risikomindernden Effekte einer weltweiten Streuung zutreffend abbilden. Da eine weltweite Marktrisikoprämie als sachgerecht zu betrachten ist, ist auch die Hinzunahme weiterer Länder in die Betrachtung grundsätzlich zu begrüßen, da hierdurch eine möglichst hohe Marktkapitalisierung abgedeckt werden kann. Die Weiterentwicklung der zugrundeliegenden Datenbasis nähert sich damit immer mehr dem Ideal des weltweiten Portfolios an. Schon im Rahmen der letzten Festlegungen des Eigenkapitalzinssatzes (BK4-16-160 und BK4-16-161) wurde der Weltindex um die Länder Russland, China und Österreich erweitert. Durch diese Erweiterung der Datenbasis konnte der Survivorship Bias¹⁸ adressiert werden, indem die Länder, welche in der Vergangenheit eine schlechte Aktienentwicklung aufwiesen (Österreich) bzw. in denen Anleger ihr gesamtes Vermögen verloren haben, nunmehr explizit berücksichtigt werden. In früheren Jahren musste mangels Datenverfügbarkeit für diese Länder „händisch“ um den Survivorship Bias korrigiert werden. Insofern wurde auch damals schon berücksichtigt, dass ohne entsprechende Korrektur die weltweiten Marktrisikoprämien überschätzt würden. Gegen eine Herausnahme von Russland und China spricht zudem, dass vorliegend Vergangenheitsdaten herangezogen werden, um rationale

¹⁴ Die Marktkapitalisierung eines Landes entspricht dem Gesamtwert der in diesem Land an der Börse gehandelten Unternehmen. Der Gesamtwert eines Unternehmens ergibt sich aus der Multiplikation des Preises einer Aktie mit der Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien.

¹⁵ Stehle (2016), Wissenschaftliches Gutachten zur Schätzung der Marktrisikoprämie (Equity risk premium) im Rahmen der Entgeltregulierung, im Auftrag der Bundesnetzagentur S. 37 f.

¹⁶ Vgl. Dimson, Marsh und Staunton (2021), „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021“, Credit Suisse, S. 6 ff. / S. 200

¹⁷ Vgl. Dimson, Marsh und Staunton (2021), „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021“, Credit Suisse, S. 6 ff. / S. 200

¹⁸ Als Survivorship Bias wird eine nach oben verzerrte Erwartung bezüglich einer Entwicklung bezeichnet, die darauf basiert, dass in den Zeitreihen erfolgreiche Akteure („Survivor“) überproportional abgebildet werden.

(zukunftsgerichtete) Erwartungen von Investoren zu schätzen. Zumindest zeitweise stellten auch Russland und China plausible Zielregionen für internationale Investoren dar und sind damit selbstverständlich auch Teil der Erwartungsbildung eines perfekt diversifizierten Investors. Dass sich einige dieser Investitionen aufgrund der politischen Entwicklungen in den Ländern nach der (unterstellten) Investitionsentscheidung im Nachhinein als Verlust herausgestellt haben, kann nicht als Grund dafür herangezogen werden, diese Länder grundsätzlich aus der Betrachtung zu nehmen. Für die Wahl des Index ist es wesentlich, dass dieser dem Portfolio eines weltweit agierenden Investors entspricht.

Mit der Veröffentlichung der Datenreihen von Dimson, Marsh und Staunton in 2021 wurde der Datensatz ein weiteres Mal vergrößert. Neben den bisher betrachteten 23 Ländern wurden nun weitere 67 Länder zur Ermittlung der Marktrisikoprämie aufgenommen¹⁹, deren individuelle Datenreihen nach 1900 beginnen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der Betrachtung des für die Marktrisikoprämie anzusetzenden „Welt-Portfolios“ und ermöglicht eine genauere Ermittlung der Weltmarktrisikoprämie. Theoretisch besteht neben dem Einsatz weltweiter Analysen auch die Möglichkeit der Nutzung länderspezifischer Zeitreihen. Der Vorteil der hier durchgeführten weltweiten Analysen liegt aber darin, dass dadurch temporäre (historische) nationale Sondereinflüsse weniger stark betont werden und sich damit die Robustheit²⁰ der Schätzung verbessert. In der historischen Betrachtung gibt es signifikante nationale Unterschiede, die z.B. vorübergehende Einflüsse von Wirtschaftskrisen und relative nationale Leistungsunterschiede widerspiegeln. Auch a priori gibt es keinen Grund zur Verwendung der länderspezifischen Marktrisikoprämien. Länderspezifische Schwankungen in der Vergangenheit müssen nicht zwangsläufig auf zukünftige Schwankungen in den erwarteten Renditen hindeuten. Vielmehr basieren historische länderspezifische Marktrisikoprämien überwiegend auf den politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen innerhalb eines Landes und lassen somit keinen Ausblick auf zukünftig erwartete länderspezifische Marktrisikoprämien zu. Diese länderspezifischen Effekte werden bei der von der Beschlusskammer vorgenommenen Betrachtung ausgeglichen.

Gegen eine alleinige Anwendung der deutschen Marktrisikoprämie spricht auch, dass gerade die deutsche Datenreihe u.a. aufgrund von Weltkriegen und dem nachfolgenden wirtschaftlichen Aufschwung der 1950er Jahre („Wirtschaftswunder“) erhebliche Verzerrungen aufweist. Eine gleichgewichtete Kombination von nationaler und weltweiter Marktrisikoprämie ist aus diesem Grund ebenfalls nicht geboten. Zudem wird die deutsche Marktrisikoprämie bereits bei Bestimmung der weltweiten Marktrisikoprämie mitberücksichtigt²¹. Die Gewichtung der länderspezifischen Marktrisikoprämien erfolgt anhand der Marktkapitalisierung. Durch diese Gewichtung ist sichergestellt, dass die länderspezifischen Marktrisikoprämien mit ihrer jeweiligen Bedeutung für den weltweiten Kapitalmarkt in die Betrachtung eingehen. Dadurch ist nach Ansicht der Beschlusskammer gewährleistet, dass entsprechende Verzerrungen auf einzelnen Kapitalmärkten im Zusammenhang mit den zeitgleichen Entwicklungen auf anderen Kapitalmärkten betrachtet werden und gegenläufige Entwicklungen entsprechend in die Bestimmung der weltweiten Marktrisikoprämie miteinfließen können.

Auch das OLG Düsseldorf hat im Rahmen der Beschwerdeverfahren zur erstmaligen Festlegung der Eigenkapitalzinssätze (BK4-08-068) den weltweiten Ansatz bereits überprüft. Im Ergebnis kommt der Senat des OLG Düsseldorf zu dem Schluss, die *„von der Beschlusskammer aufgrund einer Analyse historischer Daten in Form von Zeitreihen für verschiedene Länder vorgenommene*

¹⁹ Vgl. Dimson, Marsh und Staunton (2021), „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021“, Credit Suisse, S. 6 ff.

²⁰ Robuste Ergebnisse werden erzielt, wenn sich die statistischen Zusammenhänge bei unterschiedlichen Modellspezifikationen oder auch bei partiellen Änderungen des Datensatzes nicht signifikant ändern.

²¹ Vgl. Stehle/Betzer (2021), Wissenschaftliches Gutachten zur Analyse der Zentralbanken-Ansätze zur Determinierung von Marktrisikoprämien, im Auftrag der Bundesnetzagentur S. 35

*Bestimmung der Marktrisikoprämie ist sachgerecht.*²² Gegen die Bestimmung einer nationalen Marktrisikoprämie sprechen nach Auffassung des Senats die Verzerrungen auf dem deutschen Kapitalmarkt aufgrund der beiden Weltkriege und der anschließend hohen Wachstumsraten. Gleiches gilt für den Ansatz einer europäischen Marktrisikoprämie.²³ Der BGH bestätigt den Beschluss des OLG Düsseldorf in Bezug auf die Heranziehung eines weltweiten Referenzmarktes.²⁴ Die Argumentation greift auch für die vorliegende Festlegung.

Auch Oxera hat sich in einem Gutachten vom 16.03.2021 im Auftrag der Netze BW mit dem Vorgehen von Dimson, Marsh und Staunton bei der Ermittlung der Welt-Marktrisikoprämie auseinandergesetzt.²⁵ Dabei bemängelt Oxera mehrere Punkte. So ließen sich die Ergebnisse in der Ermittlung der Marktrisikoprämie angeblich nicht replizieren, da das Gewichtungsschema zur Bestimmung des Aktienportfolios nicht veröffentlicht werde. Für die Zeitpunkte, für die das Gewichtungsschema verfügbar sei, unterscheidet sich dieses deutlich zu anderen Datenquellen. Die Weltmarktrisikoprämie erscheine unplausibel, da sie niedriger sei als die Risikoprämie der meisten der in der Weltmarktrisikoprämie betrachteten Länder, wohingegen ein Wert in der Mitte zu erwarten wäre. Letztlich sollte aus Sicht von Oxera eine Bestimmung der Marktrisikoprämie über kurzfristige Anleihen statt langfristige Anleihen erfolgen. Die Beschlusskammer hat sich mit den genannten Kritikpunkten intensiv auseinandergesetzt, hält sie jedoch im Ergebnis nicht für überzeugend bzw. nicht für durchschlagend. Insbesondere ist auch nach den Ausführungen des Gutachters der Bundesnetzagentur kein Grund ersichtlich, weshalb von dem bisherigen Vorgehen abgewichen werden sollte²⁶. Insoweit ist zwar die Aussage zutreffend, dass das Gewichtungsschema nicht verfügbar sei. Dies kann jedoch nach Einschätzung der Beschlusskammer keinen Grund darstellen, der einer Anwendung dieser Reihen entgegensteht. So ist es bei statistischen aggregierten Daten durchaus üblich, dass die einzelnen zugrundeliegenden Komponenten nicht veröffentlicht werden. Auch ist dem Gutachter der Bundesnetzagentur kein alternativer Datenanbieter bekannt, der vergleichbare Daten mit Gewichtungsfaktoren veröffentlicht. Eine Bestimmung der Gewichtungen ist, wenn auch mit entsprechendem Aufwand verbunden, aufgrund von Publikationen von Dimson, Marsh und Staunton sehr wohl möglich. Auch sind die in den Datenreihen veröffentlichten Werte keinesfalls unplausibel. Vielmehr weist die Weltbank für ihre Daten zur Marktkapitalisierung, welche durch Oxera zur Validierung herangezogen wurden, darauf hin, dass diese ihrerseits nur beschränkt für einen internationalen Vergleich nutzbar seien. Auch handelt es sich bei den von Oxera angeführten Daten der Weltbank um nicht-adjustierte Werte, während die Reihen von Dimson, Marsh und Staunton free float²⁷ adjustiert wurden. Ferner entsprechen die Gewichtungen von Oxera einer aktiven Aktienstrategie, welche nicht allen Investoren möglich ist. Auch erscheint der Durchschnitt der Weltmarktrisikoprämie nicht wie bereits dargelegt, unplausibel. Eine Anwendung eines Durchschnitts länderspezifischer Marktrisikoprämien wäre dagegen nicht sachgerecht. Insgesamt lassen sich die Unterschiede durch fehlende Totalausfälle in den Querschnittsdaten und durch ein Zusammenspiel von Marktkapitalisierung und Renditen erklären. Das niedrige arithmetische Mittel lässt sich zusätzlich durch die höhere Standardabweichung in den Daten einzelner Länder im Vergleich zu einem diversifizierten Weltportfolio begründen. Letztlich wäre eine Bestimmung der Marktrisikoprämie über kurzfristige Anleihen nicht sachgerecht, da unter anderem die

²² Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.4.2013, VI-3 Kart 37/08, Rn. 97 ff.

²³ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.4.2013, VI-3 Kart 37/08, Rn. 98

²⁴ Vgl. BGH EnVR 39/13, Beschluss vom 27.01.2015, S. 10

²⁵ Oxera (2021), Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Basis internationaler Daten, Gutachten im Auftrag der Netze BW.

²⁶ Eine ausführliche Diskussion der Kritikpunkte von Oxera findet sich in Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, Anhang A.

²⁷ Free float bezeichnet den an der Börse frei handelbaren Anteil der Aktien (Streubesitz).

Verwendung einer Marktrisikoprämie über kurzfristige Anleihen in Kombination mit einem langfristigen Basiszins zu einer Inkonsistenz in Form einer Überschätzung der Kapitalkosten führen würde, die nicht mit der Vorgabe einer risikoangepassten Verzinsung vereinbar wäre. Bei regulierten Energieversorgungsnetzen liegt in Bezug auf das Anlagevermögen grundsätzlich eine längerfristige Finanzierung vor. Regulatorisch wird daher ein langfristiger Basiszinssatz in Form des in der Strom- bzw. Gasnetzentgeltverordnung vorgegebenen Basiszinssatzes zugestanden. Idealerweise sollte die Marktrisikoprämie daher über Anleihen mit Charakteristika ermittelt werden, welche dem Basiszinssatz entsprechen. Die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten entspricht insoweit weitgehend langfristigen Anleihen, so dass die Ermittlung der Marktrisikoprämie auch über langfristige Anleihen erfolgen sollte.²⁸

Die auf der Datenreihe von Dimson, Marsh und Staunton basierende Analyse einer weltweiten Marktrisikoprämie im Vergleich zu mittelfristigen Staatsanleihen („Government Bonds“) führt bei einer Anwendung des arithmetischen und geometrischen Mittelwertes zu einer Bandbreite von 4,30 % bis 3,10 %. Dabei kann das arithmetische Mittel als Obergrenze (4,30%) und das geometrische Mittel (3,10 %) als Untergrenze aufgefasst werden.

Aus der wissenschaftlichen Literatur lässt sich als Ergebnis verschiedener empirischer Untersuchungen festhalten, dass das arithmetische Mittel generell zu einer Überschätzung und das geometrische Mittel zu einer Unterschätzung der Marktrisikoprämie führen. Die Heranziehung des Mittelwertes aus geometrischem und arithmetischem Mittel ist unter Berücksichtigung der Tatsache sachgerecht, dass es sich bei den beiden Mittelwerten um Darstellungen von Extremverhalten der Investoren handelt. Während das geometrische Mittel die Verzinsung eines theoretischen Portfolios, das über den gesamten Anlagezeitraum von mehreren Jahren gehalten wird, wiedergibt, kann das arithmetische Mittel als die erwartete Verzinsung, die ein Investor bei der zufälligen Wahl einer genau einjährigen Investition erhalten würde, interpretiert werden. Das arithmetische Mittel beantwortet also die Frage: „Was würde ein Investor als Verzinsung erwarten, wenn der Zeitpunkt für sein Investment zufällig bestimmt wird und er die Investition auf den Tag genau ein Jahr halten und dann wieder veräußern wird?“. Im Rahmen der Festlegung eines Zinssatzes für die Dauer einer Regulierungsperiode wird auf Basis von historischen Datenreihen eine konstante Marktrisikoprämie über einen Zeitraum von 5 Jahren bestimmt. Die Marktrisikoprämie wird im Rahmen der Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes nicht für ein Jahr festgelegt, sondern bleibt für den Zeitraum einer Regulierungsperiode gültig. Folglich gibt die gewählte Marktrisikoprämie die Erwartung des Investors für den genannten Zeitraum wieder und bezieht sich nicht auf die Erwartung in einem Jahr. Die Mittelwertbildung aus dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel ist interpretierbar als die sachgerechte und angemessene Berücksichtigung zweier Extrema. Im Gutachten für GEODE sieht BBH es ebenfalls als angemessen an, den Durchschnitt aus geometrischen und arithmetischen Mittelwert anzuwenden.²⁹ In seinem Gutachten für die Bundesnetzagentur empfiehlt Stehle in Anbetracht der Unsicherheit über die korrekte Vorgehensweise weiterhin das „Mittel der Mittel“ zu verwenden.³⁰ So ergibt sich für die Marktrisikoprämie ein Wert von 3,70 %.

Die vorgenommene Mittelwertbildung spiegelt zudem die uneinheitliche wissenschaftliche Sichtweise wider. In der wissenschaftlichen Diskussion gibt es sowohl für die Anwendung des arithmetischen Mittels als auch des geometrischen Mittels gute Gründe. Im Folgenden erfolgt eine kurze Wiedergabe der wissenschaftlichen Diskussion.

²⁸ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 29.

²⁹ Vgl. BBH (2016), Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze nach § 7 Abs. 4 Gas- bzw. Strom-NEV, Gutachten im Auftrag von GEODE, S. 45

³⁰ Vgl. Stehle (2016), „Wissenschaftliches Gutachten zur Schätzung der Marktrisikoprämie (Equity risk premium) im Rahmen der Entgeltregulierung, BNetzA, S. 33

Ballwieser^{31 32} und Drukarczyk³³ kommen zu dem Ergebnis, dass die Heranziehung des geometrischen oder des arithmetischen Mittels in der Literatur kontrovers diskutiert werde. Sie verweisen auf Copeland/Koller/Murrin³⁴. Diese plädieren zwar für das arithmetische Mittel als besten Maßstab für erwartete zukünftige Renditen, weil alle möglichen Pfade die gleiche Gewichtung erhalten. Die geometrische Rendite stellt ihres Erachtens demgegenüber den korrekten Maßstab für vergangene Leistungen dar, sei aber nicht zukunftsorientiert. Hinzu kommt noch, dass laut Copeland eine ganze Reihe von Studien ergeben haben, dass bei Aktienrenditen langfristig eine signifikante negative Autokorrelation besteht. Dies bedeutet, dass es schwieriger wird, Zusammenhänge zwischen den beobachteten Renditen zu verschiedenen Renditezeiträumen festzustellen. Insofern sei eine Beschränkung auf das arithmetische Mittel oder das geometrische Mittel nicht sachgerecht. Vielmehr sei daraus zu folgern, dass die tatsächliche Marktrisikoprämie zwischen dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel liegen dürfte.³⁵

Cooper³⁶ stellt ebenfalls heraus, dass die Verwendung von arithmetischem bzw. geometrischem Mittel umstritten ist: "Standard references on estimating the expected return on the market differ in their advocacy of the arithmetic or geometric mean as the basis of discount rates for capital budgeting." („Standardquellen über die Abschätzung der voraussichtlichen Rendite auf dem Markt unterscheiden sich in ihrem Eintreten für das arithmetische oder das geometrische Mittel als Basis der Diskontierungssätze für die Investitionsrechnung“) [Übersetzung durch Beschlusskammer]

Als Vertreter des geometrischen Mittels nennt Cooper Copeland³⁷ sowie Levy/Sarnat³⁸. Ferner berichtet Cooper (S. 158), dass „major regulatory decisions are taken in the UK on the basis that arithmetic and geometric means of past returns have similar merit in setting expected future returns.“ („im Vereinigten Königreich wesentliche Regulierungsentscheidungen auf der Basis getroffen werden, dass das arithmetische und das geometrische Mittel früherer Renditen bei der Festlegung zukünftiger Renditen von ähnlichem Vorteil sind.“) [Übersetzung durch Beschlusskammer]

Damodaran stellt fest, dass der geometrische Durchschnitt „clearly (is) much more accurate measure of true growth in past earnings, especially when year-to-year growth has been erratic.“³⁹ („... ganz deutlich als Maßzahl für echtes Wachstum bei früheren Renditen genauer ist, besonders wenn das Jahreswachstum erratisch (unregelmäßig) gewesen ist“). [Übersetzung durch Beschlusskammer] Damodaran weist in seiner jährlichen Ausgabe zur Risikoprämie aus 2015 darauf hin, dass sich die Literatur zur Unternehmensfinanzierung und -bewertung stärker für das geometrische Mittel ausspricht. („*In corporate finance and valuation, at least, the argument for using geometric average premiums as estimates is strong.*“)⁴⁰

Im Rahmen der sich an die erstmalige Festlegung der Eigenkapitalzinssätze im Jahr 2008 anschließenden Beschwerdeverfahren fand eine intensive Überprüfung der Mittelwertbildung zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel durch das OLG Düsseldorf statt. In diesen Verfahren wurden auch weitere Schätzer zur Mittelwertbildung (Blume-Schätzer, Cooper-Schätzer)

³¹ Ballwieser (2008), „Kapitalkosten in der Regulierung“, in „10 Jahre wettbewerbsorientierte Regulierung von Netzindustrien in Deutschland“, Bundesnetzagentur, 2008, S. 347

³² Ballwieser (2007), Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 96ff.

³³ Drukarczyk (2003), Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Seite 390

³⁴ Copeland /Koller /Murrin (2002), Unternehmenswert, 3. Auflage, Seite 267 ff.

³⁵ vgl. Copeland /Koller /Murrin (2002), Unternehmenswert, Seite 271)

³⁶ Cooper (1996), Arithmetic versus geometric mean estimators: Setting discount rates for capital budgeting, European financial Management, Vol. 2, No. 2, S. 157

³⁷ Copeland /Koller /Murrin (1991) Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies

³⁸ Levy/Sarnat (1986), Capital Investment and Financial Decisions

³⁹ Vgl. Damodaran (1996), Investment Valuation, New York u.a. 1996, S. 120

⁴⁰ Vgl. Damodaran (2015), Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition, updated: March 2015, S. 28

diskutiert. Letztendlich wurden beide Schätzer verworfen und das Vorgehen der Beschlusskammer als sachgerecht angesehen.⁴¹ Bestätigt wurde die Entscheidung des OLG Düsseldorf durch den BGH.⁴²

Auch im aktuellen Gutachten wird erörtert, inwiefern neue Erkenntnisse vorlägen, die einen anderen Ansatz als das „Mittel der Mittel“, der in den bisherigen Festlegungen zur Eigenkapitalverzinsung von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen genutzt wurde, begründen könnten. Hier kommt der Gutachter unter Berücksichtigung der bisher ergangenen höchstrichterlichen Rechtsprechung zu dem Fazit, dass die Ausgangslage aktuell unverändert sei und man es als sachgerecht ansehe, den Durchschnitt beider Mittel heranzuziehen.⁴³

Es bleibt in einer Gesamtbetrachtung der wissenschaftlichen Diskussion aktuell dabei, dass es weder überwiegende Gründe für die Verwendung des arithmetischen Mittels noch für die Verwendung des geometrischen Mittels gibt. Die Beschlusskammer sieht unter Berücksichtigung der vorangegangenen Ausführungen daher keine Gründe für ein Abweichen von der bisherigen Vorgehensweise zur Ableitung einer weltweiten Marktrisikoprämie und der Mittelwertbildung zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel.

Bezüglich der anzusetzenden Mittelungsmethodik wurde in der Konsultation sowohl eine alleinige Nutzung des geometrischen als auch des arithmetischen Mittels als sachgerechter Ansatz vorgeschlagen. Einerseits sei das geometrische Mittel aufgrund des langen zeitlichen unternehmerischen Horizonts der sachgerechte Ansatz. Andererseits bilde das arithmetische Mittel eher die Meinung der aktuelleren wissenschaftlichen Literatur ab. Auch wird eine Mittelung mit einer stärkeren Gewichtung hin zum arithmetischen Mittel als sachgerecht bewertet. Wie bereits dargelegt, sind jedoch aus der gutachterlichen Betrachtung unverändert keine wissenschaftlich eindeutigen Befunde zugunsten der einen oder anderen Mittelungsmethodik erkennbar. Darüber hinaus zeigt aus Sicht der Beschlusskammer allein die in den Stellungnahmen kontrovers diskutierte Richtigkeit der jeweiligen Ansätze, dass es auch weiterhin keine stichhaltigen Gründe gibt, von dem bisherigen Vorgehen abzuweichen. Vielmehr zeigt sich, dass auch unter Einbeziehung der genannten Rechtsprechung zum „Mittel der Mittel“, dass dieser Ansatz weiterhin eindeutig die bestgeeignetste Methode darstellt, um das Ziel einer ausgewogenen Schätzung zu erreichen.

In der Konsultation sind ferner umfangreiche Stellungnahmen sowohl zur genutzten DMS-Datenbank als auch zur Marktrisikoprämie eingegangen. Bezüglich der genutzten Datenbank wurden ausgeführt, dass, wie auch das Gutachten von Oxera vom 16.03.2021 zeige, die Zusammensetzung der DMS Reihen intransparent und sachlogisch nicht nachvollziehbar sei. Auch wirkten die Gewichtungen einzelner Länder aus Sicht der Stellungnehmer verzerrend. Im Rahmen des konsultierten Gutachtens wurden im Anhang A die Aussagen des Oxera-Gutachtens vom 16.03.2021 bereits umfassend diskutiert. Der Gutachter erkennt hier weder unplausible Ermittlungsansätze noch -ergebnisse. Diese Meinung teilt auch die Beschlusskammer. Durch die vorhandenen Ausführungen von Dimson, Marsh und Staunton wird der Datensatz hinreichend klar erläutert.

Auf die diesbezügliche Kritik von Oxera wird auch durch einen Report vom 24.08.2021 der Autoren Dimson, Marsh und Staunton selbst Bezug genommen, welcher als Teil einer Stellungnahme in dieses Verfahren eingebracht wurde. Auch hier wird nachvollziehbar dargestellt, wie die DMS-Datenbank erstellt wird und welche weiteren Quellen zum Verständnis dieser hinzugezogen werden können.

Im Rahmen der Konsultation wurde auch das Argument vorgebracht, dass historische Daten zur Ermittlung einer Marktrisikoprämie nur bei stabilen Marktverhältnissen nutzbar seien. Die Frage,

⁴¹ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.4.2013, VI-3 Kart 37/08, Rn. 102 ff.

⁴² Vgl. BGH, Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 37/13, S. 12 f.

⁴³ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 29 ff.

ob der historische Ansatz jedoch auch vor diesen Hintergründen genutzt werden kann, ist indes gerade vom Gutachter untersucht worden. Marktverhältnisse, die einem historischen Ansatz entgegenstehen würden, sind dabei aus Sicht der Beschlusskammer nicht erkennbar geworden.

Es wurde ferner kritisiert, dass die DMS-Datenbank nicht frei zugänglich sei, weshalb die Heranziehung formell unzulässig sei. Insbesondere seien die Datenreihen auch für die Beschlusskammer nicht nachvollziehbar, was einen Verstoß gegen die Amtsermittlungspflicht darstelle. Dem ist jedoch eindeutig zu widersprechen. Die Heranziehung der historischen Datenreihen von Dimson, Marsh und Staunton (DMS) ist trotz der genannten Bedenken nicht zu beanstanden. Der im Rahmen der Gerichtsverfahren zur Eigenkapitalzinssatzfestlegung für die dritte Regulierungsperiode bestellte gerichtliche Sachverständige Prof. Dr. Jonas hat z.B. wiederholt die Qualität und den Umfang des DMS-Datensatzes hervorgehoben. Auch der Bundesgerichtshof hat zuletzt in seiner Entscheidung vom 09.07.2019 (EnVR 52/18) ergänzend beschrieben, dass die DMS-Daten als üblicherweise beachtete und diskutierte Quelle anzusehen seien, deren Qualität und Umfang als generell vorteilhaft angesehen werde. Vor diesem Hintergrund war die Heranziehung der DMS-Daten schon bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze insgesamt nicht zu beanstanden. Frontier/Randl/Zechner empfehlen unverändert die Nutzung der DMS-Datenreihen, da diese Quelle insbesondere die meisten Länder in der längsten Datenverfügbarkeit und dem besten Renommee darstellt. Diese Sachlage ist unverändert geblieben. Die eingebrachte Stellungnahme kann nach wie vor nicht verfangen.

Ferner sollten nach Auffassungen aus der Konsultation innerhalb der DMS-Datensammlung speziell keine Datensätze aus Russland und China einbezogen werden, da die Entwicklungen in diesen Ländern bei den Investoren keine marktüblichen Reaktionen erlaubten. Entgegen den zitierten Auffassungen ist die Einbeziehung von Daten aus China und Russland in den DMS-Datensatz jedoch auch weiterhin unverändert sachgerecht. Der vorgetragene Sachverhalt ist keinesfalls neu. Vielmehr ist die Vorgehensweise der Beschlusskammer, auf die gesamte Zeitreihe abzustellen, und nicht einzelne Länder zu entfernen, bereits höchstrichterlich bestätigt (vgl. BGH, Beschluss vom 09.07.2019, Az. EnVR 52/18) worden. Der BGH begründete in diesem Zusammenhang u.a., dass die Heranziehung historischer Daten aus einem Zeitraum von mehr als hundert Jahren zwangsläufig dazu führe, dass sich besondere historische Ereignisse, die das Wirtschaftsleben geprägt haben, in den Daten widerspiegeln. Wenn dieser Umstand der grundsätzlichen Eignung dieser Daten nicht entgegenstehe, erschiene es widersprüchlich, Datensätze aus einzelnen Ländern auszunehmen. Der Umstand, dass die historische Entwicklung von Land zu Land unterschiedlich verlaufen sei, stelle für sich gesehen keinen zwingenden Grund dar, einzelne Länder unberücksichtigt zu lassen (BGH, Beschluss vom 09.07.2019, EnVR 52/18). Insofern ist auch aus Sicht der Beschlusskammer die Heranziehung der genannten Länder bei der vorliegenden Festlegung geboten und notwendig, um die internationale Repräsentativität im Durchschnitt zu wahren und um einen pauschal wirkenden und unbegründeten Ausschluss einzelner Länderdaten bzw. eine systematische Überschätzung (sog. Survivorship Bias) zu vermeiden. Im Ergebnis hält die Beschlusskammer es für sachgerecht einen Ausschluss einzelner Datensätze nicht vorzunehmen, um insbesondere zu verhindern, dass sonst Fehlschätzungen resultieren könnten.

In mehreren Stellungnahmen wird gefordert, statt der hier ermittelten Marktrisikoprämie die in der Regulierung von Telekommunikationsnetzen nunmehr EU-weit durch die EU-Kommission empfohlene Marktrisikoprämie samt der empfohlenen Ermittlungsmethodik anzusetzen, da es keinen ersichtlichen Grund gäbe, weshalb die Methodik nicht auch auf Energienetze übertragbar wäre. Dem ist jedoch zu widersprechen. Die durch die Kommission bestimmten Methoden basieren auf einer Betrachtung, die vornehmlich auf eine Harmonisierung eines europäischen Digitalmarktes abzielen. Die daraus abgeleiteten Kriterien dienen daher ersichtlich einem anderen Zweck und sind folglich mit den Zielen des EnWG und der Strom- und GasNEV nicht vereinbar. Es ist inhaltlich und systematisch nicht möglich, eine im Wesentlichen dem Harmonisierungsgedanken Rechnung tragende Methodik zweifelsfrei als unbedingt inhaltlich sachgerechtere Methodik anzusehen und Eins zu Eins auf Energiemärkte zu übertragen.

In weiteren Stellungnahmen wurde die DMS-Datenbank als für die Ermittlung einer Marktrisikoprämie für deutsche Energienetze ungeeignet bezeichnet, da Deutschland nur zu einem Bruchteil in

der Weltmarktrendite enthalten sei. Wie dargelegt, wurde bereits in den gerichtlichen Auseinandersetzungen zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die dritte Regulierungsperiode vor dem OLG Düsseldorf durch das dortige Beschwerdegericht die Eignung der DMS-Daten zur Ableitung der Marktrisikoprämie ausdrücklich bestätigt. Auch der BGH hat in seiner Entscheidung vom 09.07.2019 (EnVR 52/18) klargestellt, dass die Verhältnisse auf den nationalen und den internationalen Kapitalmärkten zwar zu berücksichtigen seien, sich hieraus jedoch keineswegs eine zwingende Beantwortung der Frage ergibt, in welcher Weise und mit welcher Gewichtung der deutsche Kapitalmarkt und die Kapitalmärkte anderer Länder einzubeziehen wären. Vielmehr steht der Regulierungsbehörde aus Sicht des BGH auch insoweit ein Spielraum zu. Der BGH führte weiter aus, dass die Marktrisikoprämien in entwickelten Ökonomien unabhängig vom Währungsraum recht gut vergleichbar seien und dass sich darüber hinaus deutsche Netze an internationalen Renditeerwartungen messen lassen müssten. Vor diesem Hintergrund wurde betont, dass ein Rückgriff auf Daten aus einer Vielzahl von Ländern aus Rechtsgründen nicht zu beanstanden ist (BGH, Beschluss vom 09.07.2019, EnVR 52/18). Die Beschlusskammer teilt diese Erwägungen und ist daher auch unter diesem Gesichtspunkt von der Geeignetheit der DMS-Datenbank für die Ermittlung der Marktrisikoprämie überzeugt. Dementsprechend sieht die Beschlusskammer keinen Anlass von dieser Vorgehensweise, die gerichtlich bereits bestätigt worden ist, abzuweichen. Zudem birgt die in der Konsultation geforderte stärkere Gewichtung Deutschlands die Gefahr eines willkürlichen Ansatzes.

Auch wurde bezugnehmend auf die für die Marktrisikoprämie heranzuziehenden Datenquelle kritisiert, dass die Datenreihen von Jordà, Schularick und Taylor (JST-Datenbank) nicht als Alternative zu der DMS-Datenbank berücksichtigt wurden. Die JST-Datenbank ist jedoch aus Sicht der Beschlusskammer nicht zur Prognose einer Marktrisikoprämie für die 4. Regulierungsperiode nutzbar, da sie im Vergleich zur DMS-Datenbank wesentliche Schwächen aufweist. Zwar greift die JST-Datenbank sogar auf Daten bis 1870 zurück und ist aufgrund der freien Verfügbarkeit auch etwas transparenter. Die Nachteile dieser Datenbank überwiegen die skizzierten Vorteile jedoch. So wurde die besonders lange Zeitreihe lediglich für 5 Länder erhoben, wodurch der Datensatz massiv im Querschnitt begrenzt ist. Auch reichen die Daten nicht wie DMS bis ins Jahr 2020, sondern nur bis zum Jahr 2017. Ferner besteht durch das Fehlen bestimmter Länder das Risiko eines "Survivorship Bias" (s.o.). Aus den genannten Gründen spricht sich der Gutachter in seinen Erläuterungen vom 07.09.2021 auch weiterhin für die Verwendung der DMS-Datenbank aus. Dieser Einschätzung schließt sich die Beschlusskammer an.

Bezugnehmend auf die Ermittlung der Marktrisikoprämie wurde in der Konsultation weiter vorgebracht, dass nochmals im Rahmen einer Methodenplausibilisierung überprüft werden sollte. Insbesondere solle eine Plausibilisierung mittels anderer, zukunftsbezogener Ansätze erfolgen. Wie oben ausgeführt, wurden die genannten Ansätze als nicht geeignet erachtet. Erkenntnisgewinne, die aus Sicht der Beschlusskammer zu einer anderen Bewertung führen würden, liegen nicht vor. Nicht geeignete bzw. nicht belastbare oder sogar fragwürdige bzw. untaugliche Ansätze sind aber nach Ansicht der Beschlusskammer weder „durchzurechnen“ um dann das Ergebnis einer belastbaren Methode zu modifizieren noch um innerhalb einer belastbaren Methode Weichenstellungen vorzunehmen, bei denen die Ergebnisse nicht belastbarer Methoden berücksichtigt werden. BGH hat in seiner Entscheidung klargestellt, dass die Regulierungsbehörde auch dann nicht ohne weiteres verpflichtet sei, den von ihr anhand einer bestimmten Methode ermittelten Zinssatz für die kalkulatorische Verzinsung von Eigenkapital einer Überprüfung oder Plausibilisierung anhand anderer Methoden zu unterziehen, wenn sich die Situation auf den Finanzmärkten in den für die Beurteilung maßgeblichen Zeiträumen als historisch einzigartig darstelle (vgl. BGH, Beschluss vom 09.07.2019, EnVR 52/18). Eine Plausibilisierung der Marktrisikoprämie an sich auf Basis der DMS-Datensammlung drängt sich daher nicht generell auf. Bei der Ermittlung des Zuschlags anhand von Datenreihen darf aber laut BGH nicht außer Acht bleiben, in welcher Weise der in diesen Datenreihen ausgewiesene Zinssatz für risikolose Anlagen ermittelt worden ist. Dies wird indes durch die vorgesehene Laufzeit- und Verfügbarkeitsbetrachtung der Festlegung sichergestellt. Auch hat der BGH in seiner früheren Entscheidung vom 27.01.2015 (EnVR 39/13) bereits klargestellt, dass die Entscheidung der Regulierungsbehörde nur dann rechtsfehlerfrei ist, wenn sie sich anerkannter wissenschaftlicher Methoden bedient und diese in Einklang mit den Vorgaben aus

§ 21 Abs. 2 EnWG und § 7 Abs. 5 StromNEV anwendet und wenn keine konkreten Anhaltspunkte dafür feststellbar sind, dass die sich hieraus ergebende Höhe der Eigenkapitalverzinsung gleichwohl das Ziel einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals verfehlt. Diesbezüglich ergaben sich weder seinerzeit noch in der späteren BGH-Entscheidung vom 09.07.2019 (EnVR 52/18) Anhaltspunkte dafür, dass die von der Beschlusskammer gewählte Methode nicht geeignet gewesen ist, diesen Besonderheiten gänzlich angemessenen Rechnung zu tragen und dass deshalb keine zusätzliche Plausibilisierung geboten war. Diesen Anforderungen kommt die Beschlusskammer nach, da sich die Gegebenheiten in Bezug auf diese Ausführungen nicht geändert haben und daher diese Maßstäbe nach wie vor anzuwenden sind. Ferner wurde in der Konsultation vorgetragen, dass die Ausführungen zur Marktrisikoprämie durch Frontier/Randl/Zechner angeblich auf einer falschen Prämisse beruhen, da der Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) nicht 5 % bis 6,5 % sondern 6 % bis 8 % als Marktrisikoprämie ausweist. Es ist zwar zutreffend, dass die Marktrisikoprämie „vor Steuern“ laut FAUB in einer Bandbreite von 6 % bis 8 % beziffert wird. Frontier/Randl/Zechner beziehen sich für die Zwecke des Gutachtens jedoch auf die vom FAUB genannte Marktrisikoprämie von 5 % bis 6,5 % nach Steuern, worauf auch ihre weiteren Ausführungen und Bewertungen basieren.

Bei der Bewertung der Höhe der Marktrisikoprämie wurde in der Konsultation des Weiteren kritisiert, dass die Beschlusskammer 2 der Bundesnetzagentur eine höhere Marktrisikoprämie festgelegt habe. Entscheidend sei dabei gewesen, dass eine europaweite Vereinheitlichung der Zinshöhe realisiert werde, um Fehlanreize bei Investitionen zu verhindern. Die Regulierung von Telekommunikationsnetzen (siehe hierzu auch die obigen Ausführungen zur mangelnden Übertragbarkeit von Kalkulationsvorgaben aus der Telekommunikationswirtschaft) erfolgt jedoch unter besonderen Vorgaben. Eine Übertragung dieser Maßstäbe aus einem anderen Regulierungsbereich auf die vorliegende Festlegung ist daher nicht geboten. Das vorgetragene Argument ist daher – noch mehr als bei den von der Branche vorgetragenen Argumenten in Bezug auf den internationalen Vergleich – als willkürliches „Rosinenpicken“ einzuordnen, da ergebnisgetrieben auf einzelne Bausteine (hier die Marktrisikoprämie, nicht der auf Basis eines fünfjährigen Durchschnitts zu bildende Basiszins) aus andern Bereichen verwiesen wird, die nicht miteinander vergleichbar sind.

Bezüglich der genutzten Datenlänge wurde in der Konsultation angemerkt, dass es ausreichend sei, einen kürzeren Zeithorizont anzusetzen. Beispielsweise wurden in der gutachterlichen Stellungnahme von ValueTrust vom 09.07.2021 30 bis 45 Jahre als sachgerecht erachtet. Die Forderung nach einem kürzeren Zeithorizont ist jedoch unbegründet. Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie sei es notwendig, einen Datensatz anzuwenden, der, wie es beispielsweise auch von Frontier/Randl/Zechner und im Report von Dimson, Marsh und Staunton vom 24.08.2021 dargestellt wird, die statistischen Eigenschaften der Marktrisikoprämie berücksichtige. Betrachtet man die mittels historischer Daten errechnete Marktrisikoprämie, so stellt man fest, dass sie eine kurzfristig hohe Volatilität aufzeigt und auch intertemporal durch historische Ereignisse beeinflusst wird. Um eine hohe Zuverlässigkeit der geschätzten Marktrisikoprämie als Prognosewert für die 4. Regulierungsperiode zu gewährleisten, ist es daher notwendig einen Datensatz zu nutzen, der eine möglichst lange Zeitreihe einbezieht. Denn nur dadurch wird verhindert, dass länderübergreifende historische Ereignisse, die einen temporären Einfluss auf die Marktrisikoprämie hatten, einen starken singulären Einfluss auf die Marktrisikoprämie ausüben könnten. Gleiches gilt auch in Bezug auf die einzubeziehenden Länder. Entsprechend den Ausführungen des Gutachters gewährt nur eine möglichst hohe Anzahl an Ländern die bestmögliche Schätzung einer Marktrisikoprämie. Denn nur so wird einerseits gewährleistet, dass länderspezifische Ereignisse, wie sie in einer Weltmarktrisikoprämie Berücksichtigung finden sollten, einbezogen werden. Andererseits wird aber auch nur so gewährleistet, dass durch die Aufnahme einer möglichst hohen Anzahl an Ländern kein länderspezifisches Ereignis die geschätzte Marktrisikoprämie anders beeinflussen würde als die zu schätzende, unbekannte Weltmarktrisikoprämie.

Bezüglich der genutzten Datenbreite wurde in der Konsultation gefordert, zur Ermittlung der Marktrisikoprämie auf den deutschen Kapitalmarkt abzustellen, mindestens jedoch eine Anpassung der weltweiten Marktrisikoprämie auf deutsche Marktgegebenheiten vorzunehmen. Dem ist jedoch zu widersprechen. Eine Ermittlung der Marktrisikoprämie ausschließlich anhand von Daten des deutschen Kapitalmarktes würde nicht nur aus den oben genannten Gründen die Datenqualität zur Schätzung der Marktrisikoprämie beeinträchtigen. Vielmehr würde dies auch der durch Frontier/Randl/Zechner ermittelten Referenz des internationalen Investors entgegenstehen. Die von Frontier/Randl/Zechner ermittelte Referenz ist ein Investor mit einem weltweit diversifizierten Portfolio, der auch in Deutschland investiert. Aus den gleichen Argumenten wird auch eine Anpassung der Weltmarktrisikoprämie auf deutsche Marktgegebenheiten als nicht sachgerecht erachtet. Bei einem derartigen Ansatz kommt hinzu, dass ein entsprechender länderspezifischer Risikofaktor nur schwer zu ermitteln wäre. Der beispielsweise von Dimson, Marsh und Staunton im Report vom 24.08.2021 ermittelte Beta-Wert von 1,21 widerspricht sowohl wissenschaftlicher Literatur als auch bei einem Vergleich einzelner Marktrisikoprämien der DMS-Datenbank selbst. So wird für Länder mit hoher Bonität empirisch eine eher niedrigere Marktrisikoprämie und insbesondere für Deutschland keine länderspezifische Risikoprämie ermittelt. Der von Dimson, Marsh und Staunton ermittelte länderspezifische Risikofaktor hingegen liegt höher als ein Zuschlag, der aus der Differenz zwischen entwickelten Ländern und sog. Emerging Markets resultiert - siehe dazu die Ausführungen in den Erläuterungen von Frontier/Randl/Zechner vom 22.09.2021, S. 7ff. Die Beschlusskammer schließt sich daher den Aussagen von Frontier/Randl/Zechner vom 22.09.21 an.

Entsprechend dem Vorgehen in sämtlichen vorangegangenen Festlegungen zur Eigenkapitalverzinsung wurde die Marktrisikoprämie auch diesmal wieder aus einer Differenz zwischen Gesamtrenditen und den Renditen langfristiger Anleihen (Bonds) ermittelt. In der Konsultation wurde insofern die Nutzung der in der DMS-Datenbank ausgewiesenen Bonds kritisiert, da diese Risiken enthielten und damit die Weltmarktrisikoprämie tendenziell unterschätzt sei. Frontier/Randl/Zechner haben sich mit diesem Argument in ihren Erläuterungen vom 07.09.2021 dezidiert auseinandergesetzt. Es trifft danach zwar zu, dass gewisse Ausfallrisiken in der DMS-Datenbank vorhanden sind. Dieser Effekt wird jedoch aufgrund der Ex-Post Betrachtung des Datensatzes wieder kompensiert. Grundsätzlich führen Ausfallrisiken zu einer höheren Verzinsung einer Staatsanleihe, da in der Verzinsung auch die Wahrscheinlichkeit des Verlustes berücksichtigt werden muss. Ausfallrisiken einhergehend mit einer höheren Verzinsung werden durch tatsächliche Ausfälle einhergehend mit dem Verlust des eingesetzten Kapitals kompensiert, was insbesondere durch den großen Datensatz erfasst werden kann. Dimson, Marsh und Staunton betonen, dass bei der Ermittlung der Weltmarktrisikoprämie alle Länder samt ihrer Ausfälle explizit berücksichtigt werden, um einen „survivorship bias“ zu verhindern⁴⁴. Auch zeigt sich empirisch keine Verzerrung der Marktrisikoprämie. So finden Frontier/Randl/Zechner in ihren Erläuterungen vom 07.09.2021 keine Unterschiede zwischen der Marktrisikoprämie von Ländern mit AAA-Bonität und Ländern mit einer abweichenden Bonität - unabhängig davon, ob das arithmetische oder das geometrische Mittel betrachtet wird. Aus diesem Grund ist aus Sicht der Beschlusskammer in der DMS-Datenbank nicht von einer Verzerrung aufgrund von Ausfallrisiken auszugehen und damit kein Anpassungsgrund erkennbar.

Auch wurde in diesem Zusammenhang gefordert, dass statt langfristiger Anleihen die Marktrisikoprämie basierend auf kurzfristigen Verbindlichkeiten (Bills) hätte ermittelt werden sollen. Frontier/Randl/Zechner haben sich ebenfalls bereits mit der Frage zur Bestimmung der Marktrisikoprämie über kurz- oder langfristige Anleihen beschäftigt und diese in ihrer Erläuterung vom 22.09.2021 vertieft. Aus der Konsultation und unter Berücksichtigung der gutachterlichen Erläuterungen ergeben sich aus Sicht der Beschlusskammer keine neuen Erkenntnisse, die eine ander-

⁴⁴ Siehe Dimson, Marsh und Staunton (2021), „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021“, Credit Suisse, 2021. S. 200.

weitige Bewertung begründen könnten. Wesentliche Argumente gegen Bonds werden unabhängig davon durch die Beschlusskammer bereits besonders berücksichtigt und in Teilen als Argument für eine Anpassung der Eigenkapitalverzinsung herangezogen.

Bezüglich der zeitlichen Perspektive der in die Marktrisikoprämie eingegangenen Anleihen wurde in der Konsultation ausgeführt, dass die in der DMS-Datenbank enthaltene Marktrisikoprämie aus einer rückwärtsgerichteten Anleihenrendite resultiere, die nach § 7 Abs. 4 StromNEV ermittelte Umlaufrendite hingegen auf einer vorwärtsgerichteten Perspektive beruhe. Dies führe aufgrund der stark gefallen Umlaufrendite zu einer Schieflage zu Lasten der Marktrisikoprämie und sei mit dem CAPM nicht vereinbar. Dem kann aus Sicht der Beschlusskammer nicht gefolgt werden. Der hier beschriebene Sachverhalt und die daraus resultierende Eignung der DMS-Daten wurde bereits im Kontext der Diskussion der „Golden Age of Bonds“ höchstrichterlich entschieden, wodurch eine Korrektur nicht erforderlich erscheinen muss (vgl. BGH, Beschluss vom 09.07.2019, EnVR 52/18, Rn. 51). Zusätzlich haben Frontier/Randl/Zechner in ihren Erläuterungen vom 07.09.2021 sich zu dem hier dargestellten Sachverhalt nochmals nachvollziehbar positioniert. Die unterschiedliche Ausrichtung der Renditen ist demnach im regulatorischen Kontext irrelevant, da aus Sicht von Frontier/Randl/Zechner der gewählte historische Ansatz nach der Bewertung unterschiedlicher Ansätze als der beste Schätzansatz für die Marktrisikoprämie identifiziert wurde. Daher kann dieser (ebenso wie die Schätzung des risikolosen Basiszinssatzes auf Basis eines zehnjährigen Durchschnitts der Umlaufrendite) zunächst isoliert betrachtet werden und seine Schätzfunktion erfüllen. Anders stellt sich die Situation für die übrigen Ansätze dar. Ein Ansatz, in dem die Marktrisikoprämie abhängig von der risikolosen Rendite zu einer konstanten Gesamrendite führt (TMR-Ansatz), ist als fragwürdiger Ansatz im deutschen regulatorischen Kontext verworfen worden. Daher ist in logischer Konsequenz ein Vergleich zwischen realisierten Anleihenrenditen und aktuellen vorwärtsgerichteten Anleihenrenditen irrelevant.⁴⁵ Die Beschlusskammer schließt sich dieser Beurteilung an.

Bezüglich der in den DMS-Reihen enthaltenen Gewichtungen wurde in der Konsultation kritisiert, dass kein Investor seine Investitionsstrategie nach der Marktkapitalisierung und dem Bruttoinlandsprodukt eines Landes ausrichten, sondern sich in der Regel für eine der beiden Strategien entscheiden würde. Dem ist jedoch zu widersprechen. Mögen auch Investorenkalküle divergieren, so schlägt sich das Ergebnis dieser Investorenkalküle exakt in den von DMS ex-ante betrachteten Marktkapitalisierungen nieder. Die Gewichtung mit BIPs kann insoweit lediglich eine Näherung darstellen. Aufgrund des zunehmende Abstellens auf Marktkapitalisierungen in den DMS-Reihen ist jedenfalls festzustellen, dass die Datenqualität im Hinblick auf die Datenqualität in der Vergangenheit sogar noch gesteigert worden ist. Kernargument bleibt jedoch, dass die DMS-Reihen bestimmende Bildungsprinzip der ex-post Betrachtung die tatsächliche Verhaltensweise von Investoren zumindest in der bisher bekannten Vergangenheit sachgerecht abbildet und daher die Argumentation der Beschlusskammer noch trägt.

Im Zusammenspiel mit dem modellierten CAPM und der aus den DMS-Reihen ermittelten Marktrisikoprämie wurde kritisiert, dass bei einem globalen CAPM die Kaufkraftparität von zentraler Bedeutung sei, was in den DMS-Reihen jedoch nicht erfüllt wäre. Jedoch wird bei diesem Einwand verkannt, dass, wie Frontier/Randl/Zechner (S. 25 f.) zutreffend darstellen, ein vollständiges globales CAPM nicht vorzugswürdig ist. Daher entscheiden sich die Gutachter auch für eine Weiterentwicklung des für die 3. Regulierungsperiode genutzten CAPM, dass im Euroraum anstatt nationaler Indizes den Euro Stoxx verwendet - siehe hierzu ergänzend auch die Erläuterungen von Frontier/Randl/Zechner vom 22.09.2021.

Ferner wurde im Rahmen der Konsultation auf den Zusammenhang zwischen Marktrisikoprämie und dem risikolosen Basiszinssatz hingewiesen. Danach würde ein globaler Investor bei einer

⁴⁵ Siehe dazu Frontier/Randl/Zechner (07.09.2021): „Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern – Erläuterungen zu ausgewählten Fragen der Stellungnahmen von BDEW und Oxera“ Kapitel 5.

identischen Marktrisikoprämie und bei einem abweichenden risikolosen Basiszinssatz in das Land investieren, dass den höheren Gesamtzins aufweist. Folglich müsse in Europa, einer Region mit tendenziell niedrigen risikolosen Basiszinssätzen, eine höhere Marktrisikoprämie vorliegen. Diese Auffassung liegt neben der Sache. Der Ordnungsgeber hat in § 7 Abs. 4 StromNEV verankert, dass der Eigenkapitalzinssatz den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nicht überschreiten darf. Insoweit handelt es sich in der Umsetzung dieser Vorgaben bei der vorliegenden Festlegung, für eine Investition in eine deutsche Netzinfrastruktur, um eine Kombination eines deutschen risikolosen Zinses mit einer internationalen Marktrisikoprämie. Diesem Ansatz liegt zugrunde, dass die Opportunitätskosten für Investitionen in besonders sichere Investitionen in Deutschland (Länderrating AAA) sachgerecht mit einer risikolosen Basisverzinsung zuzüglich eines auf internationalen Kapitalmärkten üblichen Wagniszuschlags abgebildet werden. Dass der nationale Basiszins Deutschlands daher sachlogisch auf den US-amerikanischen Basiszins oder andere Basiszinssatzhöhen (die nochmals anderen allgemeinen Länderrisiken unterliegen) angehoben werden muss, damit nicht eine Investition jedweder Art automatisch in die USA geleitet würde, entspricht nicht dem hier zugrundeliegenden Konzept einer Betrachtung eines weltweiten Investors, der auch in ein deutsches Netz investiert. Letztlich geht es darum, die risikolose Verzinsung des jeweiligen Investitionslandes abzuschätzen. Er würde nur dann in den USA investieren, wenn die risikolose Verzinsung in den USA mit derjenigen in Deutschland absolut gleichzusetzen wäre. Dies ist aber aufgrund des unterschiedlichen Länderratings schon nicht der Fall.

In der Konsultation wurde abschließend gleichsam an die Bedeutung der Wechselkursrisiken angeknüpft, die ebenfalls Gegenstand längerer gerichtlicher Auseinandersetzungen waren und bereits dort als nicht ausschlaggebend eingeordnet wurden.⁴⁶ Es gibt keine neuen vorgetragenen Aspekte, die diese dortigen Bewertungen in Frage zu stellen vermögen.

c. Risikofaktor

Als Risikofaktor für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen wird unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung der auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten vorhandenen Wertpapiere von Netzbetreibern ein Risikofaktor von 0,81 hergeleitet.

Die Herleitung des anzusetzenden Risikofaktors erfolgt unter Heranziehung einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (unter i.). Die jeweiligen Risikofaktoren der Vergleichsunternehmen werden um Steuer- und Kapitalstruktureffekte sowie statistische Unschärfen bereinigt. In einem weiteren Schritt wird aus den bereinigten Risikofaktoren der Vergleichsunternehmen der auf deutsche Netzbetreiber anzuwendende Risikofaktor abgeleitet (unter ii.).

i. Auswahl der Vergleichsunternehmen

Die Beschlusskammer greift für die Zwecke der Schätzung eines Risikofaktors auf börsennotierte reine Netzbetreiber als Vergleichsunternehmen zurück.⁴⁷

Grundsätzliche Voraussetzung für die Ermittlung des Risikofaktors ist die Notierung und der Handel des betrachteten Wertpapiers bzw. Unternehmens an den Kapitalmärkten und das Vorliegen

⁴⁶ Siehe BGH, Beschluss vom 09.07.2019, EnVR 52/18, Rn. 125, Dimson, Marsh und Staunton (2021), „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021“, Credit Suisse, S. 6 ff. / S. 200 sowie Frontier/Randl/Zechner Kapitel 2.3.11.

⁴⁷ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 45 ff.

ausreichender Zeitreihen des Aktienverlaufs dieses Wertpapiers bzw. Unternehmens (Datenverfügbarkeit). Die durchgeführte Schätzung des Risikofaktors für deutsche Elektrizitätsnetzbetreiber basiert auf empirischen Analysen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen. Idealerweise werden dazu Unternehmen mit einem identischen Risiko wie die Elektrizitätsnetzbetreiber in Deutschland herangezogen. In der Praxis sind derartige idealtypische Referenzunternehmen nicht verfügbar, so dass man möglichst ähnliche Unternehmen wählt, wobei die Vergleichbarkeit insbesondere für die Faktoren herzustellen ist, die einen direkten Einfluss auf die Risikostruktur beinhalten. Zu den Kriterien, die bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen berücksichtigt werden sollten, gehört zunächst das regulatorische Umfeld. Hier ist davon auszugehen, dass Elektrizitäts- und Gasnetze aufgrund der in diesen Branchen vorliegenden natürlichen Monopole in allen Industrieländern der Regulierung unterliegen. Weiterhin besteht grundsätzlich die Möglichkeit, dass die Art der Regulierung einen Einfluss auf den Risikofaktor haben könnte, so dass die in Frage kommenden Vergleichsunternehmen bevorzugt aus Ländern und Industriebranchen stammen sollten, die einer ähnlichen Regulierung unterliegen wie die deutschen Energienetze. Des Weiteren ist bei der Zusammenstellung der Stichprobe generell eine möglichst weite regionale Abgrenzung anzustreben. Somit kann einerseits eine möglichst umfangreiche Stichprobe und daraus resultierend belastbarere Schätzergebnisse erreicht werden, andererseits verlieren mögliche nationale Sondereffekte jeweils an Gewicht, so dass etwa auftretende Verzerrungen vermieden werden. Bei einer kleineren Stichprobe würden beispielsweise das Gewicht einzelner Unternehmen und damit die Anfälligkeit der gesamten Schätzung für Verzerrungen durch eventuelle Ausreißer steigen. Dies spricht dafür, dass eine weltweite Einbeziehung von Vergleichsunternehmen erfolgen sollte. Auch aus Gründen der Methodenkonsistenz ist eine weite regionale Abgrenzung bei der Wahl der Vergleichsunternehmen gerechtfertigt. Hierbei ist zentral, dass das Vorgehen im Rahmen des zur Bestimmung des Wagniszuschlags gewählten Ansatzes – vorliegend des CAPM-Modells – konsistent ist. Da zur Bestimmung der Marktrisikoprämie eine ähnliche geographische Abgrenzung gewählt wurde, ist eine konsistente Vorgehensweise bei der Bestimmung des Wagniszuschlags gewährleistet. Die Verwendung einer weltweiten Stichprobe von Vergleichsunternehmen wurde durch die Entscheidung des OLG Düsseldorf (Vgl. VI-3 Kart 60/08, Beschluss vom 24.04.2013, S. 49f.) als sachgerecht bestätigt. *„Den Vorschriften des § 7 Abs. 5 Nrn. 1, 2 und 3 StromNEV/GasNEV ist nicht zu entnehmen, dass bei der Bestimmung des Risikofaktors auf Vergleichsunternehmen aus der Eurozone abzustellen wäre. Vielmehr ist es angebracht, eine möglichst weite regionale Abgrenzung anzustreben. [...] Darüber hinaus sprechen Überlegungen zur Methodenkonsistenz für die Wahl einer weltweiten Vergleichsgruppe.“*⁴⁸ Dass nicht nur auf die Eurozone als Referenzmarkt abzustellen ist, wurde durch die Entscheidung des BGH bestätigt.⁴⁹

Bei der Auswahl der in Frage kommenden börsennotierten Referenzunternehmen wird darüber hinaus auf die Liquidität, d.h. auf einen ausreichend liquiden Handel der Aktien des Unternehmens abgestellt. Die Analyse zur Feststellung der Liquidität stützt sich auf die Prüfung der relativen Geld-Brief-Spanne⁵⁰, für die bei einem Wert von unter 1 % davon ausgegangen werden kann, dass die Aktie ausreichend aktiv gehandelt wird. Die relative Geld-Brief-Spanne stellt eines der geläufigsten Liquiditätskriterien dar, da es unmittelbar auf den Preisbildungsmechanismus der Märkte referenziert.

Zudem spielt bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen die Netzbetreibereigenschaft der betrachteten Unternehmen eine zentrale Rolle. Viele der potentiellen Vergleichsunternehmen sind

⁴⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, VI-3 Kart 60/08, Beschluss vom 24.04.2013, S.49

⁴⁹ Vgl. BGH EnVR 39/13, Beschluss vom 27.01.2015, S. 15.

⁵⁰ Die relative Geld-Brief-Spanne wird aus dem Quotienten der Differenz von Geld- und Briefkurs geteilt durch den Mittelwert der beiden Kurse berechnet. Der Geldkurs gibt die aktuelle Zahlungsbereitschaft für eine Aktie wieder, der Briefkurs zeigt den Angebotspreis des Verkäufers einer Aktie an. Ein Geschäft kommt nur dann zustande, wenn sich Geld- und Briefkurs entsprechen. Größere bzw. dauerhafte Abweichungen zwischen Geld- und Briefkurs sprechen daher dafür, dass die Vorstellungen von Käufern und Verkäufern einer Aktie weit auseinanderliegen, damit Transaktionen kaum zustande kommen und eine unzureichende Liquidität am Markt vorliegt.

in verschiedenen Geschäftsfeldern tätig. In der Regel zieht dies unterschiedliche Risikostrukturen und damit auch unterschiedliche Risikofaktoren nach sich. Außerdem unterliegen nicht alle Wertschöpfungsstufen des energiewirtschaftlichen Handelns der Regulierung, was das Risikoprofil ebenfalls beeinflussen kann. Im Idealfall sollten daher nur diejenigen Unternehmen zum Vergleich herangezogen werden, die überwiegend regulierte Netzaktivitäten wahrnehmen. Als reine Netzbetreiber werden vorliegend Unternehmen definiert, bei denen der Anteil des Netzgeschäftes an der gesamten unternehmerischen Aktivität mehr als 75 % beträgt.⁵¹

Auswahlkriterien für die Aufnahme in die Vergleichsgruppe sind somit die Datenverfügbarkeit, eine ausreichende Handelsliquidität und die reine Netzbetreibereigenschaft. Unter Berücksichtigung dieser Auswahlkriterien und der weiten regionalen Abgrenzung ergibt sich eine Stichprobe von 11 reinen Netzbetreibern aus Europa, Australien und den USA.

Bereits im Gutachten von BBH für GEODE⁵² im Rahmen der Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze für die dritte Regulierungsperiode wurde als weiteres Auswahlkriterium der Nachweis statistischer Signifikanz empfohlen. Hierzu soll ein t-Test durchgeführt werden, der die Hypothese überprüft, ob der Einfluss der unabhängigen Variable (Rendite des Marktportfolios) auf die zu erklärende Variable (Rendite des Vergleichsunternehmens) sich signifikant von 0 unterscheidet. Auf Basis dieses zusätzlichen Kriteriums wurde von BBH das belgische Unternehmen Elia System Operators (Elia) aus der Stichprobe ausgeschlossen. Allerdings stellt der von BBH verwendete Signifikanztest im Kontext des CAPM kein geeignetes Maß für die Abgrenzung von Vergleichsunternehmen dar. Signifikanztests werden üblicherweise genutzt, um zu prüfen, ob die „richtigen“ erklärenden Faktoren in die Regression aufgenommen wurden und um ein komplexes statistisches Ausgangsmodell auf die relevanten Erklärungsfaktoren zu testen. Die Frage nach statistischer Signifikanz stellt sich im Kontext des CAPM nicht, da die Struktur des Modells durch die Portfoliotheorie bereits vorgegeben ist. Damit ist allein die Erklärung der Aktienrendite durch die Marktrendite zu testen. Der von BBH angewendete t-Test misst, ob der Risikofaktor signifikant von 0 verschieden ist. Je kleiner der Risikofaktor und je größer der Schätzfehler, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Wert tatsächlich auch 0 sein könnte. Niedrige Risikofaktoren sind jedoch per se kein Grund, ein Unternehmen nicht zum Vergleich heranzuziehen. Im Gegenteil ist im Bereich regulierter Netzbetreiber durchaus zu erwarten, dass Unternehmen niedrige Risikofaktoren aufweisen. Ein Wert nahe 0 könnte heißen, dass tatsächlich nur ein geringer Zusammenhang besteht – dies wäre eine relevante Information, die nicht durch Ausschluss aus der Stichprobe missachtet werden sollte. Der zweite Faktor (neben dem Risikofaktor) für die Durchführung des t-Tests, der Schätzfehler der Regression, weist grundsätzlich auf den symmetrischen Fehler des Risikofaktors hin. D.h. der Fehler kann dazu führen, dass der tatsächliche Risikofaktor kleiner als der ermittelte und nahe 0 ist (dies wird durch den t-Test abgebildet), es kann jedoch mit gleicher Wahrscheinlichkeit auch über dem ausgewiesenen Risikofaktor liegen. Dieser Tatsache wird aber mit der Vasicek-Adjustierung (siehe unter ii.) entgegengewirkt. Basierend auf dem Schätzfehler wird dabei eine Korrektur des ermittelten Risikofaktors vorgenommen. Die Eignung des t-Tests zur Filterung von Risikofaktoren wird in der Literatur zudem kritisch gesehen. So kommen Franken/Schulte zu folgendem Schluss: *„Zwar mag regelmäßig anzunehmen sein, dass ein nicht statistisch signifikant von Null verschiedener Betafaktor ein Indikator dafür sei, dass der Betafaktor nicht belastbar erscheint, da ein nicht vorhandenes systematisches Risiko praktisch eher weniger wahrscheinlich ist. Gleichwohl stehen Betafaktoren von Null grundsätzlich im Einklang mit dem CAPM und zeigen lediglich ein systematisches Risiko in Höhe von Null an – unsystematische nicht zu vergütende Risiken können darüber hinaus durchaus vorliegen“*⁵³. Aus Sicht der Autoren ist vielmehr entscheidend, ob eine ausreichende Liquidität des Handels gegeben ist. So kann ein

⁵¹ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 25 f.

⁵² Vgl. BBH (2016), Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze nach § 7 Abs. 4 Gas- bzw. Strom-NEV, Gutachten im Auftrag von GEODE, S. 61

⁵³ Vgl. Franken/Schulte, 2010 in: Die Wirtschaftsprüfung 22/2010, S. 1113

Risikofaktor aufgrund des t-Tests als berücksichtigungsfähig angesehen werden, obwohl dieser wegen fehlender Liquidität als nicht verwendbar einzustufen ist. Auch Knoll kommt zu dem Ergebnis „... dass bei niedrigen Beta-Schätzungen selbst fehlende Signifikanz regelmäßig keinen Anlass zur Ablehnung des ermittelten Werts bietet“⁵⁴. Abschließend fasst der Autor zusammen, dass bei einer Vorgehensweise, wie sie von BBH durchgeführt wurde, die Wahrscheinlichkeit einer zu hohen Schätzung erhöht wird, so dass in Praxisfällen regelmäßig die Gefahr einer Überschätzung ein Vielfaches derjenigen einer Unterschätzung beträgt. Aus Sicht des Autors ist auch bei Verwendung eines insignifikanten Risikofaktors gewährleistet, dass die Wahrscheinlichkeiten für einen höheren oder niedrigeren „wahren“ Risikofaktor gleich hoch sind.⁵⁵

Zur Absicherung der getroffenen Auswahl wurden statistische Tests für Unternehmen in unterschiedlichen Regulierungssystemen angewendet, um zu prüfen, ob die Unternehmen der Gas- bzw. Elektrizitätswirtschaft gemeinsam in die Analyse einzubeziehen sind. Die Tests haben ergeben, dass keine signifikanten Unterschiede vorliegen und die ausgewählten Unternehmen Teil einer repräsentativen Auswahl sind.⁵⁶

Die Ergebnisse der statistischen Tests werden durch eine von der Beschlusskammer vorgenommene qualitative Risikoanalyse gestützt. Auch die qualitative Risikoanalyse zeigt, dass sämtliche von der Beschlusskammer untersuchten Risiken keine Unterschiede zwischen Betreibern von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen aufweisen. Die qualitative Analyse bestätigt somit das Ergebnis der quantitativen Analyse, dass kein unterschiedliches Risiko erkennbar ist. Zu den bei der qualitativen Analyse untersuchten Risiken gehören das Auslastungs-, das Substitutions-, das Markteintritts-, das Preis- und das regulatorische Risiko. Des Weiteren hat die Beschlusskammer zusätzliche von den Netzbetreibern vorgetragene Risiken in die Analyse einbezogen. Hierzu gehört die Untersuchung, ob Netzbetreibern aufgrund des Digitalisierungsgesetzes, des Strommarktgesetzes und des Einsatzes neuer Technologien Risiken entstehen. Eine Betrachtung des allgemeinen unternehmerischen Wagnisses erfolgt nicht, da die Existenz eines solchen vorausgesetzt werden kann und der unternehmerischen Tätigkeit immanent ist.

Bereits im Rahmen der Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze für die erste Regulierungsperiode (BK4-08-068), für die zweite Regulierungsperiode (BK4-11-304) und für die dritte Regulierungsperiode (BK4-16-160 und BK4-16-161) hat die Beschlusskammer eine qualitative Bewertung dieser Risiken durchgeführt.

In der qualitativen Risikoanalyse wurde im Schwerpunkt überprüft, ob Unterschiede zwischen Betreibern von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen bestehen. Im Ergebnis hat die Beschlusskammer unter den bestehenden Rahmenbedingungen keine Argumente gefunden, die gegen eine gemeinsame Einbeziehung von Elektrizitätsnetzbetreibern und Gasnetzbetreibern in die Vergleichsgruppe sprechen. Darüber hinaus hat die Beschlusskammer geprüft, ob diese Risiken, soweit sie überhaupt bestehen, unter Berücksichtigung der gegebenen Rahmenbedingungen im regulatorischen Umfeld für Netzbetreiber eine negative Wirkung entfalten können oder ob diese Risiken durch die gegebenen Rahmenbedingungen aufgefangen und neutralisiert werden.

Im Rahmen der Konsultation wurde zwar gefordert, dass die gesamte qualitative Analyse zu veröffentlichen wäre. Die Ausführungen zur qualitativen Analyse sind jedoch abschließend in der Festlegung hinreichend erörtert.

Im Zusammenhang mit der Frage, ob es systembedingte Unterschiede in der Risikoeinschätzung von Unternehmen in einer Kosten- oder Anreizregulierung gibt, führt das OLG Düsseldorf in seiner Entscheidung (Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 37/08, S. 43 .) u.a. aus:

⁵⁴ Vgl. Knoll, 2010 in: Die Wirtschaftsprüfung 22/2010, S. 1108

⁵⁵ Vgl. Knoll, in: Die Wirtschaftsprüfung 22/2010, S. 1109

⁵⁶ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 54 ff.

„Unsicherheiten über mögliche Änderungen der in der ARegV festgelegten Regeln und deren Umsetzung vermögen eine höhere Risikoeinschätzung ebenfalls nicht zu begründen. Die Gesamtbeurteilung, die neben dem Effizienzwert auch den Erweiterungsfaktor, den pauschalen Investitionszuschlag, die Investitionsbudgets und andere nicht beeinflussbare Kostenanteile berücksichtigt, ergibt vielmehr, dass sich Chancen und Risiken aus der Anreizregulierung die Waage halten, so dass es keines besonderen Risikozuschlags bedarf.“

Bei der Durchführung einer entsprechenden Risikoanalyse für die vierte Regulierungsperiode zeigt sich, dass zwar die Ausgestaltung der ARegV über die Zeit angepasst wurde, aber sich die maßgeblichen regulatorischen Rahmenbedingungen nicht geändert haben und die relevanten Instrumente der Anreizregulierung weiterhin Bestand haben – siehe unter A). Eine Veränderung bei den oben genannten Risiken lässt sich daher nicht feststellen. Dies bedeutet, dass die Risiken, soweit sie überhaupt bestehen, jedenfalls durch das Regulierungssystem aufgehoben werden. Maßgebliches Instrumentarium hierfür ist weiterhin das Regulierungskonto nach § 5 ARegV, das sämtliche Mengenabweichungen auffängt und für eine Kostendeckung des Netzbetreibers sorgt. Das Regulierungskonto ist ein wesentlicher Bestandteil des deutschen Anreizregulierungssystems, so dass dieses Instrument weiterhin Bestand haben wird und seine Wirkung für die Risikoanalyse unverändert bleibt. Der mit der dritten Regulierungsperiode eingeführte Kapitalkostenzuschlag verhindert eine Unterdeckung der Kapitalkosten und ermöglicht es, mittels eines Plan-Ist-Abgleiches die Entwicklung der Kapitalkosten des Netzbetreibers über die Erlösbergrenze nachzufahren. Das Regulierungskonto nach § 5 ARegV hat auch weiterhin für die betroffenen Netzbetreiber Bestand und wird zusätzlich die Differenzen des Kapitalkostenabgleiches erfassen, die zukünftig schneller aufgelöst werden. Daher bleibt die Einschätzung der Beschlusskammer bzgl. der Risikosituation unverändert. Zudem dient der Eigenkapitalzinssatz nicht dazu, Vorgaben der Anreizregulierungsverordnung zu konterkarieren bzw. zu neutralisieren (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 60/08, Rn. 172 ff.).

Ergänzend zu den oben genannten Risiken hat die Beschlusskammer das sogenannte regulatorische Risiko einer erneuten Überprüfung unterzogen. Das regulatorische Risiko umfasst nach dem Verständnis der Beschlusskammer das generell mit der Regulierung von Netzwirtschaften auftretende Risiko, soweit Einzelrisiken nicht bereits durch die zuvor genannten Risiken erfasst werden oder allgemeine unternehmerische Risiken darstellen. Das regulatorische Risiko umfasst sowohl die Risiken als auch die Chancen der Netzbetreiber, die sich aus den regulatorischen Rahmenbedingungen ergeben. Aus Sicht der Beschlusskammer ergeben sich hieraus keine Rückwirkungen auf den Risikofaktor.

Schließlich ist bei der Erstellung der Vergleichsgruppe auch keine Unterscheidung nach Funktion des betriebenen Netzes – Verteilernetz und Fernleitungsnetz bzw. Übertragungsnetz – erforderlich. Eine Bestimmung der Eigenkapitalzinssätze in Abhängigkeit der Netzfunktion wird weder in der StromNEV gefordert noch gibt es nach derzeitigem Kenntnisstand der Beschlusskammer eine sachliche Rechtfertigung hierfür.

Selbst unter der Annahme, dass vordergründig unterschiedliche Wagnisse bei Betreibern von Verteilernetzen und Fernleitungs- bzw. Übertragungsnetzen vorliegen könnten, würden diese durch die Ausgestaltung der Anreizregulierung, insbesondere der spezifischen Regelungen für Betreiber von Verteilernetzen und Betreiber von Fernleitungs- bzw. Übertragungsnetzen, ausgeglichen. Soweit Sondersituationen für bestimmte Netzbetreiberfunktionen ersichtlich sind, können diese über Regelungen in der Anreizregulierungsverordnung auch einer gesonderten Behandlung zugeführt werden.

In der Konsultation wurde diesbezüglich vorgebracht, dass die Vergleichsgruppe zu klein sei. Dies ist jedoch unzutreffend. Die Vergleichsgruppe wird anhand eines konkreten Kriterienkataloges durch den Gutachter hergeleitet, um das Risiko deutscher Energienetzbetreiber adäquat abbilden zu können. Ziel ist es dabei, einen bestmöglichen Schätzwert anhand von Kapitalmarktdaten für den Risikofaktor zu ermitteln. Dabei ergeben sich keine Hinweise, dass der ermittelte Wert aufgrund der Größe der Vergleichsgruppe ungeeignet sei.

Ferner wurde vorgebracht, dass auch die sogenannte „long list“ aller für eine Aufnahme in die Vergleichsgruppe potentiell in Betracht gekommenen Unternehmen veröffentlicht werden sollte. In diesem Zusammenhang weist die Beschlusskammer neben den praktischen Grenzen eines solchen Vorgehens darauf hin, dass es unerheblich ist und zudem keinen Mehrwert für das vorliegende Verfahren bringt, welche Unternehmen in die Betrachtung theoretisch (bei vermutlich anderer Prämissensetzung) hätten einbezogen werden können. Es kommt einzig auf die in die Betrachtung genommene Auswahl an Unternehmen und deren Sachgerechtigkeit an. Da greifbar überlegene Auswahlkriterien nicht feststellbar und die Auswahlkriterien zudem etabliert und belastbar sind, besteht ferner kein Anlass die bisherige Vorgehensweise an dieser Stelle abzuändern.

Schließlich wurde vorgetragen, dass es aufgrund von Entflechtungsregeln möglich gewesen wäre, ein exaktes Risiko für Netzbetreiber zu bestimmen. Die „short list“ sei daher nicht sachgerecht. Dies ist unzutreffend. Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass es grundsätzlich dahinstehen kann, ob bei den betroffenen Unternehmen tatsächlich ein genaues Risiko für den Netzbetrieb ermittelt werden kann. Die Beschlusskammer hat sich daher zu der vorliegenden praktischen sowie vorsichtigen Umsetzung entschieden. Es sollte jedoch bei der eingebrachten Argumentation beachtet werden, dass sich bei einer „genaueren Ermittlung“ ein Beta ergeben würde, dass mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit niedriger als vorliegend wäre. Insofern handelt es sich bei dem gewählten methodischen Vorgehen im gewissen, gebotenen Umfang um einen sicherheitsorientierten Ansatz zu Gunsten der Adressaten der Festlegung. Auch dieses Vorgehen wurde bereits höchstrichterlich bestätigt (vgl. BGH, Beschluss vom 09.07.2019, EnVR 52/18).

ii. Ableitung des Risikofaktors

Bei der Ableitung der Risikofaktoren für die Unternehmen der Vergleichsgruppe wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Integration der Kapitalmärkte zugenommen hat.⁵⁷ Daher werden aufgrund der im europäischen Wirtschaftsraum beobachteten Kapitalmarktintegration für Vergleichsunternehmen aus Euroländern Tagesdaten des Euro-Stoxx-Index als Vergleichsindex herangezogen. Für die Vergleichsunternehmen der verbliebenen Länder werden, wie in den bisherigen Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze, Tageswerte der Subindizes des FTSE All-World-Index verwendet.⁵⁸ Die Verwendung von Tageswerten wurde durch den BGH bestätigt.⁵⁹

Prinzipiell besteht die Möglichkeit einer Berechnung des Risikofaktors auf Basis von täglichen, wöchentlichen oder monatlichen Börsendaten. Die Verwendung von tagesgenauen Daten bietet bei der Bestimmung des Risikofaktors die größte Genauigkeit. Der Vorteil liegt hierbei vor allem in einer großen Stichprobe, wodurch eine hohe Robustheit der Schätzergebnisse erreicht wird. Insbesondere der theoretischen Möglichkeit, dass bei vergleichsweise illiquide gehandelten Unternehmen die Kurse den allgemeinen Marktentwicklungen vorauslaufen bzw. hinterherlaufen und es damit tendenziell zu einer Unter- bzw. Überschätzung des Wertes für den Risikofaktor kommen kann, wird durch die Berücksichtigung der Handelsliquidität bei der Wahl der Vergleichsunternehmen entgegengewirkt. Zusätzlich werden die geschätzten Risikofaktoren mit Hilfe statistischer Methoden angepasst, sollte die Qualität der Schätzung durch die hohe Datenfrequenz von Tagesdaten beeinflusst sein (s. hierzu unten „Anpassung der geschätzten Risikofaktoren“).

⁵⁷ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, S. 49 ff.

⁵⁸ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 50 ff.

⁵⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 39/13, S. 16

Durch die Verwendung von Wochendaten könnten die bei Tagesdaten potentiell auftretenden Einflüsse durch verzögerte Kursanpassungen zumindest bis zu einem gewissen Grad gesenkt werden. Allerdings kann es bei der Verwendung wöchentlicher Daten zu Verzerrungen aufgrund von Stichtageffekten kommen. Hierbei sind die Schätzwerte für den Risikofaktor von der Wahl des Wochentages beeinflusst, der als repräsentativer Tag für die Woche ausgewählt wird. Da die Ermittlung des Risikofaktors stark von dem gewählten Wochentag bestimmt wird, besteht bei einer wöchentlichen Datenfrequenz prinzipiell das Risiko einer Über- bzw. Unterschätzung des Risikofaktors. Dieses Problem könnte man umgehen, indem der Tag für die Analyse zufällig bestimmt wird oder ein Schätzwert für Durchschnittswerte des Risikofaktors für verschiedene Starttage ermittelt wird. Ein derartiges Vorgehen erfordert aber den gleichen Bedarf an Primärdaten wie bei der Verwendung von Tagesdaten, so dass sich demgegenüber kein weiterer Vorteil ergibt. Ein wesentlicher Nachteil der Verwendung von Wochendaten ist die geringere Anzahl von Datenpunkten im gleichen Betrachtungszeitraum. Zwar ist die Verwendung längerer Zeitreihen, also die Betrachtung mehrerer Jahre, möglich, die Aktualität der Daten sinkt allerdings, und die Schätzung wird in Bezug auf die Identifikation von Strukturbrüchen zunehmend unschärfer. Wie ausgeführt, sollte der Betrachtungszeitraum zur Bestimmung des aktuellen Risikos allerdings relativ kurz sein, so dass auch vor diesem Hintergrund die Verwendung von Wochendaten als nicht sachgerecht anzusehen ist.

Die Verwendung von Monatsdaten hat zwar auch den Vorteil einer Reduzierung der bei Tagesdaten potentiell auftretenden verzögerten Kursanpassung, ohne diese aber vollständig ausschließen zu können. Zusätzlich können auf Basis einer monatlichen Betrachtung die Auswirkungen von marktrelevanten Informationen auf den Aktienkurs nahezu vollständig erfasst werden, ohne dass kurzfristige Schwankungen im Kurs diese verzerren. Der Nachteil der Verwendung von Monatsdaten liegt vor allem in der mangelnden Robustheit der Analysen des Risikofaktors, insbesondere bei kurzen Betrachtungszeiträumen. Die Schätzungen sind dann anfälliger für so genannte Ausreißerwerte. Daneben besteht prinzipiell die gleiche Stichtagsproblematik wie bei Wochendaten, und die Anzahl der verfügbaren Datenpunkte wird im Vergleich zu Tagesdaten noch einmal weiter reduziert. Bei einer Beschränkung auf nur einen Tag im Monat werden beispielweise nur knapp 3 % der verfügbaren Daten in der Analyse berücksichtigt. Die im Gutachten von BBH für GEODE⁶⁰ im Rahmen der Festlegungen für die dritte Regulierungsperiode zusätzlich aufgeführten Gründe für die Nutzung von Monatsdaten sind ebenfalls nicht überzeugend. Zwar stimmt allgemein die Aussage, wonach ein potentielles Vorliegen von Autokorrelation⁶¹ oder Heteroskedastizität⁶² in Zeitreihen durch Verwendung einer gröberen Granularität wie Monatsdaten tendenziell verringert werden könne, da diese insbesondere bei hochfrequenten Daten auftreten. Die Schätzfähigkeit der gemessenen Risikofaktoren wird hierdurch aber nicht beeinträchtigt, da auch bei Vorliegen von Autokorrelation oder Heteroskedastizität die geschätzten Risikofaktoren nicht verzerrt werden. Die Verwendung von Monatsdaten ist daher ebenfalls nicht als sachgerecht anzusehen.

Die in einem ersten Schritt aus Vergangenheitsdaten ermittelten Risikofaktoren sind aufgrund von Ungenauigkeiten der statistischen Schätzung anzupassen. Für die Anpassung dieser Roh-Risikofaktoren wird – wie bereits im Rahmen der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste

⁶⁰ Vgl. BBH (2016), Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze nach § 7 Abs. 4 Gas- bzw. Strom-NEV, Gutachten im Auftrag von GEODE, S. 63 f.

⁶¹ Abhängigkeit einer Zeitreihe von eigenen vergangenen oder zukünftigen Werten. Bei positiver Autokorrelation würden auf Tage mit steigenden Aktienkursen eher Tage mit ebenfalls steigenden Aktienkursen folgen.

⁶² Bei Vorliegen von Heteroskedastizität ist die Varianz des Prognosefehlers (der so genannten Residuen) nicht mehr konstant für alle Beobachtungen (homoskedastisch), sondern variabel (heteroskedastisch). Heteroskedastizität liegt demnach vor, wenn Kurse von Finanzmarkttiteln nicht konstanten Schwankungen unterliegen, sondern beispielsweise systematisch starke Ausschläge mit hoher Volatilität nach Phasen eines ruhigen Kursverlaufs mit niedriger Volatilität auftreten.

Regulierungsperiode (BK4-08-068) – die Vasicek-Adjustierung⁶³ durchgeführt, weil keine Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass diese Methode nicht dem Stand der Wissenschaft entspricht.

Hierbei werden die Roh-Risikofaktoren verstärkt in Richtung eines bekannten Referenzwertes gewichtet, je unschärfer die Qualität der zugrundeliegenden Regression ist, d.h. je größer der Standardfehler der Schätzung des Risikofaktors ist. Vereinfacht ausgedrückt bedeutet dies, dass im Falle einer geringen statistischen Unschärfe die geschätzten Risikofaktoren nicht in gleichem Maße angepasst werden müssen, wie dies im Fall einer größeren statistischen Unschärfe der Fall ist. Eine gute Schätzung erfordert somit keine so starken Anpassungen der Risikofaktoren wie eine Schätzung von schlechter Güte. Als Referenzwert wurde der Marktdurchschnitt gewählt, wobei die Tatsache genutzt wurde, dass der durchschnittliche Risikofaktor aller Unternehmen eines Marktes per Definition „eins“ ist. Der Vorteil dieser Korrektur besteht darin, dass die Anpassung entsprechend den statistischen Eigenschaften (Standardfehler) der Schätzung erfolgt. Denkbar wäre auch, den Referenzwert als Durchschnitt der Vergleichsgruppe zu interpretieren. Allerdings ergibt sich hierdurch ein Zirkelschluss, da der Durchschnitt der Vergleichsgruppe schon durch potentielle Schätzfehler der Einzelwerte beeinflusst ist.⁶⁴ Daher wird eine Anpassung der Roh-Risikofaktoren gegen „eins“ verwendet, welche zwar zu einem höherem Risikofaktor führt, als er bei einer Anpassung gegen den Durchschnitt einer Vergleichsgruppe ermittelt worden wäre, jedoch aufgrund der beschriebenen Problematik als sachgerechte Alternative gesehen wird.⁶⁵ Das OLG Düsseldorf sieht das Vasicek-Verfahren ebenfalls als sachgerecht an.⁶⁶ Die Anwendung der Vasicek-Adjustierung wurde zudem durch die Entscheidungen des BGH bestätigt.⁶⁷

Dagegen ist die so genannte Blume-Anpassung als alternatives Verfahren zur Anpassung der Roh-Risikofaktoren weniger geeignet. Bei diesem rechnerisch relativ einfachen Verfahren wird – ungeachtet der Qualität der Regression – immer eine Anpassung in Richtung des Marktdurchschnitts („eins“) vorgenommen. In der wissenschaftlichen Literatur herrscht eine anhaltende Debatte, ob Unternehmensrisikofaktoren eine generelle Tendenz haben, sich über einen Zeitraum hinweg an den Marktdurchschnitt anzunähern. Diese Tendenz wurde das erste Mal von Blume (1971) beobachtet. Damit motiviert Blume seine Methode zur Angleichung der Roh-Risikofaktoren. Die Beobachtung einer Konvergenz gegen 1 wurde von weiteren Studien bestätigt, wie beispielsweise von Levy.⁶⁸ Andererseits existieren ähnliche Studien, die diesen Effekt in empirischen Daten nicht finden oder nur für begrenzte Zeitperioden bestätigen konnten. Kolb und Rodriguez

⁶³ Die Formel für die Vasicek- Anpassung lautet:

$$\beta_{adj} = \beta_{OLS} * \frac{Var(\beta_{pop})}{Var(\beta_{pop}) + SE^2(\beta_{OLS})} + 1 * \frac{SE^2(\beta_{OLS})}{Var(\beta_{pop}) + SE^2(\beta_{OLS})}$$

wobei $SE^2(\beta_{OLS})$ der quadrierte Standardfehler der OLS- Schätzung von β ist und $Var(\beta_{pop})$ die Varianz des β über die Stichprobe. Vasicek ermittelt demnach das gewichtete Mittel aus dem Roh-Risikofaktor (β_{OLS}) und 1.

⁶⁴ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 51.

⁶⁵ Siehe auch Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 50.

⁶⁶ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 60/08, Rn. 220 ff.

⁶⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 37/13, S. 14 f.

⁶⁸ Vgl. Levy, On the Short-Term Stationarity of Beta Coefficients, Financial Analysts Journal, Vol. 27, 1971, S. 55-62

(1989) folgern beispielsweise, dass die Verteilung von Risikofaktoren über die Zeit hinweg annähernd gleichbleibend ist (und keine Konvergenz gegen den zentralen Wert von 1 erfolgt).⁶⁹ Selbst wenn eine empirische Evidenz für die Konvergenz der Risikofaktoren gegen 1 angenommen würde, wären die dahinterstehenden fundamentalen Zusammenhänge zu diskutieren. Die in der Literatur diskutierten Hauptgründe, um den möglichen Effekt der Annäherung von Risikofaktoren an 1 zu erklären, sind eine wachsende Unternehmensgröße sowie die damit verbundene zunehmende Diversifizierung der Geschäftstätigkeit. Die implizite Diversifizierung von wachsenden Unternehmen bedeutet im Umkehrschluss, dass das systematische Risiko der Unternehmen zum Marktdurchschnitt tendiert. Daraus folgt die Annahme, dass ein durchschnittlicher Unternehmensrisikofaktor sich über einen Zeitraum hinweg an einen Wert von 1 annähert.

Die Logik hinter dem Blume-Schätzer, dass Schätzwerte von Risikofaktoren hin zu „1“ angepasst werden sollten, da der aktuelle Risikofaktor tendenziell im Zeitverlauf wegen Wachstum und Diversifikation des Geschäfts in diese Richtung konvergiert, ist jedenfalls auf regulierte Netzbetreiber nicht übertragbar. Sowohl Wachstum als auch insbesondere die Möglichkeit zur Diversifikation sind für Energienetze in Deutschland durch den regulatorischen Rahmen nur begrenzt möglich: So ist eine Diversifikation hin zu risikoreicheren Up- oder Downstream-Aktivitäten (die einen Trend zu steigenden Risikofaktoren begründen würden) durch Entflechtungsvorgaben explizit ausgeschlossen. Für regulierte Netzbetreiber kann in dieser Hinsicht daher nicht von einer Diversifizierung ausgegangen werden. Der BGH führt hierzu – wie folgt aus⁷⁰: *„Nach § 7 Abs. 4 Satz 1 GasNEV darf der Zuschlag auf die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere nur netzbetriebsspezifische unternehmerische Wagnisse abdecken. Diese Vorgabe würde verfehlt, wenn ein Netzbetreiber die zusätzlichen Risiken, die sich aus einer Tätigkeit auf anderen Geschäftsfeldern ergeben, ganz oder teilweise auf den Netzbetrieb abwälzen könnte.“*

Die so genannte „Dimson-Anpassung“⁷¹ ist vorliegend ebenfalls nicht sachgerecht. Bei dieser Anpassung handelt es sich um eine ggf. zusätzlich vorzunehmende Anpassung, die dann erforderlich würde, wenn Grund zu der Annahme bestünde, dass es bedingt durch einen illiquiden Handel einer Aktie und den damit verbundenen zeitversetzten Reaktionen des Aktienkurses auf die jeweiligen Marktentwicklungen zu möglichen Schätzfehlern bei der Bestimmung des Risikofaktors kommen könnte. Da vorliegend nur Vergleichsunternehmen herangezogen werden, die über ausreichende Handelsliquidität verfügen, ist damit schon sicher gestellt, dass mögliche Informationen und Marktentwicklungen sich auch kurzfristig in entsprechenden Kursbewegungen der Vergleichsunternehmen widerspiegeln. Einer zusätzlichen Anpassung bedarf es daher nicht.

Zur konsistenten Schätzung des Risikofaktors ist es notwendig, dass die beobachteten Renditen multivariat normalverteilt sind. Wird die Annahme der Normalverteilung verletzt, ist der Schätzer des Risikofaktors verzerrt. Um eine Verzerrung der Schätzung auszuschließen, wurde im Rahmen des Gutachtens getestet, ob eine negative Ko-Schiefe in der Verteilung der Renditen vorliegt, also ob eine asymmetrische Verteilung von Renditen das Risiko des Netzbetreibers systematisch unterschätzen würde. Liegt eine Unterschätzung vor, beobachtet man ein positives CAPM-Alpha. Anhand einer Analyse der CAPM-Alphas kann durch den Gutachter die Hypothese, es lägen keine Verzerrungen vor, nicht widerlegt werden. Sowohl vor als auch nach Vasicek-Anpassung sind die CAPM-Alphas nicht systematisch positiv und auch nicht signifikant positiv von null verschieden. Lediglich für das Unternehmen Elia wird ein leicht über 0,1 % liegender Wert gefunden, der auch nur schwach signifikant von null verschieden ist. Daraus lassen sich in Summe keine Hinweise

⁶⁹ Vgl. Kolb und Rodriguez, The Regression Tendencies of betas: A Reappraisal, Financial Review, 1989, 24:2, S. 319-334

⁷⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 37/13, S. 15 f.

⁷¹ Dimson (1979), „Risk measurement when shares are subject to infrequent trading“, Journal of Economics (7), S. 197-226

herleiten, dass eine Verzerrung vorliegt⁷². Auch die Analyse mittels einer Regression der CAPM Residuen auf die quadrierten Marktrenditen ergibt keine Hinweise auf eine mögliche Verzerrung aufgrund einer negativen Ko-Schiefe⁷³.

Bei der Ermittlung des Risikofaktors ist zudem zu berücksichtigen, dass bei den für die Berechnung herangezogenen Unternehmen zum Betrachtungszeitpunkt eine bestimmte Finanzierungsstruktur gegeben ist. Diese Finanzierungsstruktur muss nicht unbedingt mit der Finanzierungsstruktur der Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen übereinstimmen. Ausgehend von der unterschiedlichen Finanzierungsstruktur der Unternehmen sind auch unterschiedliche steuerbedingte Einflüsse auf das Risiko zu beobachten. Um die Kapitalstruktureinflüsse auf die Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens unter Berücksichtigung der anfallenden Steuern zu bewerten, wird – analog zu den Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze für die erste und zweite Regulierungsperiode – die Modigliani-Miller-Formel zu Grunde gelegt, die auch Steuereffekte berücksichtigt.⁷⁴ Die für die Berechnungen erforderlichen Fremdkapitalquoten werden anhand der von Bloomberg ausgewiesenen Variablen „Cash and Marketable Securities“, „Short Term and Long Term Debt“, „Preferred equity“ und „Historical Market Capitalization“ ermittelt.

Bei der Korrektur der für die Stichprobenunternehmen ermittelten Risikofaktoren um unterschiedliche Finanzierungsstrukturen ist zu berücksichtigen, dass die Wahl des Verfahrens an Bedeutung verliert, je ähnlicher der Verschuldungsgrad in den Unternehmen der Stichprobe dem Verschuldungsgrad des zu schätzenden Unternehmens ist. Grundsätzlich existieren für die Korrektur zwei verbreitete Verfahren, die so genannte Miller-Anpassung⁷⁵ (ohne Beachtung von Unterschieden in internationalen Steuersätzen) und die Modigliani-Miller-Anpassung⁷⁶ (mit Beachtung von Unterschieden in internationalen Steuersätzen). Beide Verfahren sind sich grundsätzlich ähnlich, unterscheiden sich jedoch hinsichtlich der Berücksichtigung von Steuereffekten beim Ausgleich unterschiedlicher Fremdkapitalquoten.

Unstrittig ist, dass durch die Korrektur der Risikofaktoren der Hebel zu berücksichtigen ist, der das Risiko auf das Eigenkapital umso höher werden lässt, je mehr Fremdkapital dem Eigenkapital anteilig zur Seite gestellt wird. Ohne sonstige Änderungen würde allein die Aufnahme von weiterem Fremdkapital eine Steigerung des Risikos und damit des Risikofaktors bewirken. Allein um die verschiedenen ermittelten Risikofaktoren vergleichbar zu machen, ist daher eine Korrektur um diesen Verschuldungseffekt notwendig. Sowohl die Miller-Anpassung als auch die Modigliani-Miller-Anpassung berücksichtigen diesen so genannten „Hebeleffekt“.

Darüber hinaus ist die Frage zu klären, ob es neben diesem reinen „Hebeleffekt“ noch weitere Effekte gibt, durch die die Finanzierungsstruktur Einfluss auf das Risiko nimmt und diese Effekte

⁷² Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 53f.

⁷³ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 53.

⁷⁴ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 51 ff.

⁷⁵ Nach Miller errechnet sich der unverschuldete Risikofaktor nach

$$Risikofaktor_{\text{unverschuldet}} = (1 - g) \cdot Risikofaktor_{\text{verschuldet}}, \text{ wobei } g \text{ der Verschuldungsgrad als } \frac{FK}{(FK + EK)} \text{ ist.}$$

⁷⁶ Nach Modigliani Miller errechnet sich der unverschuldete Risikofaktor nach:

$$Risikofaktor_{\text{unverschuldet}} = \frac{1-g}{1-g \cdot \tau_c} \cdot Risikofaktor_{\text{verschuldet}}, \text{ wobei } g \text{ der Verschuldungsgrad als } \frac{FK}{(FK + EK)} \text{ und } \tau_c$$

der Unternehmenssteuersatz ist.

entsprechend bei der Umrechnung zu korrigieren wären. Hier unterscheiden sich die beiden Modelle voneinander.

Modigliani und Miller haben in ihrer 1963 veröffentlichten Korrektur des bereits 1958 vorgestellten Modells gezeigt, dass Fremdkapital einen positiven Steuereffekt für Unternehmen bedingt, da die Fremdkapitalzinsen den für die Bemessung der Unternehmensbesteuerung relevanten Gewinn mindern. Dieser zusätzliche Effekt ist daher bei der Umrechnung von verschuldeten in unverschuldete Risikofaktoren zu berücksichtigen.

Miller hat in seinem 1977 veröffentlichten Aufsatz an dieses Konzept angeknüpft, dieses jedoch um persönliche Steuern erweitert. Hierbei hat er vereinfacht dargestellt, dass der in dem Modigliani-Miller-Modell unterstellte Steuervorteil von Fremdkapital kompensiert werden kann, wenn die persönlichen Steuersätze potentieller Kapitalgeber für Fremdkapital (auf die Zinserträge) deutlich höher liegen als die persönlichen Steuersätze von Investoren auf ausgeschüttete Dividenden. Unter dieser Annahme wäre bei der Umrechnung der Risikofaktoren allein der „Hebeleffekt“ zu berücksichtigen. Miller hat somit ausdrücklich an die Arbeiten von Modigliani angeknüpft. In seiner Arbeit hat er lediglich auf die Tatsache abgestellt, dass unter bestimmten Annahmen aus Investorsicht diese Steuereffekte durch weitere Effekte kompensiert werden können. Damit hat Miller die Existenz von positiven Steuereffekten von Fremdkapital, die für seine Überlegungen eine Voraussetzung darstellte, bejaht.

Millers Analysen basieren auf persönlichen Steuersätzen einer natürlichen Person als Investor. Selbst wenn letztlich immer eine natürliche Person hinter Investitionen steht, sollten für die Bemessung der Eigenkapitalzinssätze deutscher Netzbetreiber vor allem die direkten Investoren relevant sein (um deren Kapital deutsche Netzbetreiber mit anderen möglichen Investitionen konkurrieren). Dabei handelt es sich hauptsächlich um juristische und nicht um natürliche Personen. Bei der Anwendung des CAPM handelt es sich um die Ableitung objektivierbarer Kapitalkosten und nicht um die subjektive individuelle Sicht eines Investors, bei dem persönliche Steuern eine Rolle spielen. Für die individuelle Investorsicht gibt es in der Unternehmensbewertungspraxis das Instrument des Tax-CAPM, das auch Auswirkungen auf den risikolosen Zinssatz und die Marktrisikoprämie hat. Im hier relevanten Regulierungsrahmen wird von persönlichen Steuern grundsätzlich abstrahiert, da eine allgemeingültige und keine Betrachtung einer individuellen Steuersituation Ermittlungsziel ist.

Sowohl die Miller-Anpassung als auch die Modigliani-Miller-Anpassung wurden bereits im Rahmen der Untersuchungen zu den Festlegungen für die dritte Regulierungsperiode auf ihre Eignung hin analysiert. Die Modigliani-Miller-Anpassung wurde aus den oben genannten Gründen als sachgerecht erachtet. Dabei wurde auch die Tatsache berücksichtigt, dass in der zur Ermittlung der Risikofaktoren herangezogenen internationalen Stichprobe sich Unterschiede zwischen den jeweiligen nationalen Steuerregimes finden. Entsprechend sind für den Vergleich der jeweiligen Risikofaktoren durchaus relevante Einflüsse durch Steuereffekte zu erwarten, die entsprechend zu kompensieren sind. Die anzusetzenden Steuersätze im Rahmen der Modigliani-Miller-Anpassung richten sich nach den durchschnittlichen Unternehmenssteuern in den jeweiligen Herkunftsländern der Vergleichsunternehmen.⁷⁷ Dabei wird in Übereinstimmung mit der Systematik der StromNEV nicht auf die unternehmensindividuelle steuerliche Situation abgestellt. Dieses Vorgehen stellt sicher, dass die Ergebnisse der Vergleichsgruppe nicht durch die Wahl von Unternehmen mit besonderen Gesellschaftsformen verzerrt werden.

Das OLG Düsseldorf kommt im Rahmen der Beschwerdeverfahren zur erstmaligen Festlegung der Eigenkapitalzinssätze bei der Frage zur Anwendung der Modigliani-Miller-Anpassung zu dem

⁷⁷ <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>.

Schluss, die „Beschlusskammer berücksichtigt zu Recht die relevanten Einflüsse durch Steuereffekte bei der Korrektur der ermittelten Risikofaktoren um die Finanzierungsstruktur des jeweiligen Vergleichsunternehmens.“⁷⁸ Die Anwendung der Modigliani-Miller-Formel wurde zudem durch die Entscheidung des BGH bestätigt.⁷⁹ Dies wird auch weiterhin von Frontier/Randl/Zechner vorgeschlagen⁸⁰. Dem schließt sich die Beschlusskammer an.

Die für die Schätzung des Risikofaktors herangezogenen Netzbetreiber sowie die für diese Vergleichsunternehmen ermittelten Risikofaktoren nach Durchführung der Vasicek-Anpassung (Risikofaktor verschuldet) sowie nach Anwendung der Modigliani-Miller-Formel (Risikofaktor unverschuldet) sind der folgenden Tabelle zu entnehmen:

Tabelle 2: Risikofaktoren der Vergleichsunternehmen

Referenzunternehmen	Land	Risikofaktor verschuldet zum 31.12.2020			Risikofaktor unverschuldet zum 31.12.2020		
		5-Jahres- Periode	3-Jahres- Periode	1-Jahres- Periode	5-Jahres- Periode	3-Jahres- Periode	1-Jahres- Periode
NATIONAL GRID PLC	Großbritannien	0,64	0,67	0,70	0,40	0,40	0,42
RED ELECTRICA CORP SA	Spanien	0,49	0,49	0,54	0,34	0,33	0,34
REDES ENERGETICAS NACIONAIS	Portugal	0,48	0,47	0,54	0,21	0,20	0,23
TERNA SPA	Italien	0,73	0,72	0,75	0,46	0,46	0,49
ELIA GROUP SA/NV	Belgien	0,51	0,61	0,74	0,30	0,34	0,44
SNAM SPA	Italien	0,81	0,83	0,87	0,49	0,50	0,52
ENAGAS SA	Spanien	0,63	0,68	0,74	0,40	0,43	0,46
TC PIPELINES LP	USA	0,96	0,93	1,01	0,63	0,57	0,60
SPARK INFRASTRUCTURE	Australien	0,46	0,47	0,41	0,39	0,39	0,33
AUSNET SERVICES	Australien	0,41	0,39	0,30	0,22	0,21	0,15
APA GROUP	Australien	0,66	0,68	0,65	0,41	0,43	0,43

Für die Schätzung des Risikofaktors wird insbesondere auf einen Betrachtungszeitraum von einem Jahr zurückgegriffen (2020). Dies ist erforderlich, um die verzerrenden Effekte von Strukturbrüchen, die bei einer längerfristigen Betrachtung notwendigerweise auftreten, zu vermeiden und die aktuelle Risikostruktur der Netzbetreiber abbilden zu können. Ergänzend wird eine Entwicklung über drei und fünf Jahre betrachtet, wobei wiederum Risikofaktoren für die einzelnen Jahre ermittelt und dann jeweils ein Mittelwert über die sich daraus ergebenden Werte berechnet wird. Durch das Abstellen auf einzelne Jahre wird die jährliche Entwicklung der Risikostruktur im Zeitablauf erfasst. Zudem wird dadurch die Konsistenz zum Betrachtungszeitraum von einem Jahr bewahrt. Anders als bei der Marktrisikoprämie geht es bei der Ermittlung des Risikofaktors gerade darum, das aktuelle Risiko der betrachteten Referenzunternehmen zu ermitteln. Entsprechend ist auf möglichst kurze Zeiträume zurückzugreifen, die so dicht wie möglich am Stichpunkt der Betrachtung liegen. Die ergänzende Betrachtung über die Zeiträume von drei und fünf Jahren wird daher nur durchgeführt, um eine Stabilität der Risikofaktoren im Zeitablauf, insbesondere mit Blick

⁷⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 60/08, Rn. 226

⁷⁹ Vgl. BGH EnVR 37/13, Beschluss vom 27.01.2015, S. 16 f.

⁸⁰ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 51f.

auf die Geltungsdauer der Regulierungsperiode, zu gewährleisten. Betrachtungszeiträume, die über den Zeitraum von 5 Jahren hinausgehen, sind vor diesem Hintergrund nicht sachgerecht. Das OLG Düsseldorf sieht die stärkere Gewichtung des einjährigen Betrachtungszeitraums im Vergleich zu den Werten für den Drei- und Fünfjahreszeitraum als sachgerecht an.⁸¹ Diese Vorgehensweise wurde zudem durch die Entscheidung des BGH bestätigt.⁸² Dies wird auch weiterhin von Frontier/Randl7zechner genutzt. Dem schließt sich die Beschlusskammer an.

Der arithmetische Mittelwert der unverschuldeten Risikofaktoren der ausländischen Netzbetreiber liegt für die 1-Jahresperiode bei gerundet 0,40⁸³. Wie im Fall der Umlaufrendite liegt auch hier keine Abhängigkeit der einzelnen Risikofaktoren untereinander vor, so dass die Anwendung des arithmetischen Mittels die richtige Vorgehensweise darstellt. Innerhalb der Stichprobe lässt sich zudem keine ökonomische Indikation finden, dass einzelne Unternehmen besonders gute (oder schlechte) Schätzer für die zu regulierenden Unternehmen darstellen. Insofern liefert jedes Unternehmen der Stichprobe eine relevante Beobachtung, ohne dass a priori ein Grund für eine unterschiedliche Gewichtung erkennbar ist. Aus diesem Grund wird der ungewichtete Mittelwert aller Unternehmen in der Stichprobe verwendet.

Die Durchschnittswerte für den unverschuldeten Risikofaktor liegen für den dreijährigen Betrachtungszeitraum bei gerundet 0,39 und für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum bei gerundet 0,39. Analog zur Vorgehensweise in der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste, zweite und dritte Regulierungsperiode wird zur Abbildung der historischen Entwicklung ein Mittelwert aus diesen beiden Werten gebildet, der sich auf einen Wert von 0,39 beläuft. Um den historischen Trend zu berücksichtigen, werden die Mittelwerte der vergangenen drei und fünf Jahre als untere Grenze des Schätzbereichs genutzt. Mit einem stärkeren Gewicht fließen die aktuellsten Zahlen der 1-Jahresperiode 2020 ein, so dass sich als Mittelwert aus dieser Bandbreite (0,39 bis 0,40) ein unverschuldeter Risikofaktor in Höhe von 0,395 ergibt.

Der für deutsche Elektrizitätsversorgungsunternehmen abgeleitete Risikofaktor (Risikofaktor EGV) liegt bei gerundet 0,81. Dieser Wert ergibt sich aus dem unverschuldeten Risikofaktor in Höhe von 0,395 unter Anwendung der Modigliani-Miller-Anpassung basierend auf einer Fremdkapitalquote von 60% und einem durchschnittlichen Steuersatz in Deutschland von 29,93%.

$$\text{Risikofaktor}_{EGV} = \text{Risikofaktor}_{unverschuldet} \times \left[1 + \frac{FK_{EGV}}{EK_{EGV}} \times (1 - t_{DE}) \right]$$

$$\text{Risikofaktor}_{EGV} = 0,395 \times \left[1 + \frac{0,6}{0,4} \times (1 - 0,2993) \right]$$

$$\text{Risikofaktor}_{EGV} = 0,81$$

In der Konsultation wurde in diesem Zusammenhang angemerkt, es müsse konkret erläutert werden, warum das Unternehmen TC Pipelines LP bei der Adjustierung des Betas wie die anderen Unternehmen behandelt werde, da dieses Unternehmen aufgrund seiner Rechtsform besondere Steuervorteile genieße. Dem ist jedoch zu widersprechen. Bei der Adjustierung des Betas ist eine einheitliche, schematische und transparente Vorgehensweise angezeigt, bei der individuelle

⁸¹ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 60/08, Rn. 157

⁸² Vgl. BGH, Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 39/13, S. 16 f.

⁸³ Für die Bestimmung der periodenbezogenen unverschuldeten Risikofaktoren wurde mit den ungerundeten unternehmensspezifischen Werten gerechnet. Aus Gründen der Übersichtlichkeit werden die Werte jeweils mit nur zwei Nachkommstellen in der Tabelle aufgeführt.

Besonderheiten nicht gesondert berücksichtigt werden können. Dies würde eine Unternehmensauswahl sonst schnell undurchführbar machen. Dass bei der vorliegenden Festlegung in Ansatz gebrachte methodische Vorgehen wurde bereits mehrfach höchstrichterlich bestätigt und greift daher zurecht schematisch auf die Daten von Bloomberg zurück, die steuerliche Sondersituationen nicht erfassen können. Insofern kommt es bei diesem Vortrag nicht darauf an, ob die dargelegten Steuervorteile insgesamt tatsächlich vorliegen. Es ist zudem nicht auszuschließen, dass sogar gegenläufige individuelle Aspekte zu berücksichtigen wären, die gleichsam in den Bloomberg-Daten nicht erfasst werden können und dem befürchteten Effekt entgegenwirken.

d. Anpassungen des Wagniszuschlages

Im Rahmen der Ermittlung des Wagniszuschlages zeigen Frontier/Randl/Zechner potenzielle Gründe auf, die zu einer möglichen Unterschätzung des unternehmerischen Wagnisses für Betreiber von Energieversorgungsnetzen führen könnten. Frontier/Randl/Zechner beschreiben, dass die Kapitalmarktentwicklungen von langfristigen Staatsanleihen, welche für die Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes als Schätzer in die Bestimmung des Wagniszuschlages einfließen, insbesondere durch die in den letzten Jahren etablierte besondere Bedeutung von deutschen Staatsanleihen zu einer methodischen Inkonsistenz führen könnten, die eine eventuelle Anpassung des Wagniszuschlages begründe. Hintergrund dieser Aussage ist, dass zwischen dem risikolosen Basiszinssatz nach § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV und dem in den Datenreihen von Dimson, Marsh und Staunton angesetzten Anleihen als Schätzung für risikolose Anlagen Zinsunterschiede vorliegen könnten, die in Summe den Wagniszuschlag unterschätzen würden. Dazu führt der Gutachter insbesondere eine Besonderheit deutscher Staatsanleihen an.⁸⁴ Dabei geht der Gutachter davon aus, dass der aus der genannten Besonderheit resultierende Effekt nicht gänzlich zu korrigieren sei, sondern vielmehr eine Konsistenz zwischen den im Wagniszuschlag und den im risikolosen Basiszins enthaltenen Unterschieden durch eine adäquate Änderung des Wagniszuschlages erreicht werde, da im risikolosem Basiszinssatz nach § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV deutsche Staatsanleihen eine größere Gewichtung haben, als die mit einer Besonderheit versehenen Staatsanleihen im Wagniszuschlag. So wurde für US-Staatsanleihen, welche eine aufgrund einer hohen Marktkapitalisierung der USA besonders hohe Gewichtung in den Reihen von Dimson, Marsh und Staunton aufweisen, in der Kapitalmarktforschung auch eine zusätzliche Besonderheit identifiziert. Primär sollte ein Gleichgewicht in den Diskrepanzen der Renditen zwischen dem risikolosen Basiszins und dem Wagniszuschlag durch Anpassung des Wagniszuschlages erreicht werden. Dabei macht der Gutachter jedoch auf die bei der Ermittlung dieser Differenz vorzufindende Unsicherheit aufmerksam. So merkt er nicht nur an, dass sämtliche seiner diesbezüglichen Darstellungen mit einer entsprechenden Unsicherheit verbunden sind, sondern auch, dass bei der Ermittlung der Differenzen in den letzten 10 Jahren sowohl Zu- als auch Abschläge ermittelt werden konnten. Letztlich beziffert der Gutachter eine Anpassung durch eine Erhöhung des Wagniszuschlages mit einer Spanne von 0 bis 25 Basispunkten als sachgerecht. Gleichwohl ist diese Bandbreite aufgrund unterschiedlicher gegenläufiger Effekte selbst mit einer gewissen Unsicherheit behaftet.

Unter Abwägung der von Frontier/Randl/Zechner und im Rahmen der Konsultation vorgebrachten Argumente erhöht die Beschlusskammer den Wagniszuschlag um 0,395 %.

Die Anpassung begründet sich auf zwei Aspekten, die die beide sowohl durch Frontier/Randl/Zechner als auch Oxera in ihrem Gutachten vom 19.08.2021 quantifiziert wurden. Beide Vorgehensweisen beruhen aus Sicht der Beschlusskammer bzgl. Oxera – wenn auch nur teilweise – auf nachvollziehbaren Argumenten und Ermittlungsansätzen. Es sei dabei angemerkt, dass sowohl bei Frontier/Randl/Zechner als auch bei Oxera die ermittelten Werte in den letzten

⁸⁴ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 65 ff.

10 Jahren lediglich temporär vorzufinden sind, also nicht am jüngsten Rand (2020) des betrachteten Zeitraumes. Bei den betrachteten Aspekten handelt es sich um eine Laufzeitprämie und eine Verfügbarkeitsprämie.

Die Betrachtungen finden auch ihre Stütze in den Erwägungen der höchstrichterlichen Rechtsprechung. Wie bereits oben ausgeführt sind zwar der Basiszins und der Zuschlag zur Abdeckung unternehmerischer Wagnisse nach § 7 Abs. 4 StromNEV grundsätzlich getrennt voneinander zu ermitteln. Bei der Ermittlung des Zuschlags anhand von Datenreihen darf aber dennoch nicht außer Acht bleiben, in welcher Weise der in diesen Datenreihen ausgewiesene Zinssatz für risikolose Anlagen ermittelt worden ist. Angesichts dessen spricht der Umstand, dass eine Änderung des Zinsniveaus nicht sofort in vollem Umfang Eingang in die Datenreihen findet, nicht gegen, sondern eher für deren Heranziehung, wenn ein vergleichbarer Effekt auch bei der Bestimmung des Basiszinssatzes nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV auftritt. Ähnliches dürfte hinsichtlich der Laufzeit und Verfügbarkeitsvorteile einer Umlaufrendite im Verhältnis zu den in den Wagniszuschlag eingehenden Basiszinsen bestimmenden Rahmenbedingungen (Laufzeit/Verfügbarkeitsprämien) gelten.

Bei der Ermittlung Quantifizierung der Laufzeitunterschiede lassen sich grundsätzlich zwei Ansätze verfolgen. Frontier/Randl/Zechner haben die Verzerrung mittels einer Analyse der Duration vorgenommen und daraus eine Bandbreite von 0 bis 0,1 ermittelt. Oxera hat hingegen die Restlaufzeiten betrachtet. Beide Ansätze sind nutzbar, um das hier erkannte Problem anzugehen, wobei der Ansatz von Oxera beim Vorliegen einer nicht negativen Verzinsung historisch betrachtet den Wert von Frontier allein aufgrund der Definition nie unterschreitet. In Summe liegen hier dennoch zwei bedenkenswerte Ansätze vor, die in einer ähnlichen, jedoch nicht identischen Weise denselben Sachverhalt erklären wollen.

Bei der Ermittlung der Verfügbarkeitsprämie liegt der wesentliche Unterschied darin, dass sowohl in den Umlaufrenditen als auch im Wagniszuschlag ein gewisser, wenn auch unbekannter Teil einer Verfügbarkeitsprämie berücksichtigt wird. Um vergleichbare Rahmenbedingungen zu schaffen, ist es daher notwendig die Verfügbarkeitsprämie nicht gänzlich zu ermitteln, sondern die DMS-Reihen und Umlaufrenditen nach § 7 StromNEV möglichst zu harmonisieren. Hier liegt auch die wesentliche Schwäche des Ansatzes von Oxera. Der Ansatz von Oxera würde zu einer gänzlichen Anpassung der Verfügbarkeitsprämie führen, den Wert zur Harmonisierung also eher überschätzen. Andere Gutachter der Branche attestieren demgegenüber der Abschätzung von Frontier/Randl/Zechner eher Nachvollziehbarkeit. Frontier/Randl/Zechner nutzen einen Ansatz, der die Harmonisierung zum Ziel hat und deshalb auch bewusst nicht den Ansatz von Oxera (Jiang et al 2020) anwendet, obwohl er Frontier/Randl/Zechner, wie im dortigen Kapitel 3.3.2 ersichtlich ist, bekannt ist. Vielmehr gleichen Frontier/Randl/Zechner den ermittelten Wert mit den Arbeiten des genannten Wissenschaftlers ab und finden darin eine Bestätigung der ermittelten Werte.

Insgesamt kann unter Einbeziehung von Frontier/Randl/Zechner und den in der Konsultation erhaltenen Hinweisen aus Sicht der Beschlusskammer nicht mit letzter Sicherheit ausgeschlossen werden, dass mit den von Frontier/Randl/Zechner ermittelten Werten zur Anpassung des Wagniszuschlages der Zielwert zur Harmonisierung von Umlaufrenditen nach § 7 Abs. 4 StromNEV und der Wagniszuschlag unterschätzt werden könnte. Betrachtet man beide Anpassungsgründe, so identifizieren beide Gutachter am aktuellen Rand in Summe keine quantitativen Unterschiede mehr. Allein diese statistische Unsicherheit zeigt, dass die Untergrenze einer Anpassung bei 0 nachvollziehbar begründet ist. Allerdings zeigt auch der Blick auf die historischen, bedingt durch die 10-Jahresmittelung des § 7 Abs. 4 StromNEV, ermittelten quantitativen Werte, dass sehr wohl ein Anpassungsbedarf vorliegen könnte. Wie hoch diese tatsächlich ist, lässt sich allein aufgrund der vorhandenen Unsicherheiten, insbesondere aufgrund unbekannter Zinseffekte in der Laufzeit und unbekannter Verfügbarkeitsprämien für deutsche Staatsanleihen in Verbindung mit unbekanntem Verfügbarkeitsprämien in den DMS-Reihen nicht exakt bestimmen. Dies wird auch deutlich, wenn man weitere Gutachten, die im Rahmen der Konsultation eingebracht wurden, berücksichtigt. Oxera ermittelt unter Berücksichtigung eines 10-Jahres-Mittelwertes eine Obergrenze in

der Anpassung des Wagniszuschlages aufgrund von Laufzeit und Verfügbarkeit von 0,64 % (ermittelt aus $0,81 * 0,79$ %, also dem Risikofaktor multipliziert mit der nach Oxera anzupassenden Marktrisikoprämie).

Unter Einbezug der in der Konsultation vorgebrachten Argumente und Ermittlungsansätze wird demgegenüber ein Zuschlag innerhalb dieser Bandbreiten auf den Wagniszuschlag in Höhe von 0,395 % angesetzt. Dabei ist es aus Sicht der Beschlusskammer nicht sachgerecht, die von Oxera ermittelten 0,79 % in der Marktrisikoprämie anzusetzen. Diese dienen dem Ausgleich des Unterschiedes bezüglich der zwei Aspekte Laufzeit und Verfügbarkeitsprämie zwischen Umlaufrendite und DMS-Renditen. Daher ist es auch notwendig diese zum Wagniszuschlag hinzuzurechnen. Auch kann aus den durch die Gutachter ermittelten unteren und oberen Werten unter Berücksichtigung der genannten Unsicherheiten kein Wert ermittelt werden, in dem alle Rahmenbedingungen sowohl aus einer prognostischen als auch historischen Perspektive Berücksichtigung finden können, insbesondere wenn die dahinterstehenden Prämissen konträr zueinanderstehen. Beispielfähig sei hier die Wahl des richtigen Ansatzes zur Bestimmung der Laufzeit (Duration vs. Restlaufzeit) oder auch die Frage des zu betrachtenden Zeitraums (10 Jahre aus historischer Perspektive vs. aktueller Rand aufgrund des Prognosecharakters) benannt. Vielmehr gilt es hier eine möglichst exakte Schätzung abzugeben, die den Fehler einer Unter- bzw. Überschätzung minimieren würde. So ist bekannt, dass aus den genannten Gründen ein Wert von 0,79 % den wahren Wert überschätzen würde und selbst keinen Wert, wie er zur Harmonisierung der Rahmenbedingungen ansetzbar wäre, darstellt. Jedoch ist nicht auszuschließen, dass auch Werte, die sich wenn auch unterhalb dieser Grenze befinden, die genannten Unterschiede abbilden könnten. Auch ist nicht mit absoluter Sicherheit davon auszugehen, dass die Untergrenze von 0 den sachgerechten Wert für die 4. Regulierungsperiode darstellt (wie es von Frontier/Randl/Zechner beschrieben wird), da in der Betrachtung der historischen Werte, die zur Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes einzubeziehen sind, ein quantitativer Wert im Durchschnitt berechnet werden kann. Aufgrund dieser Ausgangslage ist innerhalb der Bandbreite möglicher Anpassungen ein Wert zu finden, der ausgewogen den vorstehenden Aspekten Rechnung trägt. Als Zuschlag ist es daher angemessen, das arithmetische Mittel der beiden Grenzen zu verwenden:

$$\frac{0 \% + 0,79 \%}{2} = 0,395 \%$$

In der Konsultation wurde diesbezüglich bemängelt, dass allein der Grund der Anpassungsbedürftigkeit ein Indiz für die grundsätzliche Ungeeignetheit der genutzten Berechnungsmethoden darstellen würde. Dem ist zu widersprechen. Welche Methoden geeignet sind oder auch nicht, wurde indes durch Frontier/Randl/Zechner intensiv diskutiert. Letztlich hat sich der Gutachter nach einer entsprechenden Abwägung für einen bestimmten Ansatz entschieden. Dass im Rahmen eines bestimmten Ansatzes der Gutachter gewisse Diskrepanzen benennt und zur Berücksichtigung dieser sowohl durch Frontier/Randl/Zechner als auch im Konsultationsverfahren Anpassungsansätze diskutiert und versucht zu quantifizieren, wie die möglichen Verzerrungen behoben werden könnten, zeigt, dass nach der Anpassung ein sachgerechter Wert ermittelt wurde. Dass Ansätze zur Ermittlung eines Wagniszuschlages gewisse Diskrepanzen aufweisen können, insbesondere, wenn die Quelle der Diskrepanz in der nach § 7 Abs. 4 StromNEV anzusetzenden risikolosen Verzinsung liegt, ist per se kein Nachweis für die fehlende Sachgerechtigkeit des Vorgehens, insbesondere, wenn mögliche Unterschiede in der Methodik selbst bereinigt werden können.

Auch wurde in der Konsultation vorgebracht, dass eine Fokussierung auf den Streubesitz von Aktien die Marktrisikoprämie verzerren könne, da die deutschen Netzbetreiber größtenteils von Großinvestoren gehalten werden. Folglich ergäbe sich ein weiteres Liquiditätsrisiko für GmbH-Anteile, was eine Anpassung erforderlich machen würde. Diese Bedenken sind jedoch unbegründet. Sinn und Zweck des vorliegenden methodischen Vorgehens ist gerade nicht die Betrachtung einer bestimmten von den Marktteilnehmern angeführten Anlage- oder Rechtsform. Insofern ist

eine objektivierte Betrachtungsweise aus Sicht der Beschlusskammer auch im Sinne einer transparenten Nachvollziehbarkeit angezeigt, die nur dann die entsprechenden Möglichkeiten zur Plausibilisierung gewährleistet.

Bezüglich des für die Anpassung betrachteten Zeitraums wurde in der Konsultation in Frage gestellt, weshalb sie die Anpassung lediglich aus den quantifizierten Unterschieden der letzten 10 Jahre herleitet und nicht der gesamte Zeitraum der DMS-Datenbank herangezogen wird. Dies ist jedoch nicht zu bejahen. Der Grund für die gewählte Vorgehensweise ist, dass der Harmonisierungsbedarf sich aus der Umlaufrendite ergibt, einem nach § 7 Abs. 4 StromNEV ermittelten 10-Jahresdurchschnitt. Folglich ist es auch sachgerecht einen Betrachtungszeitraum von 10 Jahren für die Quantifizierung der Unterschiede anzusetzen.

In einigen Stellungnahmen wurde zudem eine weitere Anpassung des Wagniszuschlages thematisiert, da Investoren ihre Investitionstätigkeiten stärker auf den heimischen Markt konzentrieren würden (sog. „Home Bias“), was im Wagniszuschlag Berücksichtigung finden sollte. Dies ist aus Sicht der Beschlusskammer jedoch nicht nachvollziehbar. Der Home Bias bezeichnet das Phänomen, dass manche Investoren ggf. eine stärkere Präferenz für heimische Anlagen im Vergleich zu Investitionen auf dem internationalen Kapitalmarkt aufweisen könnten. Dieses mögliche Phänomen spielt bei der Festlegung der Eigenkapital-Zinssätze jedoch keine Rolle, da die tatsächlichen Verhältnisse auf den internationalen Märkten berücksichtigt werden sollen. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass zunehmend globale Investoren das Börsengeschehen beherrschen und die Kapitalmärkte zunehmend zusammenwachsen. Die Anlagepräferenzen eines heimischen Investors sind daher vergleichsweise irrelevant, da der Fokus der Betrachtung zurecht auf einem international agierenden rationalen Investor gelegt wird.

Es wurde in einer weiteren Stellungnahme vorgebracht, dass in Deutschland angeblich besondere regulatorische Risiken vorlägen, wie etwa die fehlende Möglichkeit von Sonderabschreibungen, Forderungsausfällen oder Änderungen des Regulierungsrahmens, die ein weiteres Wagnis begründeten. Aus Sicht der Beschlusskammer lassen sich aus der Betrachtung des regulatorischen Rahmens allerdings keine besonderen regulatorischen Risiken erkennen. Vielmehr ist überhaupt nicht ersichtlich, inwiefern eine verordnungsseitig vorgegebene Ermittlung einer regulatorischen Bemessungsgrundlage einen Einfluss auf die Höhe des Zinssatzes haben sollte.

Letztlich wird vorgebracht, es sei auch zu prüfen, ob die COVID-19 Pandemie zu einer zusätzlichen Verfügbarkeitsprämie geführt haben könnte. Die Frage einer Verzerrung durch die COVID-19 Pandemie wurde durch Frontier/Randl/Zechner analysiert. Diese konnten insoweit keine COVID-19 bedingten Verzerrungen für den relevanten Betrachtungszeitraum feststellen.⁸⁵ Die Beschlusskammer teilt diese Einschätzung.

e. Berücksichtigung der Verzinsung ausländischer Netzbetreiber

Aus § 7 Abs. 5 Nr. 2 StromNEV ergibt sich, dass bei der Ermittlung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse neben den Verhältnissen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten, den beobachtbaren und quantifizierbaren unternehmerischen Wagnissen auch die Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Energieversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten zu berücksichtigen ist. Die Beschlusskammer vertritt die Auffassung, dass diese Anforderungen bereits im Rahmen des CAPM-Ansatzes berücksichtigt werden, weil hier vorliegend eine internationale Referenzgruppe von Unternehmen zur Bestimmung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse herangezogen wird. Insofern wäre eine weitergehende Betrachtung entbehrlich.

⁸⁵ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, Kapitel 3.3.3.

Die Vergleichbarkeit von Zinssätzen unterliegt aus Sicht der Beschlusskammer erheblichen Restriktionen. Insbesondere ist sie schon dadurch eingeschränkt, dass unterschiedliche Zeitpunkte zur Bestimmung der Zinssätze bereits zu Abweichungen in der Höhe der Zinssätze führen können. Hinzu kommt, dass unterschiedliche Herangehensweisen zur Bestimmung einzelner Parameter (risikoloser Basiszins, Marktrisikoprämie und Risikofaktor) gewählt werden. So können regionale Abgrenzungen und Kriterien zur Auswahl von Vergleichsunternehmen weitere Abweichungen begründen. Schließlich wären auch die allgemeinen Länderbewertungen durch Ratingagenturen mit ins Blickfeld zu nehmen. Während die vorangegangenen Aspekte durch die gesetzlichen Regelungen vorgegeben sind oder Entscheidungen der jeweiligen Regulierungsbehörde darstellen, sind die Entwicklungen auf den Kapitalmärkten innerhalb des jeweiligen zu Grunde gelegten Betrachtungszeitraumes der Parameter ebenfalls zu berücksichtigen. So haben finanz- und wirtschaftspolitische Entscheidungen von nationalen als auch von supranationalen Institutionen Auswirkungen auf die einzelnen Parameter und somit auf die Höhe des Zinssatzes. Hinzu kommt, dass der Vergleich eines aktuellen Zinssatzes mit einer Vielzahl von Zinssätzen aus der Vergangenheit aufgrund der vorgenannten Ausführungen nicht sinnvoll ist und von sich aus bereits zu verzerrten Ergebnissen aufgrund der Fortschreibung vergangener Werte führt.

Frontier/Randl/Zechner haben ungeachtet der vorgenannten Restriktionen auftragsgemäß einen internationalen Vergleich vorgenommen.⁸⁶ Es wurden Entscheidungen zur Eigenkapitalverzinsung in 14 europäischen Ländern und Australien ab dem Jahr 2019 analysiert und hierbei die nominalen Eigenkapitalzinssätze nach Steuern verglichen. Die Analysen des Gutachters ergeben eine Bandbreite des Eigenkapitalzinssatzes nach Steuern zwischen ca. 3,22 % und 8,08 %.⁸⁷ Der hier aktuell ermittelte Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von 4,13 % liegt in der Bandbreite der europäischen Vergleichsländer.

Bezugnehmend auf einen internationalen Vergleich der Eigenkapitalzinssätze wurde in der Konsultation vorgebracht, dass in anderen Ländern, insbesondere in Frankreich und Großbritannien, welche mit Deutschland besonders vergleichbar seien, höhere Renditen und Marktrisikoprämien ausgewiesen werden. Auch wird in den Stellungnahmen gefragt, warum nicht ein zusätzlicher internationaler Vergleich der Marktrisikoprämie stattfindet. Es wird zusätzlich angeregt, dass der internationale Vergleich gemäß den Ansätzen in dem NERA-Gutachten vom 10.06.2021 erfolgen sollte. Letztlich wird dargelegt, dass allein der Abstand der angehörten Werte zum internationalen Durchschnitt eine detaillierte Auseinandersetzung mit dem Eigenkapitalzinssatz in einem internationalen Kontext notwendig machen würde.

Frontier/Randl/Zechner ist demgegenüber bereits zu entnehmen, dass – entgegen der Annahme im NERA-Gutachten – ein quantitativer Vergleich von einzelnen Regulierungsparametern aus unterschiedlichen Regulierungsregimen stets nur mit großen Einschränkungen möglich ist. Zudem weist der Gutachter u.a. darauf hin, dass die Unterschiede in der praktischen Anwendung sowie die regulatorischen Rahmenbedingungen häufig deutlich größere Auswirkungen auf die effektive Verzinsung nehmen als alleine die beobachtbaren Unterschiede in den nominellen Werten. In diesem Zusammenhang verweist der Gutachter darauf, dass der regulatorisch zugestandene Wagniszuschlag bzw. die Eigenkapitalverzinsung zwar ein wichtiges Element – keineswegs allerdings das einzige Element – für einen Investor für die Bereitstellung von Eigenkapital, darstellt. Die effektive Verzinsung für einen Eigenkapitalgeber ist daher abhängig vom Zusammenwirken der verschiedenen Elemente eines Regulierungssystems. Insofern ist alleine die Situation in Bezug auf den Gesamtertrag des Investors maßgeblich, ein Vergleich einzelner Bausteine – wie der

⁸⁶ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 72 ff.

⁸⁷ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 85 ff.

EK-Zins – ist daher nicht aussagekräftig und mündet in einer subjektiven und ergebnisgetriebenen Darstellung der Marktteilnehmer. Hinzu kommt, dass bei einem nur sehr schwer durchzuführenden Vergleich die Marktrisikoprämie inklusive des Risikofaktors betrachtet werden muss, da sich die Ausgestaltung des zuletzt genannten Elements in den Vergleichsländern unterscheidet. Beobachtbar ist, dass eine niedrigere Marktrisikoprämie mit einem hohen Risikofaktor einhergeht und vice versa. Auch ist darauf zu verweisen, dass der BGH in seiner Entscheidung vom 09.07.2019 (EnVR 52/18) erläutert, dass nach § 7 Abs. 5 Nr. 1 StromNEV die Verhältnisse auf den nationalen und den internationalen Kapitalmärkten zu berücksichtigen sind. Daraus ergibt sich jedoch keine zwingende Beantwortung hinsichtlich der Frage, in welcher Weise und mit welcher Gewichtung der deutsche Kapitalmarkt und die Kapitalmärkte anderer Länder einzubeziehen sind. Vielmehr steht der Regulierungsbehörde auch insoweit ein Spielraum zu. Schon durch den Einbezug einer weltweiten Marktrisikoprämie wird sichergestellt, dass die Rendite der Investitionen in deutsche Energieversorgungsnetze einem internationalen Vergleich standhält und internationalen Forderungen unter Berücksichtigung aller Gesamtaspekte (bspw. folgend erläutertes Länderrating) gerecht werden. Dem Gutachten ist zudem zu entnehmen, dass die angeführten Länder (Großbritannien und Frankreich) ein niedrigeres Länderrating aufweisen als Deutschland. Dies ist bei der Interpretation der Ergebnisse ebenfalls zu berücksichtigen. Es kann sich daraus eine Auswirkung auf den risikolosen Zinssatz und/oder die Marktrisikoprämie ergeben. Beispielsweise wird in Portugal bei der Marktrisikoprämie ein Zuschlag für das Länderrisiko gewährt. Im Vergleich dazu ist auf das hohe Länderrating der Bundesrepublik Deutschland mit den entsprechend einhergehenden geringeren Risiken für Investoren hinzuweisen. Insgesamt führen die Eingaben aus der Konsultation daher nicht zu einem anderen Ergebnis, der festgelegte Eigenkapitalzinssatz ist unter Berücksichtigung aller Aspekte auch international höchst wettbewerbsfähig. Die Beschlusskammer verweist im Übrigen auf die ausführlichen Darlegungen bei Frontier/Randl/Zechner.⁸⁸

Letztlich wird vorgebracht, dass bei den Ländern, in denen eine niedrigere Eigenkapitalverzinsung festgelegt wurde, diese als Ausgleich auf eine höhere Eigenkapitalquote gewährt wird. In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf zu verweisen, dass der angeführte Befund bspw. bei einem mit der Bundesrepublik Deutschland vergleichbaren Land mit der gleichen Währung - wie die Niederlande - nicht feststellbar ist. Der in diesem Land bis zum Jahr 2026 festgelegte Zinssatz für das Eigenkapital liegt zudem deutlich unterhalb des vorliegend festgelegten Wertes.

II. Einbeziehung von Steuern

Gemäß § 7 Abs. 6 StromNEV ist ein Eigenkapitalzinssatz vor Steuern festzulegen.

Der oben ermittelte Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von 4,13 % wird mit dem Faktor

$$s = \frac{1 - GewSt}{1 - GewSt - KSt}$$
$$s = \frac{1 - 0,14105}{1 - 0,14105 - 0,15825}$$
$$s = 1,226$$

⁸⁸ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, Kapitel 4.

multipliziert, um den von § 7 Abs. 6 StromNEV geforderten Zinssatz vor Steuern darzustellen.

Mit Steuern im Sinne des § 7 StromNEV sind in diesem Fall Ertragsteuern gemeint. Zu den Ertragsteuern gehören generell die Gewerbesteuer und die Körperschaftsteuer. Da die Gewerbesteuer in § 8 StromNEV Berücksichtigung findet, wird für die Bestimmung des Steuerfaktors allein auf die Körperschaftsteuer abgestellt. Die alleinige Berücksichtigung der Körperschaftsteuer ergibt sich, wie bereits in der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste Regulierungsperiode (BK4-08-068) gezeigt wurde, aus den gesetzlichen Regelungen und dem Verordnungsgebungsprozess.

Bei den ersten beiden Festlegungsverfahren zur Bestimmung der Eigenkapitalzinssätze wurde im Rahmen der Stellungnahmen vorgetragen, dass es sich bei der Umlaufrendite um einen Wert vor Steuern handeln würde. Folglich sei auf diesen Zinsbestandteil keine zusätzliche Steuer zu gewähren. Selbiges gelte für die Marktrisikoprämie, da es sich bei den zu Grunde gelegten Renditereihen um Vor-Steuer-Renditen handele.

Durch die in der Verordnung geregelte Ansetzbarkeit von kalkulatorischen Steuern sind diese im Wege eines Steuerfaktors zu berücksichtigen. Innerhalb der Steuerkaskade ist zuletzt sicherzustellen, dass der Steuerfaktor es den Netzbetreibern ermöglicht, natürlichen Personen die gleiche Rendite in Aussicht zu stellen wie der Kapitalmarkt. Wenn auch faktisch nur Kapitalgesellschaften derzeit überwiegend Eigentümer von Netzbetreibergesellschaften sind, stehen auch hinter diesen Investitionsentscheidungen natürlicher Personen. Aus dieser Sichtweise heraus ergibt sich, dass die Umlaufrendite einen Wert nach Steuern darstellt.

Die Frage, ob es sich bei der Marktrisikoprämie um einen Wert vor Steuern handelt, wurde bereits im Rahmen der Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze für die dritte Regulierungsperiode vom Gutachter geprüft. Der Gutachter kommt nachvollziehbar zu dem Schluss, dass es sich bei der Marktrisikoprämie um einen Wert nach Steuern handelt. Folglich ist ein entsprechender Steuerfaktor auf diesen Wert anzuwenden. Die für die Berechnung der Marktrisikoprämie zugrunde gelegte Rendite des Kapitalmarkts nach Dimson, Marsh und Staunton besteht aus Kursgewinnen und -verlusten und Dividendenzahlungen. Dividenden werden in der Regel nach Unternehmenssteuern ausgeschüttet. Die Kursgewinne und -verluste können als Gegenwartswert aller erwarteten zukünftigen steuerauslösenden Ausschüttungen interpretiert werden, so dass zukünftige Steuern im Kurs implizit berücksichtigt sind. Folglich ist die Marktrisikoprämie wie die Umlaufrendite ein Wert nach Steuern.⁸⁹

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Begründung ist die Anwendung des Steuerfaktors auf den Eigenkapitalzinssatz nach Steuern sachgerecht.

Nach Auffassung der Beschlusskammer ist bei der Bestimmung des Steuerfaktors nicht auf die unternehmensindividuelle steuerliche Situation in Abhängigkeit von der Gesellschaftsform abzustellen. Vielmehr ist eine kalkulatorische Sichtweise, wie sie ebenfalls in § 8 StromNEV gegeben ist, einzunehmen. Es wird daher grundsätzlich unterstellt, dass der volle Steuersatz anzusetzen ist. Andernfalls würde die Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes in Abhängigkeit von der steuerlichen Situation zu unternehmensindividuellen Zinssätzen vor Steuern führen.

Die Beschlusskammer berücksichtigt bei dem Zinssatz neben der Körperschaftsteuer auch den Solidaritätszuschlag, da er einen Zuschlag auf die Körperschaftsteuer darstellt. Der Solidaritätszuschlag gilt zum Zeitpunkt der Entscheidung insofern fort, als er von Kapitalgesellschaften auch

⁸⁹ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 61 f.

zukünftig abgeführt werden soll. Bei einem Körperschaftsteuersatz von 15 % ergibt sich ein Steuerfaktor in Höhe von 0,15825 mit $0,15 \times 1,055$. Da die Bemessungsgrundlage für die Körperschaftsteuer der Gewinn vor sämtlichen Steuern d.h. auch vor Gewerbesteuer ist, ist die Gewerbesteuer im Steuerfaktor entsprechend zu berücksichtigen. Der Gewerbesteuersatz ergibt sich aus der Multiplikation eines bundesweiten Durchschnitts des Hebesatzes 403⁹⁰ mit der festgeschriebenen Messzahl von 0,035. Daraus folgt ein durchschnittlicher Gewerbesteuersatz in Höhe von 14,105 %.

III. Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen

Entsprechend den Regelungen des § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV ergibt sich der Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen aus dem auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach § 7 Abs. 5 StromNEV. Der Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen beträgt 5,07 % vor Steuern.

Die Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen erfolgt daher unter Einbeziehung des unter B) I. 1. bestimmten Durchschnitts der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere in Höhe von 0,74 % und des unter B) I. 2. ermittelten angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse in Höhe von 3,39 %. Aus der Addition dieser Positionen ergibt sich ein Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von 4,13 %.

Da es sich bei diesem Wert um einen Nach-Steuer-Zinssatz handelt, hier aber wie unter C.I dargestellt, ein Vor-Steuer-Zinssatz festzulegen ist, bedarf dieser Wert einer Korrektur um die Körperschaftsteuer. Als Formel zur Ermittlung des Mindestwertes des Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen vor Steuern gilt:

$$\begin{aligned} \text{Eigenkapitalzinssatz}_{\text{Neuanlagen vor Steuern}} &= \text{Eigenkapitalzinssatz}_{\text{nach Steuern}} \times \text{Steuerfaktor} \\ &= 4,13 \% \times 1,226 \\ &= 5,07 \% \end{aligned}$$

IV. Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes

Der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von 4,13 % bzw. vor Steuern in Höhe von 5,07 % ist angemessen.

Die Beschlusskammer hat den Eigenkapitalzinssatz nach Steuern für Betreiber von Elektrizitätsversorgungsnetzen unter Berücksichtigung der Vorgaben des § 7 StromNEV ermittelt. Während die Bestimmung des Wertes für die Umlaufrendite bereits in der Verordnung geregelt wird, hat die Beschlusskammer zur Bestimmung des angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse einen kapitalmarktorientierten Ansatz gewählt. In Ergänzung zu dieser Bestimmung des Zuschlags hat die Beschlusskammer anhand einer qualitativen Risikoanalyse verschiedene vorgetragene Risiken daraufhin geprüft, ob eine Unterscheidung zwischen Betreibern von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen im Zusammenhang mit der Bestimmung des Risikofaktors erforderlich ist. Darüber hinaus zeigt die qualitative Risikoanalyse,

⁹⁰ Verwendet wurde der derzeit aktuellste Wert des Jahres 2019, vgl. https://www.destatis.de/DE/Themen/Staat/Steuern/_Grafik/_Interaktiv/steuereinnahmen-hebesaetze-gewerbesteuer-laender.html

dass keine Notwendigkeit besteht, den Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse zu korrigieren. Aus der qualitativen Risikoanalyse geht hervor, dass der Rechtsrahmen bereits die Risiken ausreichend berücksichtigt und neutralisiert.

Aus Sicht der Beschlusskammer ist weiterhin zu überprüfen, ob über die vorhergehende Bestimmung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse hinausgehende Aspekte zu berücksichtigen sind.

Nach Einschätzung der Beschlusskammer ist es unter Berücksichtigung der aktuellen und zu erwartenden Kapitalmarktentwicklungen über den bereits beschriebenen Zuschlag⁹¹ hinaus nicht notwendig, eine Korrektur des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse und somit des Eigenkapitalzinssatzes vorzunehmen. Es ist nicht davon auszugehen, dass die aktuellen Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten sich kurz- oder mittelfristig ändern werden. Des Weiteren hat die Beschlusskammer keine Erkenntnisse über eine Eigenkapitalknappheit bzw. eine fehlende Bereitstellung von Eigenkapital. Unter Berücksichtigung der aktuellen Bewertung Deutschlands durch die Teilnehmer an den Kapitalmärkten kommt die Beschlusskammer zu dem Schluss, dass der Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von 4,13 % bzw. vor Steuern in Höhe von 5,07 % angemessen ist.

Gegen die Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes spricht auch nicht der Zeitpunkt der Festlegung. § 7 Abs. 6 StromNEV regelt, dass die Regulierungsbehörde über die Eigenkapitalzinssätze vor Beginn einer Regulierungsperiode nach § 3 ARegV entscheidet. Für den durch die Beschlusskammer gewählten Zeitpunkt der Festlegung spricht zum einen die Schaffung der Planungssicherheit seitens der Netzbetreiber in Bezug auf die Höhe des Zinssatzes in der kommenden Regulierungsperiode. Dazu gehört auch die Einbeziehung des Zinssatzes in die Bestimmung der Erlösobergrenze und den damit einhergehenden Effizienzvergleich. Zum anderen ist aus Sicht der Beschlusskammer zu gewährleisten, dass nicht allein infolge von zeitlichen Verschiebungen eine Ungleichbehandlung von Energieversorgungsnetzen innerhalb eines Netzbetriebs erfolgen sollte. Durch unterschiedliche Zinssätze aufgrund einer zeitlichen Verschiebung der Festlegung könnte es zu ungewollten Lenkungseffekten für das bereitzustellende oder vorhandene Eigenkapital kommen. Konkret bestünde die Gefahr, dass bei gleichen regulatorischen Rahmenbedingungen aber unterschiedlichen Eigenkapitalzinssätzen Investitionen bevorzugt in das Gasnetz getätigt werden.

Die in § 21 Abs. 2 S. 3 EnWG genannte Gewährleistung der Lebensfähigkeit der Netze wird nicht durch die Höhe des Eigenkapitalzinssatzes gefährdet. Nach ständiger Rechtsprechung sind die bisherigen Festlegungen des EK-Zinssatzes, die die auch hier verwendeten Vorgehensweisen zum Inhalt hatten, dem Ziel einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Eigenkapitalverzinsung gerecht geworden, was der Forderung des Erhalts der Lebensfähigkeit der Netze entspricht.

Auch die COVID-19 Pandemie erlaubt wie oben ausgeführt keine abweichende Bewertung. So findet der Gutachter keine Evidenz, die eine Anpassung der Höhe der Weltmarktrisikoprämie oder auch des Risikofaktors begründen könnte⁹².

Derzeit sind am Kapitalmarkt keinerlei Anzeichen erkennbar, dass der risikolose Basiszins innerhalb der 4. Regulierungsperiode auf ein innerhalb der vorliegenden Festlegung nicht bereits berücksichtigtes Niveau ansteigen könnte. Dennoch befürchten einige Marktteilnehmer, es könnte zu einer „Zinswende“ kommen, und die festgelegten Eigenkapitalzinssätze könnten deshalb unterperiodisch zukünftig auf einem unangemessenen niedrigen Niveau, einhergehend mit einer verhinderten Investitionsfähigkeit, liegen. Die Beschlusskammer weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass sie sich der gemäß § 29 Abs. 2 S. 1 EnWG eröffneten Möglichkeit bewusst ist,

⁹¹ Vgl. Kapitel I. 2. d. „Anpassungen des Wagniszuschlages“

⁹² Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung der Zuschläge für unternehmerische Wagnisse von Strom- und Gasnetzbetreibern“, Gutachten im Auftrag der BNetzA, 2021, S. 69f.

die in Tenorziffer 1 festgelegten Eigenkapitalzinssätze kurzfristig nachträglich zu ändern, soweit dies erforderlich werden sollte, um sicherzustellen, dass sie weiterhin den Voraussetzungen für eine Festlegung oder Genehmigung, hier also einer fortgesetzt angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals, genügen.

Im Rahmen der Konsultation wurde vorgebracht, dass die Angemessenheit des Wagniszuschlags zu prüfen sei, insbesondere, wenn die Umlaufrenditen einen ungeeigneten Basiszinssatz lieferten. Der BGH hat in seiner Entscheidung (EnVR 52/18) betreffend die Festlegungen der Eigenkapitalzinssätze für die 3. Regulierungsperiode erläutert, dass der Basiszins und der Zuschlag zur Abdeckung unternehmerischer Wagnisse nach § 7 Abs. 4 StromNEV zwar grundsätzlich getrennt voneinander zu ermitteln seien. Bei der Ermittlung des Zuschlags anhand von Datenreihen dürfe aber dennoch nicht außer Acht bleiben, in welcher Weise der in diesen Datenreihen ausgewiesene Zinssatz für risikolose Anlagen ermittelt worden sei. Diesem Grundsatz wird die Beschlusskammer gerecht und hat im Rahmen des Festlegungsverfahrens Unterschiede in Bezug auf Laufzeit und Liquidität identifiziert, die zu der beschriebenen Anpassung des Wagniszuschlags geführt haben.

Auch wurde vorgebracht, dass der Eigenkapitalzinssatz nicht angemessen sei, weil er zu erheblichen Ergebnisreduzierungen führe, die auch die Investitionsanreize reduzieren, da Investorenerwartungen nicht erfüllt werden würden. Auch führe die Höhe des Eigenkapitalzinssatzes zu einer Zerstörung von (kommunalen) Vermögen und es solle in Erwägung gezogen werden den Eigenkapitalzinssatz der 3. Regulierungsperiode fortzuschreiben. Beides sind aus Sicht der Beschlusskammer keine tragfähigen Argumente. Investitionsprogrammankündigungen und das bereits laufende Investitionsverhalten stehen zu diesen Anwürfen indes im Widerspruch. Investoren dürfen zwar zu Recht eine risikoadäquate Rendite für ihr Engagement erwarten. Mit einer darüberhinausgehenden Rendite durch einen Eigenkapitalzinssatz, deutlich oberhalb und losgelöst von der Marktentwicklung, würden allerdings erhebliche Fehlanreize gesetzt und in den Markt bzw. den Wettbewerb eingegriffen. Auch ist es nicht Sinn und Zweck von § 7 Abs. 4 StromNEV bspw. (kommunales) Vermögen aufzubauen oder zu erhalten, sondern die Festlegung einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Eigenkapitalverzinsung. Es liegt kein ersichtlicher Grund vor, weshalb eine Fortschreibung des Eigenkapitalzinssatzes der 3. Regulierungsperiode sachgerecht wäre. Vielmehr zeigen sowohl Frontier/Randl/Zechner und auch die in der Konsultation eingereichten Gutachten und Stellungnahmen, dass eine Fortschreibung nicht sachgerecht wäre.

Es wurde ebenfalls bemängelt, dass der Eigenkapitalzinssatz nicht angemessen sei, da keine Berücksichtigung der Energiewende stattfände. Deutschland habe ambitionierte Ziele in der Gestaltung der zukünftigen Energieversorgung, welche nicht nur höhere Investitionsrisiken, sondern auch eine unklare Perspektive für die Entwicklung der Stromnetze darstelle. Eine unklare Perspektive ist aus Sicht der Beschlusskammer indes nicht wirklich greifbar. Netzentwicklungsplannungen stellen die fernere und nähere Zukunft zumindest auf Ebene der Übertragungsnetze, in denen die größte Transformationsaufgabe zu vermuten wäre, sehr konkret dar, besondere Risiken sind daher gerade nicht erkennbar. Die regulatorischen Systeme sind zudem gerüstet auch erratisch auftretende Sonderkomplexe durch maßgeschneiderte Instrumente (Regulierungskonto, Kapitalkostenaufschlag, FSVn etc.) zielgenau zu berücksichtigen.

Betrachte man die Entwicklung der Kapitalmärkte seit 2016, so wird in der Konsultation eine Stabilisierung dieser Märkte angeführt, weshalb eine weitere Zinssenkung nicht nachvollziehbar sei. Für den Prognosezeitraum hätten sich die Marktbedingungen auf einem historisch außergewöhnlichen Niveau stabilisiert. Die dargestellten Bedenken sind jedoch unbegründet. Zunächst ist schon zu bezweifeln, dass die Kapitalmärkte von 2015 (Umlaufrendite 0,46) bis 2020 (Umlaufrendite -0,19) tatsächlich konstant geblieben sind. Zudem haben ja gerade Frontier/Randl/Zechner in einer höchst aufwendigen Prüfung analysiert, dass aus heutiger Sicht für die Jahre der kommenden Regulierungsperiode eine andere Eigenkapitalverzinsungshöhe sachgerecht ist. Dieser Bewertung hat sich die Beschlusskammer angeschlossen.

In der Konsultation wurde des Weiteren vorgebracht, dass die Regulierung von Energienetzen in Deutschland ein schlechtes Rating bei den Ratingagenturen habe, was für Netzbetreiber zusätzliche Risiken in der Kapitalbeschaffung darstelle. Aus Sicht der Beschlusskammer stellt dies jedoch kein Argument dar, dass die Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes in Frage stellt. In die Bewertung von Kreditrisiken von regulierten Unternehmen fließt immer auch eine Bewertung des regulatorischen Rahmens mit ein. Aus einer Vielzahl von Indikatoren wird anschließend ein Rating für das bewertete Unternehmen erstellt, anhand dessen ein Fremdkapitalgeber ein Ausfallrisiko herleiten kann. Somit wird durch dieses Rating das unternehmerische Risiko für den Fremdkapitalgeber bewertbar gemacht. Dies erfolgt im Rahmen dieser Festlegung anhand des Risikofaktors, da die dort einfließenden Größen ebenfalls die Risiken des regulierten Geschäfts über die genutzten Indizes abbilden.

Ferner wurde in der Konsultation vorgebracht, dass in der Bewertung der Angemessenheit berücksichtigt werden müsse, dass die beabsichtigte Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes wichtige Kreditkennzahlen, die zur Ermittlung eines Ratings durch Ratingagenturen herangezogen werden, negativ beeinflussen könnte. Als Konsequenz würden sich ggf. die Fremdkapitalkosten erhöhen. Auch hieraus kann sich aus Sicht der Beschlusskammer kein Anpassungsbedarf ergeben. Ratings sind immer stark von unternehmensindividuellen Entscheidungen und Unsicherheiten geprägt. Die Ermittlung eines sachgerechten Eigenkapitalzinssatzes ist letztlich vom Rating eines Netzbetreibers unabhängig. Vielmehr geht es vorliegend ausschließlich darum, gesamthaft die Rendite regulierter Energienetzbetreiber im Kontext des erwarteten marktlichen Umfelds der 4. Regulierungsperiode abzuleiten.

E) Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen

Der Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen beträgt 3,51 % vor Steuern.

Ausgehend von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen wird der Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen entsprechend der Regelungen des § 7 Abs. 4 Satz 2 StromNEV ermittelt. Der Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen nach Steuern (2,86 %) entspricht dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen nach Steuern (4,13 %) abzüglich des auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der Preisänderungsrate gemäß dem vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Verbraucherpreisgesamtindex (1,27 %). Anschließend bedarf es wiederum der Anpassung um die Körperschaftsteuer. Als Formel zur Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen vor Steuern gilt:

$$\begin{aligned} \text{Eigenkapitalzinssatz}_{\text{Altanlagen vor Steuern}} &= (\text{Eigenkapitalzinssatz}_{\text{nach Steuern}} - \text{Preisänderungsrate}) \times \text{Steuerfaktor} \\ &= (4,13\% - 1,27\%) \times 1,226 \\ &= 3,51\% \end{aligned}$$

Der auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogene Durchschnitt der Preisänderungsrate gemäß dem vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Verbraucherpreisgesamtindex liegt bei 1,27 %.

Tabelle 3: Verbraucherpreisindex für Deutschland⁹³

Jahr	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Indexstand	95,2	97,1	98,5	99,5	100	100,5	102	103,8	105,3	105,8
Veränderung (in %)	2,1	2,0	1,4	1,0	0,5	0,5	1,5	1,8	1,4	0,5
10 Jahres Mittel (in %)										1,27

Nach Erkenntnis der Beschlusskammer handelt es sich bei dem vorliegenden Vorgehen zur Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen nach Steuern (Abzug der Preisänderungsrate von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen nach Steuern) um eine in der Praxis und Wissenschaft unstrittige Vorgehensweise.

F) Kosten

Hinsichtlich der Kosten bleibt ein gesonderter Bescheid gemäß § 91 EnWG vorbehalten.

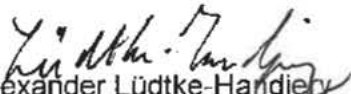
⁹³ Abrufbar in der Genesis-Online Datenbank des statistischen Bundesamtes unter dem Code 61111-0001.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diese Entscheidung kann innerhalb eines Monats nach Zustellung Beschwerde erhoben werden. Die Beschwerde ist bei der Bundesnetzagentur (Hausanschrift: Tulpenfeld 4, 53113 Bonn) einzureichen. Es genügt, wenn die Beschwerde innerhalb der Frist bei dem Oberlandesgericht Düsseldorf (Hausanschrift: Cecilienallee 3, 40474 Düsseldorf) eingeht.

Die Beschwerde ist zu begründen. Die Frist für die Beschwerdebegründung beträgt einen Monat. Sie beginnt mit der Einlegung der Beschwerde und kann auf Antrag von dem oder der Vorsitzenden des Beschwerdegerichts verlängert werden. Die Beschwerdebegründung muss die Erklärung, inwieweit der Beschluss angefochten und seine Abänderung oder Aufhebung beantragt wird, und die Angabe der Tatsachen und Beweismittel, auf die sich die Beschwerde stützt, enthalten. Die Beschwerdeschrift und die Beschwerdebegründung müssen durch einen Rechtsanwalt unterzeichnet sein.

Die Beschwerde hat keine aufschiebende Wirkung (§ 76 Abs. 1 EnWG).


Alexander Lütke-Handjery
Vorsitzender


Rainer Busch
Beisitzer


Roman Smidrkal
Beisitzer