



Oberlandesgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem energiewirtschaftsrechtlichen Verwaltungsverfahren

...

hat der 3. Kartellsenat des Oberlandesgerichts Düsseldorf auf die mündliche Verhandlung vom 17.01.2018 durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht Laubenstein, die Richterin am Oberlandesgericht Frister und die Richterin am Oberlandesgericht Klein Reesink

b e s c h l o s s e n:

Der Beschluss der Bundesnetzagentur vom 05.10.2016 (BK4-16-161) wird aufgehoben und die Bundesnetzagentur verpflichtet, die Eigenkapitalzinssätze für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Gasversorgungsnetzen für die dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung unter Beachtung der Rechtsauffassung des Gerichts neu festzulegen.

Die Kosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der zur zweckentsprechenden Rechtsverfolgung entstandenen außergerichtlichen Aufwendungen der Beschwerdeführerin werden der Bundesnetzagentur auferlegt.

Der Beschwerdewert wird auf 100.000 Euro festgesetzt.

Die Rechtsbeschwerde wird zugelassen.

Gründe:**A.**

Die Beschwerdeführerin, die ein Gasversorgungsnetz betreibt, wendet sich gegen die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze gemäß § 7 Abs. 6 GasNEV für die dritte Regulierungsperiode. Mit den Festlegungen vom 05.10.2016 (BK4-16–160 und BK4-16-161) hat die Beschlusskammer 4 der Bundesnetzagentur für die Dauer der dritten Regulierungsperiode für Betreiber von Strom- und Gasversorgungsnetzen die Eigenkapitalzinssätze für Neuanlagen auf 6,91 % und für Altanlagen auf 5,12 %, jeweils vor Steuern, festgelegt.

Den Eigenkapitalzinssatz nach Steuern hat die Bundesnetzagentur für Neuanlagen auf 5,64 % festgesetzt. Er ergibt sich aus der Summe aus dem auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten und einem Zuschlag zur Abdeckung betriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse.

Zur Ermittlung angemessener Eigenkapitalzinssätze hatte die Beschlusskammer – wie schon für die Festlegung der Zinssätze für die erste und zweite Regulierungsperiode - bei Frontier Economics Ltd. London ein Gutachten in Auftrag gegeben, dessen Ergebnisse nahezu unverändert in die streitgegenständliche Festlegung eingeflossen sind (im Folgenden: Frontier-Gutachten). Der Verband kommunaler Unternehmen e.V. hatte seinerseits das Beratungsunternehmen DNV GL SE, Hamburg, vormals KEMA Consulting GmbH, Bonn, mit der Erstellung eines Gutachtens beauftragt (im Folgenden: DNV-Gutachten). Die Empfehlungen des DNV-Gutachtens weichen von den Empfehlungen des Frontier-Gutachtens deutlich ab. Sie liegen bei Zinssätzen in einer Bandbreite von 7,68 % bis 8,12 % für Neuanlagen. Der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft e.V. (BDEW) hatte bei der NERA Economic Consulting die Erstellung eines eigenen Gutachtens beauftragt (im Folgenden: NERA-Gutachten). Dieses gelangt zu dem Ergebnis, dass die festgesetzten Eigenkapitalzinssätze nicht im Einklang mit den regulatorischen Anforderungen der Netzentgeltverordnungen stehen. Einige Energieversorgungsunternehmen haben weitere Gutachten eingeholt.

Den risikolosen Zinssatz hat die Bundesnetzagentur unter Zugrundelegung des auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der von der

Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten ermittelt und auf 2,49 % festgesetzt (Ziffer C) I.1., Bl. 4 der Festlegung). In der Umlaufrendite sind nach Angabe der Deutschen Bundesbank folgende festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten enthalten:

- Bankschuldverschreibungen (Hypothekenpfandbriefe; öffentliche Pfandbriefe; Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten; Sonstige Bankschuldverschreibungen)
- Anleihen von Unternehmen
- Anleihen der öffentlichen Hand

Die Ermittlung der Jahreswerte ist als einfaches Mittel der Monatswerte erfolgt. Aus den entsprechenden Jahreswerten ist der auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogene Durchschnitt wiederum als einfaches Mittel der Jahreswerte errechnet worden. Die Bundesnetzagentur hat insoweit das arithmetische, nicht das geometrische Mittel verwandt und dies damit begründet, dass die Umlaufrendite jeweils auf ein Jahr bezogen ermittelt werde und diese Größe keinen Bezug zu einem zeitlichen Vorgängerwert habe.

Den Zuschlag zur Abdeckung betriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse hat die Beschlusskammer auf 3,15 % festgelegt (Ziffer C) I.2., Bl. 6 der Festlegung). Diesen Wert hat sie aus dem Produkt der Marktrisikoprämie in Höhe von 3,80 % und einem Risikofaktor in Höhe von 0,83 errechnet. Wie in den beiden vorherigen Festlegungen zur ersten und zweiten Regulierungsperiode hat die Bundesnetzagentur einen kapitalmarktorientierten Ansatz gewählt und unter Bezugnahme auf das Ergebnis des von ihr bei der Frontier Economics Ltd. in Auftrag gegebenen wissenschaftlichen Gutachtens die Marktrisikoprämie erneut auf Basis langfristiger historischer Kapitalmarktdaten für ein Weltportfolio aus mittlerweile 23 Nationen über einen Zeitraum von 1900-2015 ermittelt. Wie schon in den früheren Gutachten zu den Eigenkapitalzinssätzen für die erste und zweite Regulierungsperiode hat Frontier zur Berechnung der Marktrisikoprämie ausschließlich Daten aus der von Dimson, Marsh und Staunton (im Folgenden DMS) veröffentlichten Studie „Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2016“ zugrunde gelegt. Die bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste Regulierungsperiode verwandte Datenbasis von DMS umfasste Kapitalmarktdaten von insgesamt 17 Ländern über den Zeitraum von 1900-2000. Die Welt-

marktrisikoprämie wurde aus den Daten folgender Länder ermittelt: Australien, Belgien, Kanada, Dänemark, Frankreich, Deutschland, Irland, Italien, Japan, Niederlande, Norwegen, Südafrika, Spanien, Schweden, Schweiz, Großbritannien und USA. Zwecks Berechnung der historischen Marktrisikoprämie der einzelnen Länder korrigierte DMS die nominalen Aktienmarktrenditen und die risikolosen Zinssätze von Staatsanleihen mit der Inflation auf geometrischer Basis. Die Aggregation der länderspezifischen Daten für die Bestimmung einer weltweiten Marktrisikoprämie erfolgte mittels Gewichtung, die in Abhängigkeit der Verfügbarkeit historischer Daten entweder mittels anteiliger Marktkapitalisierung des länderspezifischen Kapitalmarktes oder des anteiligen Bruttoinlandsproduktes durchgeführt wurde. Der für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die zweite Regulierungsperiode verwandte Datensatz von DMS aus 2011 umfasste Kapitalmarktdaten von 19 Ländern. Hinzugekommen waren Daten aus Finnland und Neuseeland.

In der der Begutachtung von Frontier aktuell zugrunde gelegten Fassung des Datensatzes sind erhebliche methodische Veränderungen vorgenommen worden. Nunmehr wird die weltweite Risikoprämie von DMS auf Basis der Kapitalmarktdaten von 23 Ländern unter Hinzunahme von China, Russland, Österreich und Portugal über einen Zeitraum von 1900-2015 im Vergleich zu Staatsanleihen des jeweiligen Landes ermittelt.

Über die weltweite Marktrisikoprämie möchte die Bundesnetzagentur sicherstellen, dass die Entwicklungen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten sowie die Bewertung von Versorgungsnetzbetreibern auf diesen Märkten entsprechend berücksichtigt werden.

Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie hat die Bundesnetzagentur sowohl das arithmetische als auch das geometrische Mittel über die jährlichen Vergangenheitswerte gebildet, um daraus den Mittelwert anzusetzen. Die Marktrisikoprämie ist als Mittelwert aus dem geometrischen Mittel der weltweiten Marktrisikoprämie in Höhe von 3,20 % und dem arithmetischen Mittel der weltweiten Marktrisikoprämie in Höhe von 4,40 % im Ergebnis auf 3,80 % festgesetzt worden. Zur Bestimmung des Risikofaktors wurde eine Vergleichsgruppe herangezogen, die nach den Gründen der Festlegung aus ausländischen, börsennotierten reinen Netzbetreibern besteht. Als reine Netzbetreiber gelten danach Unternehmen, bei denen der Anteil des Netzgeschäfts an der gesamten unternehmerischen Aktivität mehr als 75 % beträgt.

Der so ermittelte Eigenkapitalzinssatz nach Steuern ist mit dem Steuerfaktor in Höhe von 1,225 modifiziert worden, so dass sich ein Zinssatz vor Steuern in Höhe von 6,91 % ergibt. Für Altanlagen hat die Bundesnetzagentur den Eigenkapitalzinssatz unter Abzug des auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der Preisänderungsrate gemäß dem vom statistischen Bundesamt veröffentlichten Verbraucherpreisgesamtindex (1,46 %) mit 5,12 % vor Steuern ermittelt.

Mit der Beschwerde macht die Beschwerdeführerin geltend, dass die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze rechtsfehlerhaft erfolgt sei und zu einer unangemessen niedrigen Eigenkapitalverzinsung führe.

Die Bundesnetzagentur ermittle einen fehlerhaften risikolosen Basiszinssatz, da sie überwiegend festverzinsliche Wertpapiere mit geringer Restlaufzeit in die Berechnung der Umlaufrendite einbeziehe, was den risikolosen Zinssatz nach unten verfälsche.

Es widerspreche dem Normzweck des § 7 Abs. 4 S. 1 GasNEV, dass die Bundesnetzagentur ihrer Betrachtung sämtliche in Deutschland gehandelten, festverzinslichen Wertpapiere inländischer Emittenten, unabhängig von ihrer Restlaufzeit, und damit auch Anleihen mit kurzer Restlaufzeit zugrunde gelegt habe. Nach dem Willen des Verordnungsgebers müsse sich eine angemessene Verzinsung an den Marktgegebenheiten im Versorgungsbereich unter Berücksichtigung der Langfristigkeit der Kapitalanlage ausrichten. Insbesondere sei der Zinssatz so zu gestalten, dass Kapitalgeber auch im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten ein Interesse an einer Investition in die Energieversorgungsnetze hätten. So bestimme die Bundesnetzagentur im Telekommunikationssektor den risikolosen Zinssatz anhand der durchschnittlichen Umlaufrendite über zehn Jahre von Anleihen mit einer mittleren Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. Im Vergleich zum Telekommunikationssektor hätten Anlagegüter in der Gasnetzwirtschaft eine ungleich längere Nutzungsdauer. Um diesen Umstand angemessen abzubilden und eine adäquate Verzinsung des eingesetzten Kapitals zu gewährleisten, müsse zur Ableitung des risikolosen Zinssatzes die durchschnittliche, über zehn Jahre ermittelte Umlaufrendite mit einer mittleren Restlaufzeit von über sieben Jahren herangezogen werden. Soweit in den Verfahren zu den Eigenkapitalzinssätzen der ersten Regulierungsperiode bereits über die Restlaufzeiten entschieden worden sei, sei nur auf die Bandbreite der in

Anl. 1 zu § 6 Abs. 5 S. 1 GasNEV vorgegebenen Nutzungsdauer abgestellt worden. Es sei verkannt worden, dass der überwiegende Anteil des Sachanlagevermögens in Anlagegütern mit einer Nutzungsdauer von über sieben Jahren gebunden sei. Die durchschnittliche Restnutzungsdauer des Sachanlagevermögens eines Netzbetreibers betrage ohne Gewichtung mindestens 20 Jahre, mit Gewichtung betrage sie sogar mindestens 40 Jahre. Übertragen auf den Zeitraum von Januar 2006 bis Dezember 2015, der für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes relevant sei, ergebe sich danach eine durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere von 2,85 %. Die Ungleichbehandlung von Energie- und Telekommunikationsnetzen führe zu Wettbewerbsverzerrungen am Kapitalmarkt, weil Investitionen in Gasnetze trotz längerer Kapitalbindung mit einem geringeren risikolosen Zinssatz entgolten würden.

Die Bundesnetzagentur habe auch den von ihr festgelegten Wagniszuschlag fehlerhaft bestimmt, da sie den ihr grundsätzlich zustehenden Beurteilungsspielraum rechtswidrig genutzt habe. Soweit sich im Vergleich zu der letzten Festlegung ein deutlicher Rückgang der Marktrisikoprämie um 16 % ergeben habe, beruhe dieser im Wesentlichen auf der – ungeprüften - Heranziehung einer fehlerhaften Datenbasis und einer unzureichenden Berücksichtigung des deutschen Kapitalmarkts. Die Hinzunahme von China und Russland verzerre das Weltmarktportfolio, da für diese Märkte im Gegensatz zu allen anderen Ländern des weltweiten DMS-Portfolios negative nationale Marktrisikoprämien ausgewiesen würden. Chinesische und russische Kapitalmarktdaten seien zur Ermittlung einer Weltmarktrisikoprämie ungeeignet. Im Hinblick auf chinesische Kapitalmarktdaten habe dies auch der von dem erkennenden Senat bestellte Sachverständige in seinem Gutachten zu den Eigenkapitalzinssätzen für die erste Regulierungsperiode festgestellt. Indem die im Streitfall zuständige Beschlusskammer 4 im Gegensatz zu der für den Telekommunikationsbereich zuständigen Beschlusskammer 3 die DMS-Datenreihe ungeprüft verwendet habe, ignoriere sie das Vorgehen innerhalb der eigenen Behörde und stelle sich gegen das Ergebnis des von der Beschlusskammer 3 beauftragten Gutachters Prof. Dr. Stehle. Diese lege für die Berechnung der Marktrisikoprämie anstelle eines Weltmarktportfolios lediglich langjährige Renditereihen aus den USA, Großbritannien und Deutschland zu Grunde und ermittle dadurch eine um 0,93 % höhere Marktrisikoprämie. Es sei nicht nachvollziehbar, dass die Bundesnetzagentur im Rahmen der Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze von un-

terschiedlichen Marktrisikoprämien für Telekommunikations- und Energienetze ausgehe. Bei der Marktrisikoprämie handele es sich um einen fundamentalen Marktparameter, der nicht von dem betroffenen Regulierungssektor abhängig sei.

Aus dem Gleichbehandlungsgebot bzw. dem Willkürverbot gemäß Art. 3 Abs. 1, Art. 2 Abs. 1, Art. 20 Abs. 3 GG folge, dass eine Behörde auch bei einem Beurteilungsspielraum oder einem Regulierungsermessen zu gleichmäßiger Behandlung gleich gelagerter Fälle verpflichtet sei. Der verfahrensrechtliche Behördenbegriff sei funktional zu verstehen. Bei den verschiedenen Beschlusskammern der Bundesnetzagentur handle es sich nicht um selbstständige Behörden, was auch durch die grundsätzlich erfolgende Abstimmung zwischen den Beschlusskammern verdeutlicht werde. Darüber hinaus enthielten §§ 27 Abs. 2 und 132 Abs. 5 TKG ein Konsistenzgebot. Die rechtlich erforderliche Abstimmung zwischen den Beschlusskammern der Bundesnetzagentur sei erkennbar nicht erfolgt. Diese hätten vielmehr parallel und voneinander unabhängig inkonsistente und daher rechtswidrige Festlegungen getroffen.

Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie sei zudem eine stärkere Gewichtung des deutschen Kapitalmarktes vorzunehmen. Die nationale und internationale Marktrisikoprämie müssten zumindest mit gleichen Anteilen in die Berechnung einfließen. Dies ergebe sich bereits aus dem Wortlaut des § 7 Abs. 5 Nr. 1 GasNEV. Auch nach Sinn und Zweck der Regelung sei der nationale Kapitalmarkt gleichberechtigt zu berücksichtigen, da die alleinige Verwendung des DMS-Weltportfolios die tatsächlich bestehenden strukturellen Unterschiede zwischen Deutschland und den anderen in die Betrachtung mit einbezogenen Ländern nicht sachgerecht abbilde. Der risikolose Basiszinssatz gehe zweifach in die CAPM-Formel ein. Zum einen werde zur Ermittlung der Marktrisikoprämie von der Aktienmarktrendite der risikolose Zinssatz abgezogen. Zum anderen werde nach Multiplikation der Marktrisikoprämie mit dem Risikofaktor der Wagniszuschlag wieder dem risikolosen Basiszinssatz hinzuaddiert, um den Eigenkapitalzinssatz zu ermitteln. Daher dürfe der risikolose Basiszinssatz nicht auf unterschiedlichen Berechnungen beruhen. Nur die Verwendung eines deutschen risikolosen Zinssatzes berücksichtige die Sichtweise eines deutschen Investors, da nur so die Verhältnisse auf dem nationalen Kapitalmarkt hinreichend abgebildet würden. Die Marktrisikoprämie aus Sicht eines deutschen Investors ergebe sich nicht als Differenz aus der weltweiten Aktienmarktrendite und einer weltweiten Staatsanleihe, sondern der risikolosen Anleihe des Marktes, in dem der Investor beheimatet sei.

Infolge der europäischen Schuldenkrise sei es zu einer deutlich unterschiedlichen Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen gekommen. Risikoaverse Investoren investierten vermehrt in die als sicher angesehenen Bundesanleihen. Infolgedessen seien die Kurse von Bundesanleihen gestiegen und deren Umlaufrendite gesunken. Die Renditen für deutsche Staatsanleihen hätten deutlich unter den Renditen für die USA, Großbritannien und Australien gelegen. Dementsprechend schlugen sich die nach § 7 Abs. 4 GasNEV zu ermittelnden absinkenden risikofreien Zinssätze übermäßig stark auf die Eigenkapitalzinssätze nieder, ohne dass dies in der Marktrisikoprämie auch nur ansatzweise berücksichtigt werde. Aktuelle Analysen der Deutschen Bundesbank belegten die Unangemessenheit der Vorgehensweise der Bundesnetzagentur. Danach zeige sich ein deutlicher Anstieg der nationalen Marktrisikoprämie seit 2004, der mit dem Absinken des risikolosen Zinssatzes einhergehe, so dass die Gesamtmarktrendite während des Zeitraumes 2004-2016 weitgehend konstant bliebe. Eine Anpassung der Marktrisikoprämie vor dem Hintergrund des gesunkenen risikolosen Basiszinssatzes sei geboten und werde für den Bereich der Unternehmensbewertung von dem Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft beim Institut der Wirtschaftsprüfer auch empfohlen. Eine höhere Marktrisikoprämie sei zudem auch im Hinblick auf die gestiegene Volatilität der deutschen und europäischen Aktienkurse begründet. Eine stärkere nationale Betrachtung verdeutliche zudem den wissenschaftlich belegten, inversen Zusammenhang zwischen dem risikolosen Basiszins und der Marktrisikoprämie.

Auch die durchgeführte Mittelwertberechnung sei fehlerhaft. Aufgrund der aktuellen, veränderten Situation der Netzbetreiber sei allein das arithmetische Mittel zu verwenden. Das Vorgehen der Bundesnetzagentur entspreche nicht dem Stand der Wissenschaft und stehe im Widerspruch zur europäischen Regulierungspraxis und zu Empfehlungen der Frontier-Gutachter bei ausländischen Regulierungsbehörden. Das wissenschaftlich allgemein anerkannte CAPM fuße unter anderem auf der so genannten „Random-Walk-Hypothese“ sowie der effizienten Kapitalmarkthypothese, wonach zufällige Ereignisse zufällige kapitalmarktrelevante Informationen produzierten. Danach würden in effizienten Kapitalmärkten diese sofort in den Kursen verarbeitet, so dass keine „Trends“ oder andere stochastische Abhängigkeiten bestünden. Die alleinige Anwendung des geometrischen Mittels würde aber einen Zusammenhang der Vergangenheitswerte aus der Zeitreihe und damit das Auftreten von Trends implizieren. Da

beim arithmetischen Mittel hingegen bei jeder Periode alle Marktrisikoprämien vollständig wieder zur Verfügung stünden, flößen die in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien unkorreliert in die Ermittlung ein, was im Einklang mit dem CAPM und der Realität stehe, denn die Marktrisikoprämie einer Periode treffe keine Vorentscheidung für die nächste Periode. Auch die Beschaffenheit der verwendeten Zeitreihen aus der DMS-Studie zur Schätzung der Marktrisikoprämie spreche gegen eine Verwendung des geometrischen Mittels. Eine solche wäre nur sachgerecht, wenn die Werte untereinander autokorreliert wären. Dies sei indes bei der aktuell verwendeten Datenreihe für die DMS-Weltmarktrisikoprämie nicht der Fall. Die Autoren der DMS-Studie wiesen selbst darauf hin, dass zur Schätzung künftiger Marktrisikoprämien allein das arithmetische Mittel herangezogen werden solle. Zudem sei auch deshalb auf den arithmetischen Mittelwert abzustellen, weil es nach dem nationalen Regulierungsregime und der Regulierungspraxis ausgeschlossen sei, dass die im Eigenkapitalzinssatz enthaltene Marktrisikoprämie zukünftig auch auf thesaurierte Gewinne aus den Vorjahren wirke. Die Verwendung des arithmetischen Mittels sei schließlich auch im Hinblick auf die im Vergleich zur ersten Regulierungsperiode infolge der Finanzmarktkrise veränderten Risiken geboten. In der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die zweite Regulierungsperiode habe die Bundesnetzagentur zu Recht eine durch die Energiewende hervorgerufene Sondersituation Deutschlands berücksichtigt und den Wagniszuschlag dergestalt festgesetzt, dass dieser nahezu dem arithmetischen Mittel entsprochen habe.

Darüber hinaus habe die Bundesnetzagentur den gemäß § 7 Abs. 5 Nr. 2 GasNEV durchzuführenden Vergleich nicht sachgerecht durchgeführt. Durch die isolierte Betrachtung der festgesetzten Eigenkapitalzinssätze ausländischer Regulierungsbehörden missachte die Bundesnetzagentur, dass keine andere Regulierungsbehörde die aktuelle Marktrisikoprämie abgesenkt habe. Im internationalen Vergleich könne eine Marktrisikoprämie von 5 % als allgemein anerkannter Durchschnitt angenommen werden. Es sei rechtsfehlerhaft, dass die Bundesnetzagentur ausschließlich den Eigenkapitalzinssatz nach Steuern mit den Eigenkapitalzinssätzen anderer europäischer Länder vergleiche, denn der Vergleich nach § 7 Abs. 5 Nr. 2 GasNEV diene der Ermittlung des Wagniszuschlages und nicht der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes insgesamt.

Zudem bliebe die unterschiedliche Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen unbeachtet. Eine Berücksichtigung der unterschiedlichen Kapitalstruktur sei aber im Hinblick auf die Anpassung des unverschuldeten Betafaktors geboten. Neben der fehlerhaften Betrachtung der unterschiedlichen Kapitalstruktur erweise sich auch die im Frontier-Gutachten getroffene Auswahl der Vergleichsentscheidungen als unvollständig und verzerrend. Dies gelte insbesondere im Hinblick auf die Einbeziehung von belgischen Entscheidungen. Diese stehe im klaren Widerspruch zu der in dem Gutachten zu den Eigenkapitalzinssätzen für die zweite Regulierungsperiode geäußerten Auffassung. Darüber hinaus bezögen sich 10 der 19 herangezogenen Entscheidungen auf Netzbetreiber, die im öffentlichen Eigentum stünden. Diese Unternehmen müssten sich kein Eigenkapital am Finanzmarkt beschaffen und seien nicht vergleichbar.

Des Weiteren habe die Bundesnetzagentur den Steuerfaktor, mit dem der vor Steuern ermittelte Zinssatz multipliziert werde, falsch berechnet. Die Außerachtlassung der Gewerbesteuer bei der Berechnung des Steuerfaktors habe eine unsachgemäße Kürzung der Eigenkapitalzinssätze zur Folge. Entgegen der Auffassung der Bundesnetzagentur gehe aus § 7 Abs. 6 S. 3 GasNEV nicht hervor, dass für die Berechnung des Steuerfaktors allein auf die Körperschaftsteuer abzustellen sei. Bei den von der Bundesnetzagentur fehlerhaft festgelegten Eigenkapitalzinssätzen handele es sich um Zinssätze nach Gewerbesteuer und vor Körperschaftssteuer, was dem klaren Wortlaut der Vorschrift widerspreche. Dieser differenziere nicht zwischen Körperschafts- und Gewerbesteuer, sondern lege unmissverständlich fest, dass der Eigenkapitalzinssatz vor Steuern zu bestimmen sei.

Der Bundesgerichtshof habe indes entschieden, dass die so genannte „Vom-Hundert-Rechnung“ der Bundesnetzagentur rechtmäßig sei. Danach sei zwangsläufige Folge des rein kalkulatorischen Berechnungsansatzes, dass die Eigenkapitalverzinsung nicht in vollem Umfang erhalten bleibe. Dass die Steuerlast nicht vollumfänglich als Kosten bei der Entgeltermittlung in Ansatz gebracht werden könne, müsse dazu führen, dass der Teil der Steuerlast aus der Gewerbesteuer, der nicht über § 8 GasNEV anerkannt werden könne, über den Steuerfaktor bei den Eigenkapitalzinssätzen in Ansatz gebracht werde.

Methodisch lege die Bundesnetzagentur 100 % der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung nach § 7 GasNEV als Bemessungsgrundlage für die kalkulatorische Gewerbesteuer nach § 8 GasNEV zu Grunde und behandle diese damit wie einen Vorsteuerbetrag. Der Sache nach handele es sich jedoch gerade nicht um einen Vorsteuerbetrag, sondern bereits um einen Nachsteuerertrag, also um einen Betrag nach Gewerbesteuer. Dies beruhe auf der Fiktion des § 8 GasNEV, dass auf die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung bereits Gewerbesteuer gezahlt worden sei. Im Ergebnis führe die von der Bundesnetzagentur angewandte „Vom-Hundert-Rechnung“ auf die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung systematisch zu einer zu geringen ermittelten kalkulatorischen Gewerbesteuer. Allein die so genannte „Im-Hundert-Rechnung“ berücksichtige mathematisch zutreffend den Umstand, dass es sich bei der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung als Grundlage zur Berechnung der kalkulatorischen Gewerbesteuer bereits um einen Betrag nach Gewerbesteuer handele.

Die Bundesnetzagentur habe zudem den Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen gemäß § 7 Abs. 4 S. 2 GasNEV rechtswidrig zu niedrig ermittelt. Die Preisänderungsrate in Höhe von 1,46 % sei unmittelbar von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen vor Steuern in Abzug zu bringen. Soweit der erkennende Senat im Gegensatz dazu für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze in der ersten Regulierungsperiode aus der systematischen Stellung des § 7 Abs. 4 S. 2 GasNEV abgeleitet habe, dass der Abzug der Preisänderungsrate von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen nach Steuern zu erfolgen habe, habe er fehlerhaft angenommen, dass § 7 Abs. 4 S. 1 GasNEV nur der Bestimmung eines Eigenkapitalzinssatzes nach Steuern diene, der erst durch die Regelung in § 7 Abs. 6 GasNEV zu einem Eigenkapitalzinssatz vor Steuern werde. Jedoch enthalte § 7 Abs. 6 GasNEV keine Vorgaben zur Bestimmung eines Vorsteuerzinssatzes, sondern regele lediglich die Eigenkapitalzinssätze bis zur erstmaligen Festlegung durch die Bundesnetzagentur. Auch eine am Gesetzeszweck orientierte Auslegung ergebe, dass sich der in § 7 Abs. 4 S. 2 GasNEV vorgesehene Abzug der Preisänderungsrate nur auf den Eigenkapitalzinssatz vor Steuern beziehen könne, da § 7 GasNEV für Altanlagen, die vor dem 01.01.2006 aktiviert worden seien, eine Berechnung nach dem Prinzip der Nettosubstanzerhaltung vorsehe. Damit die in den Tagesneuwerten enthaltene Inflationsrate nicht doppelt verrechnet werde, sehe § 7 Abs. 4 S. 2 GasNEV den Abzug der Preisänderungsrate vor. Obwohl nur ein 40 %iger Anteil der Altanlagen anhand von Tagesneuwerten inflationär bewertet werde, werde für 100

% der Altanlagen der Eigenkapitalzinssatz um die Preisänderungsrate bereinigt. Bei der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen werde die Preisänderungsrate damit in deutlich größerem Umfang berücksichtigt als bei der Ermittlung des betriebsnotwendigen Eigenkapitals. Durch die von der Bundesnetzagentur vorgenommene Anwendung der Preisänderungsrate auf den Eigenkapitalzinssatz nach Steuern werde dieser für die Beschwerdeführerin nachteilige Effekt noch verstärkt. Darüber hinaus sei es methodisch inkonsistent, zunächst einen Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen vor Steuern festzulegen, für die Berechnung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen die Preissteigerungsrate jedoch von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen nach Steuern abzuziehen und erst im nächsten Schritt die Erhöhung um die Körperschaftssteuer vorzunehmen.

Mit der Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen in Höhe von 5,12 % weiche die Beschlusskammer zudem in nicht nachvollziehbarer Weise von der Berechnungsmethodik der für Telekommunikation zuständigen Beschlusskammer 3 ab. Diese lege der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen eine Berechnungsweise zu Grunde, bei der die Inflationsrate auf der Vor-Steuer-Ebene in Abzug gebracht werde.

Die Bundesnetzagentur unterlasse zudem die rechtlich gebotene Gesamtbetrachtung. Insbesondere habe sie es versäumt, die Auswirkungen der von ihr festgelegten Eigenkapitalzinssätze auf die Investitionsfähigkeit der Netzbetreiber zu untersuchen. Im Rahmen einer solchen Untersuchung hätte sie festgestellt, dass die deutlich abgesenkten Zinssätze nicht mehr geeignet seien, den rechtlichen Verpflichtungen zum Netzausbau und zur Aufrechterhaltung der Versorgungssicherheit gerecht zu werden. Die deutlich zu niedrig festgelegten Eigenkapitalzinssätze führten zu einer verminderten Investitionsbereitschaft und Investitionsfähigkeit und damit unweigerlich zu Verzögerungen im notwendigen Netzausbau.

Die Beschwerdeführerin beantragt,

den Beschluss der Bundesnetzagentur vom 05.10.2016, Az. BK4-16-161 aufzuheben und die Bundesnetzagentur analog § 113 Abs. 5 S. 2 VwGO zu verpflichten, eine Neubescheidung unter Beachtung der Rechtsauffassung des Gerichts zu erlassen.

Die Bundesnetzagentur beantragt,
die Beschwerde zurückzuweisen.

Sie verteidigt die angegriffene Festlegung unter Wiederholung und Vertiefung ihrer Gründe.

Entgegen den Ausführungen der Beschwerdeführerin stehe die Vorgehensweise zur Bestimmung der Umlaufrendite anhand des Durchschnitts der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten im Einklang mit den Vorgaben des § 7 Abs. 4 GasNEV. Angesichts der gefestigten Rechtsprechung des Senats und des Bundesgerichtshofs sei der Einwand der Beschwerdeführerin, die Bundesnetzagentur hätte bei den Restlaufzeiten differenzieren müssen und nur Wertpapiere mit höherer Restlaufzeit berücksichtigen dürfen, überholt.

Zu Unrecht mache die Beschwerdeführerin geltend, dass die Marktrisikoprämie rechtsfehlerhaft bestimmt worden sei. Ihre Kritik an der Herleitung der Marktrisikoprämie auf der Grundlage historischer Zeitreihen für verschiedene Länder sei unbegründet. Zwar habe sich sowohl die Zusammensetzung als auch die Gewichtung des weltweiten Portfolios in der zu Grunde liegenden Datenquelle von DMS seit der letzten Festlegung der Eigenkapitalzinssätze geändert. Verbesserungen in der Datengrundlage hätten zu einer Korrektur der Bewertung der Marktrisikoprämie geführt. Insbesondere sei die Einbeziehung der Datenreihen von Russland und China sachgerecht. Die Hinzunahme weiterer Länder sei grundsätzlich zu begrüßen, da hierdurch eine möglichst hohe Marktkapitalisierung abgedeckt werden könne, so dass die Weiterentwicklung der zugrunde liegenden Datenbasis sich immer mehr dem angestrebten Ideal des weltweiten Portfolios annähere. Durch die Aufnahme von Russland und China könne zudem die nach oben verzerrte Entwicklungserwartung korrigiert werden, die darauf basiere, dass in den Zeitreihen erfolgreiche Akteure überproportional abgebildet würden (survivorship bias). Mit Russland und China würden nunmehr zwei Akteure berücksichtigt, in denen Anleger ihr gesamtes Vermögen verloren hätten. Dies sei zuvor „händisch“ geschehen. Ferner hätten Russland und China zumindest zeitweise plausible Zielre-

gionen für Investoren dargestellt. Verluste stellten keinen Grund dafür dar, diese Länder aus der Betrachtung herauszunehmen. Über den langen Betrachtungszeitraum würden solche kurzfristig auftretenden Entwicklungen geglättet, so dass keine Überbewertung dieser Entwicklung im Rahmen der Marktrisikoprämie statfinde. Schließlich wiesen Russland und China eine hohe Marktkapitalisierung auf, so dass ihre Herausnahme auch aus diesem Grund nicht sachgerecht erscheine.

Zurückzuweisen sei die Auffassung der Beschwerdeführerin, die Bundesnetzagentur habe gegen den Grundsatz der Selbstbindung der Verwaltung verstoßen, weil sie bei der Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze im Energiebereich erheblich von der Ermittlungsmethodik im Telekommunikationsbereich abgewichen sei. Unabhängig davon, ob dieser Grundsatz im Streitfall einschlägig sei, könnten sachliche Gründe für eine Abweichung von der bisherigen Entscheidungspraxis vorliegen. Die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze im Energiebereich sei im Hinblick auf die unterschiedlichen Prüfungs- und Abwägungsanforderungen im Vergleich zum Telekommunikationsbereich nicht unbedingt einheitlich vorzunehmen. Es gebe nicht die eine richtige Methode zur Berücksichtigung der Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten. Die Beschwerdeführerin habe nicht dargelegt, dass der von der Beschlusskammer 3 auf Grundlage der Empfehlungen von Prof. Dr. Stehle gewählte Ansatz gegenüber der der angefochtenen Festlegung zugrunde liegenden Datenauswahl so deutlich überlegen sei, dass die gewählte Vorgehensweise nicht mehr als mit den gesetzlichen Vorgaben vereinbar angesehen werden könne.

Die Argumentation der Beschwerdeführerin, wonach bei der Festsetzung der Zinssätze die Verhältnisse auf den nationalen Kapitalmärkten nicht ausreichend berücksichtigt worden seien, gehe fehl. Dies erfolge vielmehr in Bezug auf jeden der in der DMS-Datenquelle einbezogenen 23 Kapitalmärkte. Zugleich würden die Verhältnisse auf den internationalen Kapitalmärkten in der DMS-Datenquelle über die nationalen Kapitalmarktdaten und durch die Einbeziehung der einzelnen nationalen Kapitalmärkte abgebildet. Die Entwicklungen der nationalen Kapitalmarktdaten würden nicht nur durch nationale Ereignisse, sondern auch durch Ereignisse auf anderen nationalen Kapitalmärkten beeinflusst. Diese Rückkoppelungen und Interaktionen spiegeln sich in den in die Datenquelle einbezogenen Kapitalmarktdaten wider. Zudem seien auch etwaige Schließungen von Kapitalmärkten und ihre Bedeutung zu berücksichtigen.

Die Annahme der Beschwerdeführerin, dass eine gleichwertige Gewichtung der Kapitalmarktverhältnisse in Deutschland und der Welt zu erfolgen habe, beruhe auf einem unzutreffenden Verständnis des § 7 Abs. 5 Nr. 1 GasNEV, dessen eindeutiger Wortlaut bereits gegen eine gleichgewichtete Berücksichtigung des deutschen Kapitalmarktes spreche. Auch nach dem Sinn und Zweck der Vorschrift seien nicht die Gegebenheiten des deutschen Marktes einerseits und des internationalen Marktes andererseits zu berücksichtigen. Vielmehr werde durch den wertungs- und gewichtungsfreien Wortlaut des § 7 Abs. 5 Nr. 1 GasNEV sichergestellt, dass im Sinne der Robustheit der Analysen einerseits politische und wirtschaftliche Entwicklungen innerhalb eines Landes wie Deutschland berücksichtigt, andererseits durch eine weltweite Analyse temporäre historische nationale Sondereinflüsse weniger stark betont würden. Bei der Gewichtung der länderspezifischen Marktrisikoprämien sei maßgeblich gewesen, dass die deutsche Datenreihe aufgrund von Weltkriegen und nachfolgenden Wirtschaftsaufschwüngen erhebliche Verzerrungen aufweise und ihre alleinige Heranziehung somit weiterhin nicht angemessen sei.

Soweit die Beschwerdeführerin auf eine inverse Beziehung zwischen Marktrisikoprämie und Basiszinssatz verweise, könne ein eindeutig positiver oder negativer Zusammenhang nicht festgestellt werden. Insbesondere sei die Studie von Hoffjan/Posch nicht geeignet, einen solchen Zusammenhang nachzuweisen. Die dort beschriebenen Ergebnisse seien nicht robust, wie Hoffjan/Posch selbst bestätigten. Zudem weise die Studie methodische Fehler auf. Die von der Beschwerdeführerin des Weiteren herangezogenen Stellungnahmen seien gleichfalls ungeeignet, einen inversen Zusammenhang zu belegen.

Der von ihr gewählte Ansatz, die Marktrisikoprämie in der Mitte der Bandbreite aus geometrischem und arithmetischem Mittel festzulegen, sei ebenfalls sachgerecht. Aus akademischer Sicht habe sich insoweit keine Mehrheitsmeinung etabliert. Da es bei der CAPM-Logik um die Bestimmung der zukünftigen Marktrisikoprämie gehe, sei für die Wahl des Mittelwerts einzig und allein relevant, ob eben diese zukünftigen Prämien Autokorrelation aufwiesen. Da die zukünftigen Renditen per Definitionem nicht beobachtbar seien, ließen sich schwerlich Aussagen zu den statistischen Eigenschaften treffen. Zudem liege bezüglich der Autokorrelation von Renditen unterschiedliche Evidenz vor. Auch überzeuge das weitere Argument der Beschwerdeführerin, wonach der

arithmetische Mittelwert zu verwenden sei, da eine eigenkapitalwirksame Thesaurierung von Eigenkapitalzinsen aus den Vorjahren auszuschließen sei, bereits im Ansatz nicht. Die von der Beschwerdeführerin aufgeworfene Fragestellung zu den thesaurierten Gewinnen betreffe die Ermittlung der Verzinsungsbasis und nicht die Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze bzw. die Ableitung einer Marktrisikoprämie.

Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführerin sei es unerheblich, ob andere Regulierungsbehörden die Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite festgelegt hätten. Ausländische Regulierungsbehörden trafen ihre Entscheidungen im jeweiligen nationalen regulierungspolitischen Kontext.

Soweit die Beschwerdeführerin die besondere wirtschaftliche und politische Bedeutung Deutschlands in der Eurozone betone, spiegle sich diese Besonderheit gerade in der Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes wider. Es sei nicht nachvollziehbar, inwiefern der niedrige Basiszinssatz zu einer wesentlich höheren Marktrisikoprämie führen solle. Der von der Beschwerdeführerin unterstellte inverse Zusammenhang zwischen Marktrisikoprämie und Umlaufrendite bestehe nicht. Auch die von der Beschwerdeführerin angeführte gestiegene Marktvolatilität aufgrund der Entscheidung Großbritanniens zum EU-Austritt führe nicht zu einer anderweitigen Einschätzung in Bezug auf die Marktrisikoprämie. Kurzfristige Veränderungen der Marktvolatilität seien nicht zu beachten, vielmehr berücksichtige die weltweite Marktrisikoprämie wesentliche Ereignisse mit dauerhaften Auswirkungen.

Die Einwände der Beschwerdeführerin gegen den vorgenommenen Vergleich ausländischer Eigenkapitalzinssätze seien gleichfalls unbegründet. Die Beschwerdeführerin verkenne den Sinn und Zweck dieses Vergleichs, der allein der Plausibilisierung und Bestätigung der Verhältnismäßigkeit der festgelegten Zinshöhe diene. Im Rahmen der Anwendung des CAPM seien innerhalb der Bestimmung des Risikofaktors die Betreiber von Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten im Sinne des § 7 Abs. 5 Nr. 2 GasNEV berücksichtigt worden. Dass darüber hinaus eine Vergleichsbetrachtung der Eigenkapitalzinssätze ausländischer Energieversorgungsunternehmen vorzunehmen sei, lasse sich aus § 7 Abs. 5 Nr. 2 GasNEV nicht ableiten. Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführerin sei zudem bei einem Vergleich der durch andere

Regulierungsbehörden festgelegten Eigenkapitalzinssätze eine Anpassung der Kapitalstruktur an die deutschen Vorgaben nicht angezeigt. Sollte die Verzinsung des Eigenkapitals von Netzbetreibern im Ausland die Vergleichsbasis bilden, seien vielmehr nur die reinen, nicht korrigierten Eigenkapitalzinssätze relevant. Gegen den von der Beschwerdeführerin geforderten Vergleich der Marktrisikoprämien spreche zum einen der Wortlaut der Verordnung, zum anderen sei die isolierte Betrachtung einzelner Bestandteile des Eigenkapitalzinssatzes auch nicht zielführend. Bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie und weiterer Komponenten des Eigenkapitalzinssatzes würden verschiedene Vorgaben des jeweiligen nationalen Rechtsrahmens berücksichtigt und folglich unterschiedliche Ansätze verfolgt.

Die Einwendungen gegen die Auswahl der Vergleichsländer seien unbegründet, denn es sei ein weiterer Vergleich unter Verwendung der Quellenangaben von NERA vorgenommen worden. Auch die weitere Rüge der Beschwerdeführerin, es seien zu viele belgische Entscheidungen einbezogen worden, gehe fehl. Es sei keine Gewichtung oder Mittelung der einbezogenen Werte erfolgt, sondern eine Ableitung der Bandbreite der Zinssätze. Auch Widersprüche zum Gutachten Frontier ergäben sich nicht.

Sofern ausländische Regulierungsbehörden höhere Marktrisikoprämie gewählt hätten, stehe dem regelmäßig ein niedrigerer Risikofaktor gegenüber. Zudem träfen andere Regulierungsbehörden ihre Entscheidung unter Berücksichtigung der jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen und sonstiger relevanter Faktoren.

Auch der Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen sei rechtsfehlerfrei berechnet. Gegen einen Abzug der Preisänderungsrate von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen vor Steuern spreche die Systematik der GasNEV. Danach seien zur Ermittlung der kalkulatorischen Kostenpositionen die Konzepte der Nettosubstanzerhaltung und der realen Kapitalerhaltung vorgesehen. Diese unterschieden sich in der Behandlung der Preisänderungsrate. Das Konzept der Nettosubstanzerhaltung berücksichtige die Preisänderung bei der Bestimmung der Abschreibungen auf Tagesneuwertbasis über entsprechende Preisindizes. Die Preisänderung sei somit Teil einer kalkulatorischen Aufwandsposition und werde folglich bei der Bestimmung des kalkulatorischen Gewinns nicht berücksichtigt. Dementsprechend werde die Preisänderungsrate auch nicht besteuert. Dagegen stelle das Konzept der realen Kapitalerhaltung bei der Bestimmung

der kalkulatorischen Abschreibungen auf die historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten ab. Die Preisänderung werde bei der Eigenkapitalverzinsung berücksichtigt. Damit sei die Preisänderungsrate ein Teil des kalkulatorischen Gewinns und werde entsprechend einer Besteuerung zugeführt. Das von der Beschwerdeführerin vorgeschlagene Vorgehen unterstelle bei der Ermittlung der realen Werte einen zu hohen Steuerbestandteil, als er kalkulatorisch anzusetzen sei. Unerheblich sei, dass die Beschlusskammer 3 bei ihrer Berechnung des Eigenkapitalzinssatzes einen nominalen kalkulatorischen Vorsteuerzinssatz zugrunde gelegt habe, der um die Inflationsrate zu kürzen sei. Anders als in § 32 TKG ergäben sich in § 7 Abs. 4 und 6 GasNEV konkrete Anhaltspunkte, dass im Energiebereich Ausgangspunkt ein Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen nach Steuern sei.

Zurückzuweisen sei auch der weitere Einwand der Beschwerdeführerin, wonach der Steuerfaktor mit 1,225 zu niedrig berechnet sei. Das Vorgehen der Bundesnetzagentur entspreche den Vorgaben der einschlägigen Rechtsprechung. Auch die Argumentation der Beschwerdeführerin, der Teil der Steuerlast aus der Gewerbesteuer, der nicht über § 8 GasNEV anerkannt werde, müsse über den Steuerfaktor bei dem Eigenkapitalzinssatz in Ansatz gebracht werden, verfange nicht. Vielmehr habe der Bundesgerichtshof mit Beschlüssen vom 10.11.2015 (EnVR 26/14) und vom 25.04.2017 (EnVR 57/15) die Vorgehensweise der Bundesnetzagentur bei der Berechnung der Gewerbesteuer gemäß § 8 GasNEV bestätigt. Somit unterliege die Beschwerdeführerin keiner weiteren „Steuerlast“, die über die Festlegung der Eigenkapitalzinssatz in Ansatz gebracht werden müsste.

Die Bundesnetzagentur habe im Rahmen der Vorgaben des § 7 Abs. 5 Nr. 1 und Nr. 3 GasNEV entgegen der Rüge der Beschwerdeführerin eine Gesamtbetrachtung des Eigenkapitalzinssatzes vorgenommen und in diesem Zusammenhang auch die aktuellen Verhältnisse auf den Kapitalmärkten berücksichtigt. Unter anderem sei anhand einer Risikoanalyse geprüft worden, ob nunmehr Risiken bestünden, die unter Berücksichtigung des aktuellen Regulierungsrahmens eine negative Wirkung entfalten könnten und ob diese Risiken durch die gegebenen Rahmenbedingungen aufgefangen und neutralisiert würden. Zudem habe sie die von den Übertragungsnetzbetreibern im Rahmen der Konsultation vorgetragenen wachstumsbedingten und technischen Risiken sowie Risiken aus der Übertragung von Umlagen oder neuen Aufgaben untersucht

und überprüft, ob über die vorhergehende Bestimmung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse hinausgehende Aspekte zu berücksichtigen seien. Hierbei sei insbesondere die Sondersituation aufgrund der Energiewende betrachtet worden. Letztendlich sei unter Berücksichtigung der aktuellen und zu erwartenden Kapitalmarktentwicklungen und vor dem Hintergrund der Geltungsdauer der streitgegenständlichen Festlegung keine Korrektur des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse notwendig.

Der Senat hat durch Beweisbeschluss vom 20.07.2017, ergänzt durch den Beschluss vom 17.01.2018, ein für 29 Musterverfahren betreffend Beschwerden gegen die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für Strom- und Gasnetzbetreiber für die dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung einheitlich gestaltetes Sachverständigengutachten eingeholt. Zum Ergebnis der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten der Sachverständigen Prof. Dr. J. und R. vom 30.11.2017 und auf die mündlichen Ausführungen der Sachverständigen Prof. Dr. J., R. und P. (Protokoll der öffentlichen Sitzung vom 17.01.2018) verwiesen. Der Senat hat eine gemeinsame mündliche Verhandlung für die Musterverfahren durchgeführt.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstands wird auf die zwischen den Beteiligten gewechselten Schriftsätze mit Anlagen, den beigezogenen Verwaltungsvorgang und das Protokoll der Senatssitzung Bezug genommen.

B.

Die zulässige Beschwerde hat in der Sache Erfolg. Der angefochtene Beschluss vom 5. Oktober 2016, mit dem die Beschlusskammer 4 der Bundesnetzagentur für die Dauer der dritten Regulierungsperiode in der Anreizregulierung für Neuanlagen einen Eigenkapitalzinssatz in Höhe von 6,91 % vor Steuern und für Altanlagen einen Eigenkapitalzinssatz in Höhe von 5,12 % vor Steuern festgelegt hat, ist rechtswidrig. Die Bundesnetzagentur hat die Höhe des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse im Sinne des § 7 Abs. 5 Strom-NEV/GasNEV rechtsfehlerhaft ermittelt. Die Beschwerde führt zur Aufhebung der angefochtenen Festlegung und zur Verpflichtung der Bundesnetzagentur, erneut über die Festsetzung

von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für die Dauer der dritten Regulierungsperiode zu entscheiden.

I. Die erhobene Verpflichtungsbeschwerde ist statthaft, weil ein Anspruch der Beschwerdeführerin als Netzbetreiberin auf Neufestlegung der Eigenkapitalverzinsung unter Beachtung der Rechtsauffassung des Gerichts in Betracht kommt.

Der Anspruch des Netzbetreibers auf eine regulierungsbehördliche Festlegung der Eigenkapitalverzinsung beruht auf § 7 Abs. 6 S. 1 StromNEV/GasNEV. Die Vorschrift gibt vor, dass die Regulierungsbehörde vor Beginn der Regulierungsperiode über die Eigenkapitalverzinsung zu entscheiden hat. Eine Entscheidung über die Eigenkapitalverzinsung erst im Rahmen der konkreten Erlösobergrenzenfestsetzung ist unzulässig.

II. Die Beschwerde ist begründet. Die Bundesnetzagentur hat den Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse im Sinne des § 7 Abs. 5 StromNEV/GasNEV methodisch fehlerhaft ermittelt und festgesetzt.

§ 21 Abs. 2 S. 1 EnWG sieht vor, dass die Entgelte unter Berücksichtigung einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals gebildet werden. Der Umfang der Eigenkapitalverzinsung ist von zentraler Bedeutung für die Netzkosten und damit für die Höhe der Netzentgelte (Mohr in: BerlK-EnR, § 7 StromNEV, Rn.1; Egger/Tönnies, EWeRK 2016, 362, 364).

Mit der Vorschrift soll gesichert werden, dass überhaupt hinreichend Eigen- und Fremdkapital für die Investition in die Netze zur Verfügung steht (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 61/08 (V), Rn. 81 bei juris; Mohr in: BerlK-EnR, § 7 StromNEV, Rn.10; Büdenbender, RdE 2008, 69, 72). Das Tatbestandsmerkmal „angemessen“ bezieht sich nicht pauschal auf die Entgeltbildung, sondern konkret auf die Verzinsung des eingesetzten Kapitals (Büdenbender, Kostenorientierte Regulierung von Netzentgelten, S. 29). Eine angemessene Verzinsung bedeutet, dass die Kapitalgeber für das eingesetzte Kapital eine Rendite erhalten, die sie veranlasst, das Kapital in dem Unternehmen zu belassen und Anreize für weitere Investitionen in das Unternehmen und die Netzinfrastruktur setzt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21.01.2016, VI-5 Kart 33/14 (V), Rn. 106 bei juris; Büdenbender, Die Angemessenheit der Eigen-

kapitalrendite im Rahmen der Anreizregulierung von Netzentgelten in der Energiewirtschaft, S. 37; Säcker/Böcker, Entgeltkontrolle als Bestandteil einer sektorübergreifenden Regulierungsdogmatik, S. 69, 106; Säcker/Meinzenbach, in: BerlK-EnR, § 21, Rn. 165; Groebel, in: B/H/H, § 21, Rn. 128; Schütte in: Kment, Energiewirtschaftsgesetz, § 21, Rn. 96; Berndt, Die Anreizregulierung in den Netzwirtschaften, S. 92, 131; Lippert, RdE 2009, 353, 359). Die Frage der angemessenen Verzinsung des eingesetzten Kapitals ist mit Rücksicht auf die erforderliche Investitionsfähigkeit und die Sicherstellung der Leistungsfähigkeit des Netzbetriebs zu beantworten (Theobald/Zenke/Lange, in: S/T, § 17, Rn. 39). Die Sicherstellung der Leistungsfähigkeit von Energieverteilungsanlagen entsprechend dem Ziel des § 1 Abs. 2 EnWG setzt voraus, dass der Investor für Investitionen, die der Erhaltung und dem bedarfsgerechten Ausbau im Sinne der gesetzlichen Zielsetzung nach § 11 EnWG dienen, auf eine angemessene Rendite vertrauen kann (BGH, Beschluss vom 14.08.2008, KvR 39/07, Rn. 39 bei juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 61/08 (V), Rn. 81 bei juris; Mohr in: BerlK-EnR, § 7 StromNEV, Rn.10). Dazu gehört eine risikoadäquate Bewertung, also die Einbeziehung der unternehmerischen Risikofaktoren (OLG Düsseldorf, a.a.O., Mohr, a.a.O.; Müller, N&R 2008, 53, 56).

1. Entgegen der von einem Teil der Beschwerdeführer vertretenen Auffassung ist die Vorgehensweise der Bundesnetzagentur bei der Bestimmung der Umlaufrenditen (risikoloser Zinssatz/Basiszinssatz) allerdings nicht zu beanstanden. Die Bundesnetzagentur hat entsprechend der Regelung in § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV/GasNEV den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere bestimmt und dabei einen Wert von 2,49 % erhalten.

1.1. Die Bundesnetzagentur hat die Entscheidung am 05.10.2016 und damit vor dem Beginn der dritten Regulierungsperiode, die für Gasnetzbetreiber am 01.01.2018 begonnen hat und für Stromnetzbetreiber am 01.01.2019 beginnen wird, getroffen. Die Ermittlung des risikolosen Zinssatzes erfolgte auf Basis der Daten der Kalenderjahre 2006 bis 2015.

Damit entspricht der zeitliche Vorlauf der angefochtenen Festlegung mit daraus folgenden Auswirkungen auf den zeitlichen Vorlauf der für die Bemessung des Basiszinssatzes einbezogenen Daten dem zeitlichen Vorlauf der Festlegung für die zweite

Regulierungsperiode. Das letzte in die Durchschnittsbildung für die Berechnung des risikolosen Zinssatzes einbezogene Jahr endet für die dritte Regulierungsperiode – wie bei der vorangegangenen Regulierungsperiode – zwei Jahre (Gas) und drei Jahre (Strom) vor Beginn der jeweiligen Regulierungsperiode. Hätte die Bundesnetzagentur die Eigenkapitalzinssätze erst in dem der jeweiligen Regulierungsperiode vorangehenden Kalenderjahr bestimmt, würde dies zu einer Absenkung des Durchschnitts der Umlaufrenditen führen. Denn durch die frühe Bestimmung der Eigenkapitalzinssätze fließen die zinsstarken Kalenderjahre 2006 bis 2007 in die Berechnung ein, seit der Finanzkrise im Jahr 2009 sind die Umlaufrenditen jedoch stark gesunken.

In seiner Entscheidung über die Eigenkapitalverzinsung für die zweite Regulierungsperiode hat der Senat die Frage offen gelassen, welcher zeitliche Abstand zwischen Festlegung der Zinssätze und Beginn der Regulierungsperiode noch angemessen ist (Senat, Beschluss vom 17.05.2017, VI-3 Kart 459/11 (V), Rn. 43 bei juris). Eine Entscheidung der Streitfrage ist auch für die hier streitgegenständliche dritte Regulierungsperiode nicht erforderlich. Denn im Rahmen der zu treffenden Prognoseentscheidung erfolgt nach der getrennten Ermittlung der Umlaufrenditen und des Wagniszuschlags eine Gesamtplausibilisierung der Eigenkapitalzinssatzhöhe. Für den Fall, dass sich die ermittelte Eigenkapitalzinssatzhöhe im Hinblick auf die zu betrachtende Regulierungsperiode als unangemessen hoch darstellt, ist eine Korrektur des Wagniszuschlags bzw. der Marktrisikoprämie vorzunehmen. Dies ist für die dritte Regulierungsperiode nach den überzeugenden Ausführungen der Sachverständigen Prof. Dr. J. und R. – insoweit wird auf die folgenden Ausführungen des Senats zur Marktrisikoprämie Bezug genommen - in ihrem schriftlichen Gutachten vom 30. November 2017 der Fall. Diese ermitteln zum Stichtag 31.12.2015 isoliert eine Marktrisikoprämie von 6,25 %, die multipliziert mit dem Risikofaktor von 0,83 % einen Wagniszuschlag von 5,19 % ergeben würde. Vor dem Hintergrund des Kontextes der Regulierungsvorschriften, die eine Basiszinsableitung über einen historischen 10-Jahres-Durchschnitt vorsehen, schlagen sie dann jedoch die Fortschreibung der Marktrisikoprämie der ersten und zweiten Regulierungsperiode von 4,55 % vor, um zu einem ihrer Ansicht nach insgesamt angemessenen Eigenkapitalzinssatz von 6,27 % zu kommen.

Der Vorgehensweise der Sachverständigen ist – unabhängig von der Frage, ob die von ihnen vorgenommene Bestimmung eines Eigenkapitalzinssatzes zu einem angemessenen Ergebnis führt - zumindest insoweit zuzustimmen als sich der Gesamtwert der Eigenkapitalzinshöhe im Rahmen der gesetzlichen und verordnungsrechtlichen

Vorgaben, also insbesondere vor dem Hintergrund des in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG formulierten Ziels einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals, halten muss. Dies ergibt sich aus der Entscheidung des Bundesgerichtshofs zur Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste Regulierungsperiode, in der der Bundesgerichtshof (Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 39/13 Rn. 80, bei juris, Thyssengas GmbH) ausführt, es könne für diesen Fall dahinstehen, ob eine von einzelnen Aspekten losgelöste Gesamtabwägung zu erfolgen habe. Die Entscheidung der Regulierungsbehörde sei rechtsfehlerfrei, wenn sie sich anerkannter wissenschaftlicher Methoden bediene und diese in Einklang mit den Vorgaben aus § 21 Abs. 2 EnWG und § 7 Abs. 5 StromNEV/GasNEV anwende und keine konkreten Anhaltspunkte dafür feststellbar seien, dass die sich hieraus ergebende Höhe der Eigenkapitalverzinsung gleichwohl das Ziel einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals verfehle.

Die angefochtene Festlegung ist entgegen im Rahmen des Verfahrens vorgebrachter Einwände aber auch im Hinblick auf ihren Beschlusszeitpunkt mit den Vorschriften des § 7 Abs. 6 und Abs. 4 StromNEV/GasNEV vereinbar. Insbesondere lässt sich aus dem Wortlaut der Vorschriften nicht herleiten, dass eine Festlegung erst in dem Jahr, das der Regulierungsperiode unmittelbar vorangeht, erlassen werden darf. § 7 Abs. 6 StromNEV/GasNEV regelt die Festlegungsbefugnis der Regulierungsbehörde. Nach dem Wortlaut dieser Vorschrift ist die Festlegung „vor“ Beginn der Regulierungsperiode zu erlassen. Eine Beschränkung des Inhalts, dass die Festlegung erst in dem der Regulierungsperiode unmittelbar vorangehenden Jahr erlassen werden darf, ist dem Wortlaut der Vorschrift nicht zu entnehmen. § 7 Abs. 4 StromNEV/GasNEV regelt weiter, dass die herangezogenen Daten die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre umfassen. Hieraus ist aber nur zu folgern, dass die Datenbasis bis zu dem Kalenderjahr, das der Festlegung unmittelbar vorangeht, einzubeziehen ist. Eine Regelung des Festlegungszeitpunkts enthält die Vorschrift nicht. Soweit der Ordnungsgeber aber der Regulierungsbehörde einen bestimmten Handlungszeitraum vorgeben wollte, hat er dies in anderen Vorschriften ausdrücklich bestimmt. Dies ist z. B. in § 6 Abs. 1 S. 3 ARegV der Fall, der vorsieht, dass die Kostenprüfung im „vorletzten Kalenderjahr vor Beginn der Regulierungsperiode auf Grundlage der Daten des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres“ zu erfolgen hat.

Allerdings führt dies nicht dazu, dass die Bundesnetzagentur den Festlegungszeitpunkt frei wählen kann. § 7 Abs. 4 StromNEV stellt eine Ausgestaltung des Angemessenheitsgebots gemäß § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG dar. Die angemessene Verzinsung hat sich an den Marktgegebenheiten, die sich im Zeitverlauf ändern, zu orientieren. Dies führt dazu, dass die Festlegung der Eigenkapitalverzinsung nicht so weit vorverlegt werden darf, dass keine belastbare Prognoseentscheidung für die betroffene Regulierungsperiode möglich ist. Der Zeitpunkt der Festlegung muss sich vor dem Hintergrund der in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG genannten Regulierungsziele an sachlichen Erwägungen orientieren. Der Sachverständige J. hat sich für die angefochtene Festlegung in seiner mündlichen Anhörung dahingehend geäußert, dass der Zeitraum, aus dem Daten herangezogen würden, relativ weit zurückliege, aus ökonomischer Sicht aber keine Gründe ersichtlich seien, warum dies nicht sachgerecht sei. Dem folgt der Senat.

1.2. Es ist nicht zu beanstanden, dass die Bundesnetzagentur bei der Bestimmung der durchschnittlichen Umlaufrendite eine Gesamtbetrachtung der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten vorgenommen hat und die entsprechenden Daten der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank (April 2016, S. 36, Tabelle 7b), Spalte „Insgesamt“) zugrunde gelegt hat. Über die Spalte „Insgesamt“ erfolgt insofern eine Gesamtbetrachtung von Umlaufrenditen, als diese eine große Bandbreite an mittleren Restlaufzeiten und verschiedene Wertpapierarten berücksichtigt (vgl. Rn. 45 des Gutachtens mit Verweis auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Januar 2016, S. 36). Damit sind grundsätzlich Laufzeiten von bis zu 55 Jahren umfasst (vgl. Rn. 45 des Gutachtens mit Verweis auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Januar 2016, S. 28). Diese Vorgehensweise zur Bestimmung der Umlaufrenditen hat die Bundesnetzagentur bereits in den vorangehenden Festlegungen zur Bestimmung der Eigenkapitalzinssätze angewandt.

Mit der Formulierung des „auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten“ in § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV hat der Verordnungsgeber keine Beschränkung dergestalt vorgenommen, dass nur Wertpapiere mit längeren Laufzeiten bzw. Restlaufzeiten bei der Ermittlung der durchschnittlichen Rendite heranzuziehen sind. Mit den auch im vorliegenden Verfahren vorgebrachten Einwänden, es seien nur Umlaufrenditen mit längerer Restlaufzeit

anzusetzen, hat sich der Senat bereits in seinen Entscheidungen zur ersten und zweiten Regulierungsperiode auseinandergesetzt und diese zurückgewiesen (vgl. zuletzt Senat, Beschluss vom 17.05.2017, VI-3 Kart 459/11, Rn. 44 ff. bei juris m.w.N.). Der Bundesgerichtshof hat sich in einer Entscheidung betreffend die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für Elektrizitätsversorgungsnetzbetreiber für die erste Regulierungsperiode ebenfalls bereits mit der Frage auseinandergesetzt, ob in die Durchschnittsbetrachtung nur Wertpapiere mit längeren Restlaufzeiten einzubeziehen seien, und dies abgelehnt (BGH, Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 42/13, Rn. 36 ff. bei juris). Er hat ausgeführt, aus dem Sinn und Zweck der Vorschrift des § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV ergebe sich hinsichtlich der Restlaufzeiten keine weitergehende Beschränkung als aus dem Wortlaut. Dies gelte selbst dann, wenn man davon ausgehe, dass die Laufzeit der betrachteten Wertpapiere typischerweise mit der Nutzungsdauer der zu einem Versorgungsnetz gehörenden Vermögensgegenstände übereinstimmen solle. Dieser Anforderung werde die in § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV vorgegebene Auswahl gerecht (BGH, a.a.O., Rn. 38 bei juris). Eine Auswahl, die sich nicht nur an der Laufzeit, sondern auch an der Restlaufzeit der Wertpapiere orientiere, erscheine schon deshalb wenig einleuchtend, weil auch für die Verzinsung des Eigenkapitals nicht nach der voraussichtlichen Restnutzungsdauer des jeweiligen Netzes unterschieden werde (BGH, a.a.O., Rn. 39 bei juris).

Dem schließt sich der Senat auch für die angefochtene Festlegung an. Zwar trifft es zu, dass nach Anlage 1 zur StromNEV/GasNEV die betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer von Anlagegütern der Netzbetreiber in der Regel und überwiegend nach mehreren Jahrzehnten bemessen und das eingesetzte Kapital entsprechend langfristig in den Unternehmen gebunden ist. Daraus lässt sich jedoch nicht herleiten, dass allein die Heranziehung langfristiger Anleihen richtig wäre.

Der Sachverständige Prof. Dr. J. hat bereits in seinem Gutachten betreffend die Eigenkapitalzinssätze für die zweite Regulierungsperiode ausgeführt, die Investition in ein Netz sei bereits deshalb nicht unbedingt mit einer Investition in ein langfristiges Wertpapier vergleichbar, weil sich beispielsweise bei einem Wertpapier mit einer Laufzeit von 30 Jahren auch 30 Jahre nichts ändere (vgl. Senat, a.a.O., Rn. 55 bei juris). Bei einer Netzinvestition sei dies anders. In der Regulierungstaktik bedeute dies, dass die Verzinsung alle fünf Jahre auf ein Marktniveau angepasst werde. Bei einem präzisen ökonomischen Vergleich müsste man dies mit einem Wertpapier vergleichen, das eine Laufzeit von 30 Jahren oder mehr habe, das aber alle fünf Jahre hinsichtlich seiner

Verzinsung an das Marktniveau angepasst werde. Solche Wertpapiere gebe es nicht. Deshalb sei die Regelung in den Netzentgeltverordnungen eine Näherungslösung in dem Wissen, dass es die perfekte Lösung nicht gebe. Diese Sichtweise haben die Sachverständigen Prof. Dr. J. und R. in ihrem zur streitgegenständlichen Festlegung vom Senat eingeholten Gutachten noch einmal bekräftigt. Der Senat schließt sich auch weiterhin dieser Bewertung der Sachverständigen zur sachgerechten Herleitung des Basiszinssatzes durch die Bundesnetzagentur an.

2. Gemäß § 7 Abs. 4 StromNEV/GasNEV ist ein angemessener Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse zu ermitteln. Für die Bemessung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse gibt § 7 Abs. 5 StromNEV/GasNEV eine Reihe von Umständen vor, die "insbesondere" zu berücksichtigen sind, lässt jedoch offen, welche Umstände im Einzelnen in die Bewertung einzufließen haben und welches Gewicht ihnen dabei zuzumessen ist. Damit hat die Bundesnetzagentur eine komplexe Prüfung und Bewertung vorzunehmen, deren Ausgangspunkt die gerichtlich vollständig nachprüfbare Feststellung von tatsächlichen Marktverhältnissen bildet (vgl. dazu und zum Folgenden, BGH, Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 39/12, Rn. 18 ff. bei juris). Im Rahmen dieser Bewertung stellen sich eine Vielzahl von Fragen und sind zahlreiche Prämissen zu treffen, die jeweils nur durch eine wertende Auswahlentscheidung beantwortet werden können. Dies bedingt, dass es in der Regel nicht nur einen einzigen Zinssatz gibt, der den Vorgaben von § 7 Abs. 5 StromNEV/GasNEV entspricht. Die Festlegung eines bestimmten Zinssatzes ist vielmehr als rechtmäßig anzusehen, wenn die Bundesnetzagentur von einer zutreffenden Tatsachengrundlage ausgegangen ist und wenn sie den ihr in § 7 Abs. 5 StromNEV/GasNEV eröffneten Beurteilungsspielraum fehlerfrei ausgefüllt hat (vgl. auch BGH, Beschluss vom 21.04.2014, EnVR 12/12, Rn. 24 ff. bei juris; Beschluss vom 22.07.2014, EnVR 59/12, Rn. 13 ff. bei juris).

Die Regelung in § 7 Abs. 4 und 5 StromNEV/GasNEV dient der Ausfüllung der Vorgabe in § 21 Abs. 2 EnWG, wonach die Entgelte für den Netzzugang auf der Grundlage einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals gebildet werden. Zu diesem Zweck ist eine Gesamtbetrachtung erforderlich, in die wertende Elemente einzufließen haben und die nicht nur Gegebenheiten in der Vergangenheit, sondern den zukünftigen Anforderungen an den Betrieb

von Netzen Rechnung zu tragen hat. Der angemessene Zinssatz hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, die sowohl für sich gesehen als auch in ihrem Verhältnis zueinander ständiger Änderung unterliegen. Hierbei ist indes nicht nur das Interesse der Netzbetreiber an einer möglichst hohen Verzinsung des Eigenkapitals zu berücksichtigen. Vielmehr ist auch den berechtigten Interessen der Netznutzer und den in § 1 EnWG normierten Zielen einer möglichst sicheren, preisgünstigen, verbraucherfreundlichen, effizienten und umweltverträglichen Versorgung der Allgemeinheit mit Elektrizität und Gas Rechnung zu tragen (BGH, a.a.O., Rn. 25 bei juris).

Bei der Ermittlung des netzbetriebsspezifischen Risikozuschlags ist die Bundesnetzagentur weder an ein bestimmtes (wirtschafts-)wissenschaftliches Modell noch an bestimmte Methoden zur Ermittlung und Bemessung der im Rahmen des gewählten Modells heranzuziehenden Parameter gebunden. Vielmehr hat sie im Rahmen der ihr eingeräumten Befugnisse in eigener Würdigung zu entscheiden, welche Kriterien heranzuziehen, wie diese anzuwenden und zu gewichten sind. Kommen mehrere Methoden in Betracht, ist die Auswahl an den Vorgaben des § 7 Abs. 4 und 5 StromNEV/GasNEV und dem Ziel einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Eigenkapitalverzinsung zu orientieren. Die Auswahlentscheidung kann nicht schon deswegen beanstandet werden, weil andere Methoden zu höheren Zinssätzen geführt hätten, sondern nur dann, wenn der gewählte methodische Ansatz ungeeignet ist, die ihm zukommende Funktion zu erfüllen oder ein anderes methodisches Vorgehen unter Berücksichtigung insbesondere seiner Eignung für die Zwecke der Ermittlung eines angemessenen Eigenkapitalzinssatzes, der Verfügbarkeit der benötigten Datengrundlage sowie des damit verbundenen Aufwands und der Belastbarkeit der erzielbaren Ergebnisse, dem gewählten Vorbringen so deutlich überlegen ist, dass die Auswahl einer anderen Methode nicht mehr als mit den gesetzlichen Vorgaben vereinbar angesehen werden kann (BGH, a.a.O., Rn. 26 bei juris).

Unter Zugrundlegung dieser Maßstäbe basiert die Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze durch die Bundesnetzagentur nicht auf einer wissenschaftlich vertretbaren und rechtlich beanstandungsfreien Vorgehensweise. Ausweislich der Ergebnisse der zum Zwecke dieser Überprüfung durchgeführten sachverständigen Begutachtung, denen sich der Senat vollumfänglich anschließt und die er zur Grundlage seiner Feststellungen macht, ist die von der Bundesnetzagentur vorgenommene Bestimmung der Marktrisikoprämie nicht geeignet, eine im Sinne des § 21 EnWG angemessene

sene Verzinsung zu ermitteln. Es stellt vor dem Hintergrund der aktuellen Kapitalmarktsituation eine methodisch unzulässige Verengung dar, dass die Bundesnetzagentur bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie ausschließlich auf historische Durchschnittswerte zurückgegriffen und sowohl bei der Ausübung des sich im Rahmen dieses Ansatzes eröffneten Beurteilungsspielraums als auch bei der Plausibilitätskontrolle Indikatoren für eine höhere Marktrisikoprämie nicht beachtet bzw. ihnen kein höheres Gewicht beigemessen hat.

2.1. Es ist im methodischen Ansatz nicht zu beanstanden, dass die Bundesnetzagentur bei der Ermittlung des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse wie schon bei der Bestimmung der Eigenkapitalzinssätze für die erste und zweite Regulierungsperiode das Capital Asset Pricing Model (CAPM) herangezogen und dabei zur Ableitung der Marktrisikoprämie auf langfristige historische Zeitreihen zur durchschnittlich realisierten Aktienüberrendite im Vergleich zur risikolosen Rendite zurückgegriffen hat.

2.1.1. Das CAPM berechnet die Renditeforderung aus einem risikolosen Basiszins und einer unternehmensspezifischen Risikoprämie, die das netzspezifische unternehmerische Wagnis abbildet. Die unternehmensspezifische Risikoprämie wird aus dem aus historischen Renditedaten gewonnenen Risikofaktor (Beta-Faktor) des Unternehmens und der Marktrisikoprämie errechnet. Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere und wird aus der Differenz zwischen dem risikolosen Zins und der zu erwartenden Rendite eines Marktportfolios errechnet. Damit erfüllt das CAPM grundsätzlich die Vorgaben des § 7 Abs. 5 StromNEV/GasNEV. Durch die aus den internationalen Datenreihen von DMS abgeleitete Marktrisikoprämie werden die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten berücksichtigt, und durch den Beta-Faktor werden die Renditen börsennotierter Betreiber von Elektrizitäts-/Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten dargestellt, die mit den inländischen Netzbetreibern vergleichbar sind (vgl. Senat, Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 61/08, Rn. 95 bei juris).

2.1.2. Die Sachverständigen haben die Ableitung der Marktrisikoprämie aus langfristigen historischen Datenreihen im methodischen Ansatz als wissenschaftlich vertretbar

gebilligt. Soweit mit dem Total Market Return-Ansatz (TMR) und Ex-Ante Modellen in der Wissenschaft und Praxis diskutierte Alternativen zu dem gewählten methodischen Ansatz, die Marktrisikoprämie mittels einer Analyse historischer Daten zu bestimmen, bestehen, die grundsätzlich auch für die Entgeltregulierung in Betracht kommen, kann auf der Grundlage einer Auswertung der aktuellen wissenschaftlichen Erkenntnisse nicht festgestellt werden, dass es sich dabei um überlegene, zu empirisch gültigeren Ergebnissen führende Ansätze handelt.

2.1.2.1. Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie können als von der Rendite eines risikobehafteten Marktportfolios aller Aktien abzuziehende sichere Anlage entweder die **historischen** risikofreien Zinsen in Abzug gebracht werden – was mit der Annahme einer weitgehenden Konstanz der Marktrisikoprämie im Zeitablauf einhergeht - oder wie bei der Verwendung des TMR-Ansatzes die **aktuellen** risikofreien (Basis-)Zinssätze. Erhebliche Differenzen zwischen beiden Ansätzen treten dann auf, wenn das durchschnittliche historische und das aktuelle Zinsniveau deutlich auseinanderfallen, wie es zum Stichtag 31.12.2015 der Fall war.

Befürworter des TMR-Ansatzes verweisen darauf, dass die Marktrisikoprämie keinen direkt beobachtbaren Parameter, sondern lediglich die Differenz der Marktrendite und der risikofreien Rendite bilde und die Analyse historischer Kapitalmarktdaten eine konstante Aktienrendite, nicht dagegen eine konstante Marktrisikoprämie nahelege (vgl. Whright/Mason/Miles (2003), A Study into Certain Aspects of the Costs of Capital for Regulated Utilities in the U.K; Wagner et al. (2013), Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, in: WPg, 66 (19), 948 ff.). Der TMR-Ansatz unterstellt einen inversen Zusammenhang zwischen Basiszinssatz und Marktrisikoprämie. Danach betrifft die aktuelle Niedrigzinsphase die erwartete Aktienrendite nicht oder weniger stark als die Marktrisikoprämie und der Rückgang des Zinsniveaus führt zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie.

Unter Berücksichtigung der Erkenntnisse der Sachverständigen kann derzeit nicht festgestellt werden, dass die Ableitung der Marktrisikoprämie ausschließlich auf der Basis historischer Daten methodisch unzureichend und der TMR-Ansatz zur Bestimmung der Marktrisikoprämie besser geeignet ist. Ein wissenschaftlicher Konsens besteht insoweit nicht. Die dem TMR-Ansatz zugrunde liegende Annahme einer inversen Beziehung zwischen Aktienrendite und Basiszinssatz bzw. stabiler Aktienrenditen, die

eine atmende oder schwankende Marktrisikoprämie zur Folge hat, konnte bei der von Prof. Dr. Stehle durchgeführten konkreten empirischen Untersuchung anders als für die USA und das Vereinigte Königreich für Deutschland gerade nicht beobachtet werden (Stehle, Wissenschaftliches Gutachten zur Schätzung der Marktrisikoprämie (Equity risk premium) im Rahmen der Entgeltregulierung, April 2016). Vielmehr hat Prof. Dr. Stehle für die Marktrisikoprämien auf Basis von 30 Beobachtungsjahren eine merklich geringere Spannbreite und Standardabweichung ermittelt als für die Aktienrenditen. Diese fundierte Untersuchung weist somit eher auf eine im Zeitablauf konstante Marktrisikoprämie als auf eine konstante Aktienrendite hin, so dass Stehle die von Whright et al. vorgebrachte empirische Begründung ihres Ansatzes für nicht zutreffend hält und eine Verwendung des TMR-Ansatzes ablehnt. Ein grundsätzlich bestehender inverser Zusammenhang zwischen der Aktienrendite und dem Basiszinsatz ist somit nicht mit dem erforderlichen Grad an Sicherheit und Eindeutigkeit nachweis- und feststellbar, der vorliegen müsste, um das Vorgehen der Bundesnetzagentur als schon im Ansatz methodisch ungeeignet zu bewerten. Die dem Vorgehen der Bundesnetzagentur implizit zugrunde liegende Annahme einer stabilen Marktrisikoprämie ist damit nicht widerlegt.

Der Sachverständige Prof. Dr. J. hat zudem im Rahmen seiner mündlichen Anhörung einen weiteren Gesichtspunkt genannt, der gegen die auf der Annahme stabiler Aktienrenditen basierende Schlussfolgerung spricht, dass beobachtete Aktienrenditen den besseren Schätzer für die zukünftigen Renditeerwartungen darstellen. Er hat nachvollziehbar erläutert, dass eine Betrachtung nominaler historischer Aktienrenditen als Schätzgrundlage für die Zukunft angesichts der im historischen Zeitablauf sehr unterschiedlichen Inflationsraten und infolgedessen stark schwankender Renditen nur von geringer Aussagekraft sei. Derzeit sei, basierend auf dem Vertrauen in die Geldpolitik der EZB, eine stabile Inflation zu erwarten. Somit sei der Ansatz, die beobachtete Aktienrendite biete eine gute Prognose für die zukünftig zu erwartende Rendite, nur sinnvoll, wenn reale – nicht nominale – Aktienrenditen gemessen würden. Es sei jedoch äußerst schwierig, reale Aktienrenditen sinnvoll zu messen. Die richtige Umsetzung dieses Ansatzes sei mühsam und derzeit noch nicht ausgereift.

2.1.2.2. Die Sachverständigen haben zudem zur Überzeugung des Senats dargelegt und begründet, dass auch die in den letzten Jahren zunehmend diskutierten Ex-Ante-Modelle (vgl. Betra/Castedello/Tschöpel (2015): Überlegungen zur Marktrendite und

zur Marktrisikoprämie, Corporate Finance 2015, S. 468 ff.; Beumer, Implizite Marktrisikoprämie - Konsistente Ermittlung und Anwendung, Corporate Finance 2015, S. 330 ff; Jäckel, Kaserer, Mühlhäuser, Analystenschätzungen und zeitvariable Marktrisikoprämien - Eine Betrachtung der europäischen Kapitalmärkte, WPg 2013, S. 365 ff.) gegenüber dem verwandten Vorgehen nicht prinzipiell methodisch überlegen sind.

Ex-Ante-Modelle, darunter als Grundvariante das Dividendendiskontierungsmodell (DDM), erlauben es, anhand zukunftsbezogener Daten Aussagen über zukünftig erwartete Eigenkapitalrenditen von Investoren abzuleiten. Allerdings sind auch bei der Anwendung solcher Modelle notwendig bezüglich verschiedener Modellinputfaktoren subjektive Annahmen zu treffen, die Ermessensspielräume zugunsten der Anwender eröffnen und je nach Festlegung erhebliche Ergebnisbandbreiten liefern. Nach dem von den gerichtlich bestellten Sachverständigen aufbereiteten derzeitigen Stand der wissenschaftlichen Diskussion werden Ex-Ante-Modelle gegenüber einer Ex-Post-Analyse nicht als grundsätzlich methodisch überlegen angesehen. Danach wird zum Teil schon die zugrundeliegende Annahme, wonach der Börsenkurs den wahren Unternehmenswert widerspiegeln, als nicht realistisch zurückgewiesen. Ein weiterer zentraler Kritikpunkt ist, dass Analysten tendenziell zu Überschätzungen der zukünftigen Geschäftsentwicklung der von ihnen betrachteten Unternehmen neigten und ihre Prognosen nicht die wahren Erwartungen des Gesamtmarktes abbildeten, was zu einer Überschätzung der Marktrisikoprämie führe (Jäckel, Kaserer, Mühlhäuser (2013), Analystenschätzungen und zeitvariable Marktrisikoprämien, S. 66). Da für Annahmen über die nachhaltige Ergebnisentwicklung nach Ende des Prognosezeitraums die Schätzung einer Dividenden- bzw. Gewinnwachstumsrate erforderlich ist, die letztlich im Ermessen des Anwenders liegt, begründet auch dieser Punkt Bedenken gegen die Objektivität und Belastbarkeit der Aussagen.

Auch wenn einige Autoren bei der Schätzung von Marktrisikoprämien auf der Basis aktueller Erwartungen einen Vorteil in einem solideren statistischen Fundament wegen der Nichtnotwendigkeit statistischer Annahmen sehen (Jäckel, Kaserer, Mühlhäuser (2013), Analystenschätzungen und zeitvariable Marktrisikoprämien, S. 29) und insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Finanz- und Schuldenkrisen eine Schätzung auf der Basis aktueller Erwartungen befürworten, weisen andere darauf hin, dass der Verzicht auf historische Daten die Gefahr einer Abbildung kurzfristiger Verzerrungen beinhaltet und sprechen sich für eine Kombination beider Vorgehensweisen aus

(vgl. Bertram/Castedello/Tschöpel (2015), Überlegungen zur Markttrendite und zur Marktrisikoprämie, S. 470 f.)

Demnach besteht kein dahingehender wissenschaftlicher Konsens, dass Ex-Ante-Modelle gegenüber der Verwendung historischer Daten eine methodisch vorzugswürdige Patent-Lösung für die Ermittlung von Marktrisikoprämien bilden. Vor diesem Hintergrund lehnen die Sachverständigen eine Ersetzung der gewählten Vorgehensweise durch Ex-Ante Modelle ab, sprechen sich jedoch in Anbetracht der derzeitigen Schwierigkeiten bei der Schätzung zukünftiger Marktrisikoprämien auf Basis historischer Daten ausdrücklich für die zusätzliche Heranziehung solcher Modelle aus.

Die Sachverständigen gelangen danach auf der Basis nachvollziehbarer, plausibler und somit im Ergebnis überzeugender Feststellungen zu dem Ergebnis, dass die Schätzung von Marktrisikoprämien anhand historischer Daten weiterhin die dominierende und methodisch gegenüber anderen Ansätzen vorzugswürdige Vorgehensweise ist.

2.1.3. Die Ableitung der Marktrisikoprämie aus den konkret verwandten historischen Datenreihen von DMS erweist sich auch nicht deswegen als methodisch angreifbar, weil, wie einige Beschwerdeführer rügen, diese Daten intransparent seien. Soweit sie geltend machen, dass selbst auf der Basis zusätzlich erwerbbarer Daten keine Kontrollrechnung möglich sei, und unter Hinweis insbesondere auf die Ausführungen von Prof. Dr. Stehle in seinem Gutachten zur Schätzung der Marktrisikoprämie im Telekommunikationsbereich die Prognoseeignung der DMS-Daten grundsätzlich in Abrede stellen, sind diese Einwände unbegründet. Prof. Dr. Stehle hält insbesondere die Verwendung der Datenreihe zu Deutschland im Hinblick auf die Außerachtlassung der Anleiherenditeneinbrüche der Jahre 1922/1923 für problematisch und verweist darüber hinaus auf mögliche Verzerrungen aus Dividendenschätzungen sowie aus historischen Aktienindizes infolge der historischen Berechnungsweisen, die den heutigen Standardverfahren nicht entsprechen. Jedoch haben die Sachverständigen in ihrem schriftlichen Gutachten die DMS-Daten ausdrücklich als eine üblicherweise beachtete und diskutierte Quelle bezeichnet und Prof. Dr. J. hat im Rahmen der mündlichen Verhandlung wiederholt die Qualität und den Umfang des Datensatzes hervorgehoben.

Damit steht der Verwendung der Daten durch die Bundesnetzagentur die Einschätzung von Prof. Dr. Stehle nicht entgegen. Bei Zugrundelegung des oben genannten Maßstabs, wonach die Bundesnetzagentur eine wissenschaftlich anerkannte Methode

gewählt haben muss, ist die Verwendung der DMS-Datensammlung im Hinblick auf die verbreitete gegenteilige Einschätzung, diese stellen eine geeignete Schätzgrundlage dar, vertretbar. Die Vertretbarkeit entfällt nicht deswegen, weil eine vereinzelte, wenn auch anerkannte Stimme von der Verwendung abrät.

2.2. Als methodisch fehlerhaft haben die Sachverständigen, deren Bewertung sich der Senat auch insoweit vollumfänglich anschließt, hingegen beanstandet, dass die Bundesnetzagentur die Ableitung der Marktrisikoprämie allein aus den historischen DMS-Daten vorgenommen hat, ohne dabei die Sondersituation des gegenwärtigen Marktumfeldes zu berücksichtigen und eine um alternative Ansätze ergänzte Würdigung und Plausibilitätskontrolle durchzuführen.

2.2.1. Indem die Bundesnetzagentur es sowohl bei der Festlegung der Marktrisikoprämie innerhalb der von den DMS-Daten ausgewiesenen Bandbreite als auch bei der Würdigung der so ermittelten Marktrisikoprämie auf ihre Angemessenheit diese Sondersituation für unbeachtlich gehalten hat, hat sie die historischen Daten unreflektiert und schematisch verwandt, so dass das methodische Vorgehen unzureichend und zur Festsetzung einer die Investorenerwartung angemessen widerspiegelnden Marktrisikoprämie ungeeignet ist.

2.2.1.1. Die folgenden Feststellungen des Senats zu den Rahmenbedingungen der Kapital- und Finanzmärkte zum Stichtag der Feststellung, dem 31.12.2015, beruhen neben der Auswertung allgemein zugänglicher Informationsquellen insbesondere auf den auch insoweit überzeugenden Ausführungen in dem schriftlichen Gutachten sowie der mündlichen Anhörung der Sachverständigen.

Danach war die zum Stichtag herrschende und ist auch die derzeitige Kapitalmarktsituation noch geprägt durch die Entwicklungen, wie sie sich in Folge der weltweiten Finanzkrise ab dem Jahr 2007 und der Euro-Staatsschuldenkrise ab dem Jahr 2010 ergaben. Auf diese krisenhaften Ereignisse haben die europäische und die US-amerikanische Zentralbank mit einer bis heute anhaltenden expansiven Geldpolitik reagiert. Neben deutlichen Absenkungen der Leitzinssätze erfolgten und erfolgen Aufkäufe von Wertpapieren in erheblichem Volumen, um angesichts eines bereits niedrigen Zinsniveaus die Märkte mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen. Infolge der Finanz- und Euro-Staatsschuldenkrise weisen nicht nur die Aktienmärkte eine hohe

Volatilität auf, sondern als weitere spürbare Konsequenz hat sich das Zinsniveau rückläufig hin zu einem historisch niedrigen Niveau bewegt. Langlaufende deutsche Staatsanleihen weisen eine im historischen Vergleich äußerst niedrige Rendite auf. Für kurz- und mittelfristig laufende deutsche Staatsanleihen und inflationsgeschützte deutsche Staatsanleihen sind sogar negative Renditen zu beobachten. Auch Zinsdifferenziale zwischen Interbankzinssätzen und Staatsanleihen lagen zum Stichtag und liegen aktuell deutlich über dem vor Beginn der Finanzmarktkrise gemessenen Niveau. Im Hinblick auf die historisch niedrigen Zinsen stellt sich die Situation an den Finanzmärkten, auch wenn sie als stabilisiert anzusehen ist, im historischen Vergleich weiterhin als außergewöhnlich dar und entspricht nicht der im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbaren Situation. Zwar gab es auch in der Vergangenheit negative Nominalrenditen für Spareinlagen oder für kurzfristige Einlagen, aktuell und auch schon zu dem maßgeblichen Stichtag erwirtschafteten jedoch auch langfristige festverzinsliche Anlagen negative Nominalrenditen.

Zum Stichtag 31.12.2015 war in Deutschland und einigen anderen westlichen Ländern das Zinsniveau auf zuvor nicht gekannte Tiefstände abgesunken. Die Renditen der Anleiheindizes waren indes von dem seit Jahren rückläufigen Niveau der Zinsstrukturkurven bis zu diesem Zeitpunkt noch nahezu unbeeinflusst, denn der Rückgang der Basiszinssätze ging einher mit entsprechenden Kursgewinnen auf bestehende Staatsanleihen, die noch eine vergleichsweise hohe Verzinsung aufwiesen. Im Rahmen einer Betrachtung historischer Durchschnittswerte sind die Kursgewinne von erheblichem Interesse, weil sie die bis zu diesem Zeitpunkt tatsächlich erzielten Renditen eines Investors widerspiegeln. Im Hinblick auf die Eignung historischer Renditen für Prognosezwecke ist relevant, ob es sich dabei um eine für die Zukunft repräsentative Situation handelt. Während sich die absolute Höhe der Zinssätze risikofreier Anlagen schwerlich prognostizieren lässt, auch wenn Marktbeobachter ein weiteres Absinken des Zinsniveaus für unwahrscheinlich halten, lässt sich sicher feststellen, dass Kursgewinne auf risikofreie Anlagen nur ein vorübergehendes Phänomen bilden.

Die von DMS als „Golden Age of Bonds“ bezeichnete Phase hoher Renditen auf quasi risikofreie deutsche oder Staatsanleihen einiger anderer westlicher Länder wird sich auch bei einer Fortdauer der Niedrigzinsphase mittelfristig nicht wiederholen, denn in dem einer historischen Betrachtung zugrundeliegenden Anleihekorb werden

Wertpapiere mit hoher fixer Verzinsung nach und nach durch neue Wertpapiere mit niedrigerer fixer Verzinsung ersetzt.

Nicht nur der Umstand, dass sinkende Zinsen eine Steigerung von Anleihekursen auslösen, ist im historischen Vergleich außergewöhnlich. Ein weiterer Hinweis auf das Bestehen einer Sondersituation ist der seit Ausbruch der Finanz- und Euroschuldenkrise aufgetretene Renditeunterschied zwischen Staatsanleihen und Interbankenzinsen. Während bis dato auf entwickelten Kapitalmärkten – namentlich in Großbritannien, den Vereinigten Staaten und Deutschland - nahezu kein Renditeunterschied bestand, fallen Interbankenzinsen und der Kurs deutscher Staatsanleihen seitdem erheblich auseinander. Die Gesamtschau aus negativen Nominal- und Realrenditen, einem nicht weiter absinkbaren Zinsniveau sowie der Differenz zwischen Interbankenzinsen und deutschen Staatsanleihen belegt, dass zum Stichtag eine außergewöhnliche und mit den vergangenen Jahren bzw. Jahrzehnten nicht vergleichbare Situation bestand und weiterhin besteht.

2.2.1.2. Einer Ableitung aus historischen Durchschnittswerten ist indes immanent, dass Besonderheiten und Entwicklungen, die das gegenwärtige Marktumfeld und damit die Investorenerwartung tatsächlich nicht unerheblich beeinflussen, nur unzureichend abgebildet werden. So hat die Entwicklung der letzten Jahre in dem verwandten, sich über 115 Jahre erstreckenden Datensatz nach der Einschätzung der Sachverständigen nahezu keinen Niederschlag gefunden.

Wird die Marktrisikoprämie als eine zukunftsgerichtete Größe auf der Grundlage langfristiger historischer Daten geschätzt, liegt diesem Vorgehen die Annahme zugrunde, dass durch die Messung der historischen Marktrisikoprämien als eingetretene und beobachtbare Aktienüberrenditen über historisch risikofreie Zinssätze belastbare Schlussfolgerungen für die zukünftige Marktrisikoprämie gezogen werden können, weil sich keine die zukünftige Marktrisikoprämie maßgeblich beeinflussenden Änderungen ergeben werden. Auch wenn die Erwartung berechtigt ist, dass der in der Vergangenheit gemessene Unterschied zwischen der Überrendite von Aktienanlagen und der Rendite risikofreier Wertpapiere in Phasen stabiler wirtschaftlicher Entwicklung gleich bleibt, wird sie durch die jüngeren Verwerfungen auf den Finanz- und Kapitalmärkten erschüttert.

Der der Ableitung der zukünftigen Marktrisikoprämie aus einer langfristigen und damit zwangsläufig nivellierenden historischen Datenreihe zugrunde liegenden Annahme, dass die Zukunft sich nicht wesentlich anders darstellt als die Vergangenheit, steht derzeit jedoch die oben beschriebene außergewöhnliche Situation an den Finanz- und Kapitalmärkten, die angesichts ihrer Außergewöhnlichkeit und ihrer Bedeutung als Strukturbruch zu bewerten ist, entgegen. Der Sachverständige Prof. Dr. J. hat insbesondere im Rahmen der mündlichen Anhörung wiederholt betont, dass die aktuelle Sondersituation somit in besonderer Weise zu der Prüfung Anlass bietet, ob die aus historischen Werten abgeleiteten Ergebnisse diese außergewöhnliche Gegenwart abbilden und damit zugleich einen geeigneten Schätzer für die Zukunft darstellen können.

Dass die Bundesnetzagentur die Bedeutung dieser Marktverwerfungen für die Investorenerwartung und die Implikationen, die sich daraus im Hinblick auf die Eignung und Aussagekraft einer Ableitung der Marktrisikoprämie aus historischen Durchschnittswerten ergeben, nach Einschätzung der Sachverständigen nicht zutreffend erkannt hat, bedeutet, dass sie bereits den für die Festlegung der Marktrisikoprämie maßgeblichen Sachverhalt nicht vollständig ermittelt hat. Dementsprechend hat der Sachverständige Prof. Dr. J. auf ausdrückliche Frage in der mündlichen Verhandlung es vor dem Hintergrund der das Marktumfeld noch prägenden krisenhaften Entwicklungen als nicht sachgerecht bewertet, dass die Bundesnetzagentur die Marktrisikoprämie schematisch allein auf der Basis historischer Durchschnittswerte und ohne Reflexion der gegenwärtigen Besonderheiten festgesetzt hat.

2.2.1.3. Als methodische Ansatzpunkte für eine Berücksichtigung und Einbeziehung der Sondersituation des gegenwärtigen Marktumfeldes bei der Verwendung der DMS-Daten ergeben sich nach den Feststellungen des schriftlichen Gutachtens und auf der Grundlage der ergänzenden Erläuterungen des Sachverständigen Prof. Dr. J. zum einen die Positionierung der Marktrisikoprämie innerhalb der aus den historischen Durchschnittswerten ausgewiesenen Bandbreite aus dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel sowie zum anderen die Kontrolle des aus diesen Daten abgeleiteten Ergebnisses auf Plausibilität bzw. Angemessenheit unter Heranziehung der Erkenntnisse alternativer Ansätze zur Ermittlung der Marktrisikoprämie.

Prof. Dr. J. hat im Rahmen der mündlichen Anhörung ausdrücklich darauf hingewiesen, dass neben der DMS-Datensammlung eine Vielzahl weiterer Studien existiert und in diesem Zusammenhang erläutert, dass – je nachdem welche Studie herangezogen wird, welche Zeiträume und welche Länder betrachtet werden - sich engere Bandbreiten von Marktrisikoprämien zwischen 4 % und 6 % und größere Bandbreiten zwischen 3 % und 7 % ergeben. Obwohl er die Qualität der DMS-Daten hervorgehoben hat, hat er zugleich betont, dass bei der Entscheidung für einen historischen Ansatz und bei dem wertenden Umgang mit dem auf einer ausgewählten Studie basierenden Analyseergebnis auch die Existenz weiterer Studien und der dadurch ausgewiesenen Bandbreiten in den Blick zu nehmen ist. Der Sachverständige hat es für erforderlich gehalten, dass dem Verwender historischer Daten bewusst ist, dass die Prämissen über die Datenauswahl die Ergebnisbandbreite erheblich beeinflussen und sich bei Heranziehung weiterer Studien die Bandbreite nochmals vergrößert.

Die sich sowohl bei der Verwendung einer Datensammlung als auch bei Heranziehung mehrerer Studien ergebende Bandbreite für die Positionierung der Marktrisikoprämie stellt einen Unsicherheits- oder Schätzbereich für die reale Investorenerwartung und damit als Rechtskategorie einen Beurteilungsspielraum dar, der unter Würdigung der Besonderheiten des gegenwärtigen Marktumfeldes zu interpretieren ist. Der Sachverständige Prof. Dr. J. hat sich in der mündlichen Anhörung darauf festgelegt, dass nur mit einer Festsetzung am oberen Rand der Bandbreite dem infolge der Finanz- und Schuldenkrise ausgelösten Strukturbruch auf den Finanz- und Kapitalmärkten ausreichend Rechnung getragen werden kann. Dies erscheint einleuchtend, denn nur durch eine höhere Positionierung der Marktrisikoprämie wird die ausweislich der mündlichen Erläuterungen des Sachverständigen Prof. Dr. J. gebotene „Vorsicht im Umgang mit historischen Durchschnittswerten“ umgesetzt und berücksichtigt, dass diese Daten die Effekte des Marktumfeldes auf die Investorenerwartung nur unzureichend abbilden. Dadurch kann die derzeit nur bedingte Eignung historischer Daten als Schätzgrundlage für die Zukunft kompensiert werden.

2.2.2. Vor dem Hintergrund, dass bei der Ableitung der Marktrisikoprämie aus historischen Daten zahlreiche Abwägungsentscheidungen zu treffen sind, die jeweils einen Beurteilungsspielraum eröffnen, sowie angesichts der Besonderheiten des gegenwärtigen Marktumfeldes und den durch historische Daten nur unzureichend abgebildeten Auswirkungen auf die Investorenerwartung halten die Sachverständigen es zudem für

erforderlich, das aus historischen Werten ermittelte Ergebnis zur Marktrisikoprämie einer Plausibilitätskontrolle unter Einbeziehung alternativer Ansätze zu unterziehen. Da bei der Ableitung historischer Marktrisikoprämien die Ergebnisfindung nicht vorgezeichnet ist, sondern durch die vom Verwender der Daten zu setzende Prämissen beeinflusst wird, ist die Ergebnisbandbreite notwendig mit Unsicherheiten behaftet. Bereits diese Offenheit des gewählten Ansatzes hat Prof. Dr. J. im Rahmen der Anhörung nachvollziehbar als Anlass und Grund für ergänzende Analysen und eine Validierung der Ergebnisse durch den Abgleich mit anderen Methoden bewertet.

Ausweislich der Feststellungen der Sachverständigen indiziert die Gesamtwürdigung der Erkenntnisse aus einer ergänzenden Anwendung des TMR-Ansatzes, von Ex-Ante-Modellen sowie des Zero Beta CAPM, dass die Bestimmung der Marktrisikoprämie durch die Bundesnetzagentur zu einem das aktuelle Marktumfeld nicht hinreichend widerspiegelnden Wert führt. Da die genannten alternativen Ansätze das aktuelle Zinsniveau risikofreier Renditen betrachten und einbeziehen, bilden die danach ermittelten Marktrisikoprämien den in der jüngeren Vergangenheit aufgetretenen Strukturbruch im Unterschied zu den von der Bundesnetzagentur ausschließlich zur Ableitung der Marktrisikoprämie verwandten historischen Daten ab. Die sachverständige Begutachtung gelangt zu dem Ergebnis, es sei nicht mehr sachgerecht, dass die Bundesnetzagentur trotz des Bestehens einer außergewöhnlichen Situation auf den Kapital- und Finanzmärkten die sich aus den vorgenannten Ansätzen ergebenden Hinweise und Indizien dafür, dass im Moment mit höheren Marktrisikoprämien zu rechnen ist als im langfristigen historischen Vergleich für unbeachtlich gehalten und mit der Festlegung auf den Mittelwert eine rein schematische Bewertung vorgenommen hat.

Die genannten Modelle und Ansätze sind nach der sachverständigen Bewertung zwar nicht geeignet, historische Daten als Grundlage für die Herleitung der Marktrisikoprämie zu ersetzen. Ihnen kommt indes Bedeutung im Rahmen der gebotenen wertenden Betrachtung der aus einer Analyse historischer Daten folgenden Bandbreite zu. Da als Ergebnis einer Heranziehung historischer Daten kein punktgenauer Wert, sondern eine Bandbreite ausgewiesen wird, fungieren die genannten Ansätze in dem Beurteilungsspielraum, in dem die Ergebnisse einer historischen Analyse mit Blick auf die Zukunft zu interpretieren sind, als Ergänzung und als Indikatoren, ohne dass sie der Plausibilisierung im engeren Sinne dienen. Insoweit hat der Sachverständige Prof. Dr. J. in der mündlichen Verhandlung ausdrücklich darauf abgestellt, dass er in der Ver-

wendung historischer Daten eine grundlegende und als solche nicht mit anderen Ansätzen zu plausibilisierende Methode sieht, die indes vor dem Hintergrund der jüngeren Entwicklungen auf den Kapitalmärkten der Ergänzung bedarf.

Es stellt demnach keinen Methodenwechsel hin zur Verwendung eines TMR-Ansatzes dar, wenn die Sachverständigen zu dem Schluss gelangen, dass es erforderlich sei, derzeit bei der Analyse und Interpretation der sich aus historischen Daten folgendes Ergebnisse auch zu berücksichtigen, dass historische Aktienrenditen höher waren als die Summe der Marktrisikoprämie plus aktueller risikofreier Rendite.

Die Gesamtschau aus dem TMR-Ansatz sowie aus Ex-Ante Modellen, die jeweils auf eine erhöhte Marktrisikoprämie hindeuten, sowie eines Zero Beta CAPM, das eine erhöhte Aktienrendite signalisiert, ist nach Einschätzung der Sachverständigen dahingehend zu werten, dass die Vergangenheit derzeit nicht repräsentativ für die Zukunft ist und zukünftig höhere Marktrisikoprämien als in der jüngeren Vergangenheit gemessen zu verzeichnen sein werden. Auch wenn der Sachverständige Prof. Dr. J. die einzelnen Ansätze während seiner Anhörung ausdrücklich als „fragwürdig“ gekennzeichnet hat, hat er den Umstand, dass sie übereinstimmend zu deutlich höheren Marktrisikoprämien gelangen, als deutlichen Indikator dafür gewertet, dass für die zu treffende Prognoseentscheidung derzeit nur auf den oberen Rand der Bandbreite aus historischen Daten abzustellen ist.

Die Kritik des Sachverständigen, die Bundesnetzagentur habe die Ableitung der Marktrisikoprämie aus historischen Daten schematisch vorgenommen, gründet somit auch darauf, dass sie eine ergänzende Heranziehung der Erkenntnisse alternativer Ansätze im Rahmen der Validierung und Würdigung ihres Ergebnisses nicht für erforderlich gehalten hat.

2.2.3. Ein weiteres Indiz dafür, sich bei der Verwendung historischer Daten zur Bestimmung der Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite zu orientieren, erkennen die Sachverständigen in den seit Ausbruch der Finanzkrise signifikant gestiegenen Zinsdifferenzialen zwischen Interbankenzinssätzen und deutschen Staatsanleihen, die von den Märkten als risikofrei angesehen werden. Während es bis dato professionellen Investoren möglich war, sich zu Konditionen zu verschulden, die nahe am risikofreien Zins lagen, ist das Zinsdifferenzial zwischen Kreditzinsen und risikofreier Rendite seit-

dem phasenweise auf über 1 Prozentpunkt angestiegen und nicht unter 0,5 bis 1 Prozentpunkte gesunken. Zu dem Zinsniveau deutscher Bundesanleihen kann sich nur der deutsche Staat finanzieren, andere Marktteilnehmer nicht. Vor diesem Hintergrund besteht Anlass zu der Frage, ob anstelle des CAPM nicht ein Modell Verwendung finden sollte, das berücksichtigt, dass die Marktteilnehmer sich nur zu einem höheren Zinssatz verschulden können. Ein solches ist das Zero Beta CAPM, das nicht mit einer risikofreien Rendite arbeitet, sondern mit einer risikofreien Rendite plus des Spreads, zu dem sich der normale Investor verschulden kann. Dass die Rendite eines solchen Zero Beta-Portfolios derzeit nach den Feststellungen der Sachverständigen in ihrem schriftlichen Gutachten mindesten 0,5 bis 1 Prozentpunkte über der Rendite langfristiger deutscher Staatsanleihen liegt, weist nach ihrer begründeten und plausiblen Auffassung ebenfalls darauf hin, dass derzeit erwartete Aktienrenditen über den Aktienrenditen liegen, die sich bei Ableitung aus Staatsanleiherenditen zuzüglich durchschnittlicher historischer Marktrisikoprämien ergeben.

Der Sachverständige Prof. Dr. J. hat in der mündlichen Verhandlung auch diesen Befund dahingehend interpretiert, dass bei der Verwendung historischer Daten – die diesen Effekt nicht nachzeichnen - Vorsicht geboten ist und aufgrund dessen Anlass besteht, die Marktrisikoprämie im oberen Bereich der Bandbreite anzusiedeln.

Die Kritik der Sachverständigen richtet sich nicht dagegen, dass die Bundesnetzagentur ein klassisches CAPM anstelle eines Zero Beta CAPM gewählt hat. Vielmehr beanstanden sie, dass eine Gesamtschau derjenigen Indizien, zu denen auch die derzeit bestehenden Zinsdifferenziale gehören, und die eine höhere Marktrisikoprämie nahelegen, unterblieb und stattdessen eine schematische, diese Hinweise ausblendende Festsetzung vorgenommen wurde.

2.2.4. Für die Sachverständigen ergeben sich schließlich auch aus einer Analyse der Unternehmensbewertungspraxis Indizien darauf, dass die Bundesnetzagentur die Marktrisikoprämie vor dem Hintergrund der durch das aktuelle Marktumfeld geprägten realen Investorenerwartungen zu niedrig festgesetzt hat. Sie haben in diesem Zusammenhang insbesondere auf die Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW abgestellt. Dieser hat am 19.09.2012 empfohlen, vor dem Hintergrund der aktuellen Kapitalmarktsituation die Marktrisikoprämie von einer Bandbreite zwischen 4,5 und 5,5 % (vor Steuern) auf eine Bandbreite von 5,5 bis 7 % (vor Steuern) anzuheben. Auch der FAUB hat zur Ableitung

der Marktrisikoprämie historische Durchschnittswerte verwendet, anschließend aber – im Unterschied zur Bundesnetzagentur – eine Plausibilisierung der Ergebnisse anhand des TMR-Ansatzes und von Ex-Ante-Modellen vorgenommen. Angesichts der sich daraus ergebenden Erkenntnisse hat der FAUB seine bis Herbst 2012 geltende Empfehlung zur Bandbreite einer angemessenen Marktrisikoprämie angehoben.

Zudem haben die Sachverständigen in ihrem schriftlichen Gutachten auf eine empirische Betrachtung zur Höhe der Kapitalkosten Bezug genommen, die im Rahmen von rechnungslegungs- und transaktionsbezogenen Unternehmensbewertungsanlässen jährlich von KPMG veröffentlicht wird und zu dem Ergebnis gelangt, dass die im Zeitraum 2015/2016 im Rahmen von Unternehmensbewertungen angesetzte Marktrisikoprämie in Deutschland, Österreich und der Schweiz im Durchschnitt bei 6,3 % und in Deutschland bei 6,4 % lag, wobei ein Basiszinssatz zwischen 1,3 % (Schweiz) und 1,5 % (Deutschland) zur Anwendung kam.

Die Empfehlungen des FAUB ebenso wie die Ergebnisse der genannten Studie belegen zum einen, dass es sich bei der Bewertung der Sachverständigen nicht um eine singuläre Einschätzung handelt, sondern die Praxis bei der Unternehmensbewertung, für die gleichfalls die Investorenerwartung zu bewerten ist, aufgrund des derzeitigen Marktumfeldes von einer höheren als von der Bundesnetzagentur festgesetzten Marktrisikoprämie ausgeht. Zum anderen bietet diese Praxis, in der es ebenfalls entscheidend auf die Bestimmung der Marktrisikoprämie ankommt, einen weiteren Anlass, das Ergebnis der Ableitung aus historischen Durchschnittswerten kritisch zu hinterfragen und indiziert zugleich, dass die Marktrisikoprämie höher als geschehen festzusetzen ist.

Die nach den Feststellungen und Erkenntnissen der Sachverständigen erforderliche Interpretation und Bewertung der aus historischen Daten abgeleiteten Ergebnisbandbreite für die Marktrisikoprämie im Lichte der außergewöhnlichen Situation an den Kapital- und Finanzmärkten sowie unter Berücksichtigung der sich aus dem TMR-Ansatz, Ex-Ante-Modellen, dem Zero-Beta-CAPM und der Unternehmensbewertungspraxis ergebenden Hinweise stellt nicht nur eine Alternative oder Verbesserung gegenüber der Vorgehensweise der Bundesnetzagentur dar. Obgleich die Verwendung historischer Daten im methodischen Ansatz nicht zu beanstanden ist, ist die Verengung in

Form der Ableitung der Marktrisikoprämie allein aus den DMS-Daten ohne die ergänzende Berücksichtigung alternativer Ansätze vor dem Hintergrund des aktuellen Marktumfeldes als wissenschaftlich nicht mehr vertretbar zu bewerten.

2.2.5. Die Sachverständigen beanstanden des Weiteren, dass es durch die schematische Verwendung der DMS-Datenreihe zu einer sachwidrigen Fortschreibung des "Golden Age of Bonds"-Effekts kommt.

Obwohl die Anleiherenditen im Hinblick auf die Zinsen gefallen sind, hat dies nicht zu einer höheren Differenz zu den Aktienrenditen und damit zu steigenden Marktrisikoprämien geführt. Da die Anleiherendite nicht nur anhand des auf die Anleihe entfallenden Zinses, sondern zusätzlich unter Einbeziehung der Wertentwicklung gerechnet wird und in einer Phase sinkender Zinsen bereits emittierte Anleihen – so insbesondere Bundesanleihen - mit noch attraktiver Verzinsung im Kurs signifikant steigen, führt die Einbeziehung solcher Anleiherenditen in eine langfristige Datenreihe zu einer Absenkung der historischen Marktrisikoprämien.

Nach der in der mündlichen Verhandlung zum Ausdruck gebrachten Einschätzung des Sachverständigen Prof. Dr. J. sind die in den DMS-Daten ausgewiesenen sinkenden Marktrisikoprämien maßgeblich auf die Ergänzung der langfristigen Datenreihen um die letzten Jahre, die bereits durch das extrem niedrige Zinsniveau geprägt waren, zurückzuführen. Im Rahmen seiner Anhörung hat er die Einbeziehung steigender Anleihekurse ausdrücklich als Haupteffekt für die beobachtete Absenkung der Marktrisikoprämie in den DMS-Daten bezeichnet. Den Einwand der Bundesnetzagentur, dass DMS eine stabile Entwicklung der Marktrisikoprämie für die Jahre 2012 bis 2016 für die einzelnen Jahre ausweise, hat der Sachverständige Prof. Dr. J. unter Hinweis darauf, dass auf der Grundlage der DMS-Daten sowohl für die zweite wie für die dritte Regulierungsperiode mit niedrigeren Marktrisikoprämien als für die Vorgängerperiode gerechnet worden sei, zurückgewiesen. Seinen abschließenden Befund, die von DMS ausgewiesenen Marktrisikoprämien seien seit der ersten Festlegung der Eigenkapitalzinssätze abgesunken, hat die Bundesnetzagentur nicht bestritten.

Im Übrigen zeigt die Abbildung 1 „Marktrisikoprämie für 2007 bis 2015“ des Frontiergutachtens für diesen Zeitraum ein deutliches Absinken der Marktrisikoprämie im arithmetischen Mittel von über 5 % auf 4,4 % und im geometrischen Mittel von 4 % auf 3,2

% . Dieses Absinken hat der Sachverständige Prof. Dr. J. überzeugend mit der Einbeziehung des „Golden Age of Bonds“-Effekts erklärt.

Die diesen Effekt nicht reflektierende, schematische Verwendung der DMS-Daten durch die Bundesnetzagentur hat der Sachverständige im Rahmen seiner mündlichen Anhörung gleichfalls als nicht sachgerecht bewertet, denn dabei bleibt nach seinen überzeugenden Feststellungen unberücksichtigt, dass in Zukunft die Zinsen nicht weiter sinken und somit die Anleihekurse nicht mehr steigen können. Die Phase hoher Renditen auf nahezu risikofreie Staatsanleihen wird sich mittelfristig nicht wiederholen, so dass der der Bundesnetzagentur obliegenden Prognose der zukünftigen Marktrisikoprämie nicht die Annahme hoher Anleiherenditen bei niedrigen Zinsen zugrunde gelegt werden darf. Die durch die Finanz- und Staatsschuldenkrise ausgelöste Entwicklung bei den Anleiherenditen und Anleihekursen ist nach der eindeutigen Feststellung des Sachverständigen Prof. Dr. J. nicht repräsentativ für die Zukunft.

Die historischen Marktrisikoprämien von DMS sind demnach in der gegenwärtigen Situation nur bedingt und jedenfalls nicht ohne Berücksichtigung dieses Effekts bzw. entsprechende Bereinigung zur Schätzung zukünftiger Marktrisikoprämien geeignet. Die aus historischen Durchschnittswerten abgeleiteten Ergebnisse hätten durch einen Abgleich mit alternativen Ansätzen, die diesen Verfälschungseffekt nicht aufweisen, auf ihre Angemessenheit hin überprüft werden müssen. Auch unter diesem Gesichtspunkt ist nach dem Ergebnis der sachverständigen Begutachtung die Ableitung der Marktrisikoprämie aus dem Datensatz von DMS, ohne dabei die Frage der Zulässigkeit der Fortschreibung des „Golden Age of Bonds“-Effekts zu reflektieren, im Ergebnis nicht mehr sachgerecht.

2.3. Das Vorgehen der Bundesnetzagentur beanstanden die Sachverständigen nicht nur wegen der Verengung auf die Ableitung der Marktrisikoprämie aus einer historischen Datensammlung und der schematischen Umsetzung der Ergebnisbandbreite in die Marktrisikoprämie, sondern auch wegen der Verwendung des konkreten, um die Länder China, Österreich und Russland erweiterten DMS-Datensatzes. Nach den Ausführungen in dem schriftlichen Gutachten und den einleuchtenden mündlichen Erläuterungen durch den Sachverständigen Prof. Dr. J. sprechen überwiegende Gründe gegen eine Einbeziehung von China, Russland und Österreich in den Datensatz. Prof. Dr. J. hat sich in seiner mündlichen Stellungnahme ausdrücklich dahingehend festgelegt, dass die Einbeziehung dieser Länder angesichts der historischen Brüche aus

Weltkriegen und Revolutionen zu nicht sachgerechten Verzerrungen der Datengrundlage führen. Die Einbeziehung der diese Länder prägenden Ereignisse lässt danach die Eignung der Datenreihe als Grundlage für eine Renditeprognose betreffend deutsche Netze entfallen.

Dabei hat der Sachverständige das Argument der Bundesnetzagentur, die Einbeziehung dieser Länder diene der Korrektur bzw. dem Ausgleich des sog. survivorship bias, d.h. des Fehlschlusses, der sich bei einer Fokussierung auf gut laufende Märkte ergibt, gewürdigt und unter Hinweis auf das Ausmaß der Brüche, denen die Märkte dieser Länder ausgesetzt waren, für nicht tragfähig gehalten. Da die aus historischen Daten abgeleiteten Marktrisikoprämien die Grundlage für die Prognose zukünftiger Renditen deutscher Netze bilden sollen, sind nach seiner begründeten Einschätzung die Daten vielmehr von Strukturbrüchen, wie sie für Deutschland gerade nicht zu erwarten sind, frei zu halten.

Diesen Feststellungen und Schlussfolgerungen ist die Bundesnetzagentur nicht erheblich entgegen getreten. Insbesondere hat sie nicht dargetan, dass die Verzerrungen, die sich im Hinblick auf die Eignung als Prognosegrundlage für die Renditen deutscher Netze ergeben, hinzunehmen sind, weil die Einbeziehung der genannten Länder zur Bereinigung des survivorship bias erforderlich ist. Dies ist im Übrigen auch nicht anzunehmen, denn eine händische Korrektur um diesen Effekt, wie sie bislang unstreitig von DMS vorgenommen wurde, ist durchaus möglich.

Soweit die Bundesnetzagentur in der mündlichen Verhandlung darauf verwiesen hat, bei einer Bereinigung des DMS-Datensatzes um diese Länder verschiebe sich der Wert für die Marktrisikoprämie nur um 0,09 %, rechtfertigt dies eine andere Bewertung nicht. Maßgeblich ist, dass die DMS-Daten, in die diese Länder aufgenommen worden sind, keine für die in Rede stehenden Prognosezwecke geeignete Grundlage mehr bilden. Auch wenn sich die Einbeziehung auf die streitgegenständliche Festlegung rechnerisch nur sehr begrenzt ausgewirkt hat, ist insbesondere im Rahmen einer erneuten Festlegung die begründete methodische Kritik an der Verwendung der konkreten Datengrundlage zu berücksichtigen.

2.4. Dagegen ist der Senat nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme nicht zu der Überzeugung gelangt, dass die Heranziehung der DMS-Daten schon deswegen zur

Rechtswidrigkeit der Festlegung führt, weil – wie ein Teil der Beschwerdeführer geltend macht - Deutschland dort unterrepräsentiert ist.

Auch wenn der Sachverständige Prof. Dr. J. in der mündlichen Verhandlung seinen Bedenken dagegen Ausdruck verliehen hat, dass in den DMS-Daten nicht das Gewicht der deutschen Volkswirtschaft, sondern nur der Anteil des traditionell nicht so bedeutenden deutschen Aktienmarktes abgebildet wird, hat er dies nicht ausdrücklich als methodisch fehlerhaft beanstandet. Er hat vielmehr betont, dass die Marktrisikoprämie in den entwickelten Ökonomien unabhängig vom Währungsraum recht gut vergleichbar sei. Dies spricht dafür, dass es sachgerecht ist, eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung vorzunehmen und Deutschland nicht über die anteilmäßige Bedeutung im Weltportfolio hinaus zu berücksichtigen.

Zudem hat der Sachverständige darauf hingewiesen, dass eine solche Gewichtung weder unlogisch noch manipulierend oder zweckfrei ist, so dass eine Studie, die entsprechend der Marktkapitalisierung gewichtet, als solche nicht angreifbar ist. Er hat indes auch in diesem Zusammenhang deutlich gemacht, dass nach seiner Einschätzung die Ableitung der Marktrisikoprämie aus einer einzigen Datensammlung ohne eine ergänzende Berücksichtigung anderer Ansätze in der derzeitigen Situation ungeeignet und unzureichend ist und dies erst Recht gilt, wenn Deutschland in dieser Studie nur mit einem Anteil von 3 % eingeht.

Der Sachverständige hat ausdrücklich darauf abgestellt, dass deutsche Netze sich an internationalen Renditeerwartungen messen lassen müssen. Somit kommt es für die Festsetzung von Eigenkapitalzinssätzen entgegen der Auffassung eines Teils der Beschwerdeführer nicht darauf an, ob konkrete Netzeigentümer überhaupt international investiert sein dürfen. Zugleich ist nach der Bewertung des Sachverständigen bei Rückgriff auf nur eine Datensammlung ein Anteil von 3 % deutscher Daten zur Bemessung eines internationalen Renditeanspruchs nicht ausreichend. Auf der Grundlage dieser Feststellungen ist die Datensammlung von DMS nicht als solche wegen der dort vorgenommenen Gewichtung Deutschlands fehlerhaft oder als Grundlage für die Ermittlung einer Marktrisikoprämie ungeeignet, sondern zu beanstanden ist der Umgang mit den sich aus dieser Datensammlung abgeleiteten Ergebnissen. Die streitgegenständliche Festlegung ist demnach nicht bereits wegen des Ansatzes einer weltweiten Marktrisikoprämie, in die Deutschland nur entsprechend dem Anteil an den internationalen Kapitalmärkten eingeht, aufzuheben. Ebenso wenig steht dieser Umstand der

erneuten Heranziehung der DMS-Daten im Rahmen einer künftigen Festlegung entgegen. Allerdings wird die Bundesnetzagentur die inhaltliche Kritik der Sachverständigen betreffend die konkrete Verwendung dieses Datensatzes zu beachten und dahingehend umzusetzen haben, dass sie eine erweiterte Betrachtung vornimmt oder die Marktrisikoprämie auf eine Studie bzw. Datensammlung stützt, in der Deutschland stärker repräsentiert wird.

2.5. Es begründet auch nicht die Rechtswidrigkeit der streitgegenständlichen Festlegung, dass in den herangezogenen Daten von DMS die jeweiligen landesspezifischen Marktrisikoprämien anhand einer geometrischen Differenz (Quotientenbildung) aus der erwarteten Aktienrendite und einer sicheren Anlage errechnet worden sind. Die Sachverständigen haben in ihrem schriftlichen Gutachten und Prof. Dr. J. darüber hinaus im Rahmen der ergänzenden Anhörung zur Überzeugung des Senats dargelegt, dass die von DMS gewählte Vorgehensweise dazu dient, den Einfluss von Wechselkursen zu eliminieren. Da Aktienrenditen und Anleiherenditen in unterschiedlichen Währungsräumen gemessen werden und jeweils Wechselkurschwankungen unterliegen, halten die Sachverständigen die Vorgehensweise von DMS, die Differenz zwischen Aktienüberrendite und Anleiherendite mittels eines Quotienten zu ermitteln, in dessen Zähler und Nenner die Wechselkurschwankungen gleichermaßen abgebildet werden, für sinnvoll und vertretbar, auch wenn modelltechnisch die Wertpapierlinie im CAPM nur eine einfache Subtraktion vorsieht.

Etwaige modelltechnische Inkonsistenzen führen indes nicht zur Aufhebung der streitgegenständlichen Festlegung. Die Festsetzung der Eigenkapitalzinssätze beruht zwar auch auf der aus den DMS-Datensätzen abgeleiteten Marktrisikoprämie. Auf die Bestimmung der Marktrisikoprämie durch die Bundesnetzagentur hat sich die rechnerische Ermittlung der Differenz zwischen Aktienüberrendite und Anleiherendite jedoch nicht maßgeblich ausgewirkt. Aus dem Sachverständigengutachten geht hervor, dass die beiden Rechenwege keine rechnerisch relevanten Unterschiede auslösen und die von DMS herangezogene Berechnungsmethode damit nicht zu einer beachtlichen Unterschätzung der Marktrisikoprämie führt, die einer – gegebenenfalls auch zukünftigen - Verwendung der DMS-Daten entgegenstünde. Zudem hängt die Höhe der Marktrisikoprämie von einer Vielzahl materieller Einzelentscheidungen insbesondere betreffend die Daten- und Länderauswahl sowie die Betrachtungszeiträume ab. Die Ableitung der Marktrisikoprämie aus den DMS-Daten führt nicht zu

einem Punktwert, sondern zu einer Spanne, innerhalb derer die Festsetzung unter Berücksichtigung weiterer Faktoren vorzunehmen ist. Somit tritt der von der Wahl des Rechenweges ausgehende Einfluss auf die letztlich festgelegte Marktrisikoprämie deutlich hinter die Bedeutung der bei der Ableitung der Marktrisikoprämie aus historischen Daten zu treffenden inhaltlichen Prämissen und Abwägungsentscheidungen zurück. Auf den zur Festsetzung der Marktrisikoprämie führenden Entscheidungsprozess hat die bei der Ermittlung der historischen Einzeldaten angewandte Rechenoperation demnach nur einen äußerst geringen und vernachlässigbaren Einfluss, so dass die Rechtswidrigkeit der Festlegung nicht darauf gestützt werden kann, dass die Berechnung der länderspezifischen Marktrisikoprämien nicht mit der durch das CAPM vorgegebenen Wertpapierlinie kompatibel sei.

2.6. Soweit DMS im Rahmen der konkreten geometrischen Mittelwertbildung die Überrenditen von Aktien gegenüber Staatsanleihen direkt über einen Zeitraum von mehreren Jahren mitteln, statt zunächst jeweils separat den geometrischen Mittelwert der Aktienrenditen und der Anleiherenditen und erst in einem zweiten Schritt die Überrendite zu berechnen, haben die Sachverständigen dies unter Hinweis auf die mit der DMS-Rechenweise verbundenen Vorteile beim Umgang mit Wechselkurseffekten sowie unter Berufung auf die Einschätzung Prof. Dr. Stehles als eine denkbare und nach Maßgabe des anzulegenden Prüfungsmaßstabes somit als eine vertretbare Vorgehensweise bewertet.

Zudem gilt auch in diesem Zusammenhang, dass die von DMS durchgeführte Rechenoperation zur Mittelung der Überrendite angesichts der Vielzahl der darüber hinaus zu treffenden Prämissen und Entscheidungen im Rahmen des zur Festsetzung der Marktrisikoprämie führenden Ermittlungsprozesses von nur untergeordneter Bedeutung ist, so dass dieser Gesichtspunkt weder die Rechtswidrigkeit der Festsetzung der Eigenkapitalzinssätze begründet noch einer zukünftigen Verwendung der DMS-Daten entgegensteht.

2.7. Bei einer Heranziehung der DMS-Daten im Rahmen einer erneuten Festsetzung würde die Bundesnetzagentur jedoch zu beachten haben, dass für die Renditeerwartungen zwar die Perspektive eines international tätigen Investors maßgeblich ist, es sich bei einer Anlage in deutsche Netze aber um eine Anlage im Euroraum handelt

und damit ausweislich der mündlichen Erläuterungen des Sachverständigen Prof. Dr. J. der „natürliche Focus auf europäischen Renditeerwartungen“ liegt.

Stammen die zur Ableitung einer Marktrisikoprämie verwandten Daten wie in der Studie von DMS aus einem anderen Währungsraum, stellt sich die Frage, wie damit umzugehen ist. Zwingende und konkrete Vorgaben sind den diesbezüglichen sachverständigen Äußerungen indes nicht zu entnehmen. Soweit in dem schriftlichen Gutachten darauf abgestellt wird, dass es hinsichtlich der risikofreien Anlage ökonomisch stringenter sein könne, die sicherste Staatsanleihe im historischen Zeitabschnitt herauszuarbeiten und Prof. Dr. J. im Rahmen der mündlichen Anhörung ausgeführt hat, dass es methodisch sauber wäre, die in der DMS-Studie verwendeten Anleiherenditen in eine risikofreie Eurorendite zu transformieren, handelt es sich nach dem Verständnis des Senats um denkbare Vorgehensweisen, die Problematik der unterschiedlichen Währungsräume zu adressieren.

Dagegen lassen die gutachterlichen Ausführungen nicht den Schluss zu, dass die Festsetzung der Eigenkapitalzinssätze bereits deswegen rechtswidrig ist, weil – wie einige Beschwerdeführer geltend machen - die Bundesnetzagentur es rechtsfehlerhaft unterlassen hat, sich bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie für eine konkrete Investorenperspektive zu entscheiden. Die diesbezüglichen Erläuterungen der Sachverständigen sind dahingehend zu verstehen, dass etwaige methodische Unsauberkeiten im Hinblick auf die Investorenperspektive durch die seitens der Sachverständigen geforderte Festsetzung der Marktrisikoprämie am oberen Rand der sich aus der Heranziehung historischer Daten ergebenden Bandbreite behoben worden wären. Nach den Erkenntnissen der Sachverständigen wäre auch bei der Verwendung des konkreten Datensatzes unabhängig von der Problematik der Investorenperspektive eine vertretbare Bestimmung der Marktrisikoprämie möglich gewesen, wenn die Ergebnisse im Lichte des aktuellen Marktumfeldes sowie unter ergänzender Berücksichtigung alternativer Ansätze gewürdigt und die Hinweise auf eine gestiegene Investorenerwartung in eine höhere Marktrisikoprämie umgesetzt worden wären. Dies bedeutet zugleich, dass die relevante methodische Fehlleistung nicht darin besteht, dass die Festlegung der Investorenperspektive auf einen Investor aus dem Euroraum und die Transformation der Anleiherenditen in Eurorenditen unterblieben ist. Diesen Gesichtspunkt haben die Sachverständigen erkennbar nicht als erheblich für die Gesamtbewertung der streitgegenständlichen Vorgehensweise angesehen.

Den weiteren in der mündlichen Verhandlung erhobenen Einwand, die Verwendung der DMS-Daten sei bereits wegen des Wechselkursrisikos rechtsfehlerhaft, hat der Sachverständige Prof. Dr. J. in der mündlichen Verhandlung ausdrücklich zurückgewiesen und ein Wechselkursrisiko mit der nachvollziehbaren Begründung abgelehnt, dass die Inflationserwartungen zwischen den USA und Deutschland sich nicht systematisch unterscheiden.

3. Die Sachverständigen haben schließlich in ihrem schriftlichen Gutachten ausführlich untersucht, ob der Eigenkapitalzinssatz von 5,64 % (nach Steuern) insgesamt das Risiko von Strom- und Gasnetzbetreibern zum Stichtag angemessen reflektiert. Mit dieser Kontrollüberlegung greifen sie zu Recht die Vorgabe des § 21 Abs. 2 EnWG auf, wonach die Verzinsung des eingesetzten Kapitals angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst sein muss.

Zudem besteht vor dem Hintergrund, dass bei einer rein an ökonomischen oder finanzwissenschaftlichen Maßstäben ausgerichteten Prognose der Renditeerwartungen ein deutlich geringerer risikofreier Zinssatz zugrunde zu legen wäre als der ordnungsrechtlich vorgegebene Basiszinssatz von 2,49 %, ein weiterer Ansatz und Anlass für eine Gesamtwürdigung der Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes. Die durch den Verordnungsgeber vorgegebene Durchschnittsbildung der Umlaufrenditen über 10 Jahre führt in Zeiten stetig sinkender Zinsen tendenziell zu einer Überschätzung des aktuellen Marktzinsniveaus, das jedoch die tatsächliche Basis für die Investorenerwartung bildet. Wegen der Relevanz des aktuellen Marktumfeldes für die Höhe der von Eigenkapitalgebern geforderten Eigenkapitalzinssätze ist der risikofreie Basiszinssatz nach herrschender Auffassung in der finanzwissenschaftlichen Literatur ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven zu ermitteln. Unter Berücksichtigung des Umstandes, dass in den festgesetzten Eigenkapitalzinssatz somit ein Basiszinssatz eingegangen ist, der nach finanzwissenschaftlichen und ökonomischen Maßstäben unangemessen hoch ist, haben die Sachverständigen überprüft, ob die nach ihrer Einschätzung zu niedrig angesetzte Marktrisikoprämie durch die das aktuelle Marktzinsniveau nicht widerspiegelnden Basiszinssätze dergestalt ausgeglichen wird, dass im Gesamtergebnis eine angemessene Eigenkapitalverzinsung vorliegt.

Die seitens der Sachverständigen durchgeführten Kontrollrechnungen, die jeweils auf dem Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe des von ihnen für angemessen erachteten Werts von 6,25 %, einem Betafaktor in Höhe von 0,83 sowie einem Basiszinssatz zwischen 0,5 % und 1,42 % - je nach zugrunde gelegter Berechnungsvariante – beruhen, führen zu einer Bandbreite zwischen 5,69 % und 6,60 %. Daraus ziehen die Sachverständigen die Schlussfolgerung, dass die finanzwissenschaftlichen Alternativrechnungen die Angemessenheit der streitgegenständlichen Eigenkapitalverzinsung nicht belegen.

Angesichts der verordnungsrechtlichen Vorgabe zum Basiszinssatz halten die Sachverständigen unter Festschreibung des Wertes aus den vorangegangenen Regulierungsperioden für die Marktrisikoprämie in Höhe von 4,55 % und dem Ansatz eines Betafaktors von 0,83 die Festsetzung eines Eigenkapitalzinssatzes in Höhe von 6,27 % und damit leicht unterhalb des Mittelwerts der sich aus den finanzwissenschaftlichen Kontrollrechnungen ergebenden Bandbreite für sachgerecht.

Diese an finanzwissenschaftlichen Maßstäben ausgerichteten Kontrollrechnungen verdeutlichen, dass die Festsetzung auch im Ergebnis nicht angemessen ist. Das Vorgehen der Sachverständigen, die Kontrollrechnungen unter Ansatz eines aktuellen Basiszinssatzes durchzuführen, ist plausibel. Der unter Berücksichtigung der verordnungsrechtlichen Vorgaben vorgeschlagene Rückgriff auf das gebilligte Vorgehen der Vorperioden ist gleichfalls nachvollziehbar. Der Sachverständige Prof. Dr. J. hat diesbezüglich im Rahmen seiner mündlichen Anhörung erläutert, dass die verordnungsrechtlich vorgesehene Umlaufrendite „ökonomisch unbefriedigend“ sei und bei der Gesamtprognose der Renditeerwartungen die Risikoprämie entsprechend anzupassen sei, um im Ergebnis auf eine Rendite zu kommen, wie sie sich bei Ansatz eines aktuellen Basiszinssatzes und der für angemessen erachteten Marktrisikoprämie in Höhe von 6,25 % ergebe. Dass die Sachverständigen insoweit die in den vorangegangenen Perioden festgesetzte Marktrisikoprämie als rechtlich begründbar und ökonomisch angemessen bewertet haben, ist gleichfalls einleuchtend.

4. Das Vorbringen der Bundesnetzagentur und der Beigeladenen ist weder geeignet, die methodische Kritik der Sachverständigen noch die Feststellungen zur Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes zu entkräften.

4.1. Mit der zentralen Argumentation der Sachverständigen, die vor dem Hintergrund der außergewöhnlichen Kapitalmarktsituation die Verengung auf den gewählten historischen Ansatz und den schematischen, nicht um eine Betrachtung alternativer Ansätze ergänzten Umgang mit den daraus abgeleiteten Werten beanstanden, hat sich die Bundesnetzagentur inhaltlich nicht explizit auseinandergesetzt. Soweit sie sowohl schriftsätzlich als auch im Rahmen der mündlichen Verhandlung die Ableitung der Marktrisikoprämie aus historischen Durchschnittswerten verteidigt und die Überlegenheit dieses Ansatzes gegenüber alternativen Methoden, insbesondere gegenüber dem TMR-Ansatz und Ex-Ante-Modellen betont hat, übergeht dieser Vortrag, dass die Sachverständigen alternative Ansätze nur ergänzend zu der ausdrücklich gebilligten Verwendung historischer Daten berücksichtigen wollen.

Der Feststellung der Sachverständigen, den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation sowie dem Zusammenhang zwischen der rückläufigen Entwicklung des Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie werde durch die streitgegenständliche Vorgehensweise nicht hinreichend Rechnung getragen, hat die Bundesnetzagentur im Wesentlichen entgegengehalten, dass eine erhöhte Marktrisikoprämie tatsächlich nicht eingetreten sei. In der mündlichen Verhandlung hat sie ausdrücklich darauf abgestellt, dass sich die der Empfehlung des FAUB aus dem Jahr 2012, die Marktrisikoprämie zwischen 5,5 % und 7 % anzusetzen, zugrundeliegende Erwartung einer höheren Marktrisikoprämie in den Jahren 2013 bis 2017 gerade nicht realisiert habe. Diesen Einwand hat der Sachverständige Prof. Dr. J. überzeugend zurückgewiesen. Er hat deutlich gemacht, dass die Argumentation der Bundesnetzagentur wiederum auf der Messung historischer Daten – der historischen Aktienrendite und der historischen Anleiherendite – beruht, in denen sich die niedrigen Anleihezinsen noch nicht niederschlagen, sondern sich vielmehr noch die höheren Anleiherenditen und damit der mehrfach beschriebene sog. „Golden Age of Bonds“-Effekt auswirken. Seine Schlussfolgerung, dass sich infolgedessen eine höhere Marktrisikoprämie gerade nicht realisiert haben könne, ist konsistent mit den übrigen sachverständigen Feststellungen und in der Sache überzeugend. Dass die historischen Daten die aktuellen Besonderheiten des Kapitalmarktes gerade nicht widerspiegeln, bewerten die Sachverständigen als problematisch und halten es deswegen für erforderlich, ergänzend auch andere Ansätze in die Betrachtung einzubeziehen. Die Zweifel der Bundesnetzagentur an der auch der FAUB-Empfehlung zugrunde liegenden Annahme der Sachverständigen, dass für die Investorenerwartung für die Jahre 2018

bis 2021 eine beachtliche Sondersituation besteht, die zu einer höheren Marktrisikoprämie führt, sind demnach unbegründet.

4.2. Die Bundesnetzagentur hat auch nicht darzulegen vermocht, dass jedenfalls an der Ergebnisrichtigkeit der streitgegenständlichen Festsetzung keine durchgreifenden Bedenken bestünden. Entgegen ihrer in der mündlichen Verhandlung vertretenen Auffassung kann die Angemessenheit der Eigenkapitalzinssätze nicht damit begründet werden, dass eine Kontrollrechnung unter Ansatz einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite der FAUB-Zahlen, eines aktuellen Basiszinssatzes von 0,5 % sowie eines reduzierten Betafaktors im Ergebnis nicht zu einer höheren Eigenkapitalverzinsung als in der streitgegenständlichen Festlegung führe.

Ein aktueller Basiszinssatz von 0,5 % ergibt sich bei Ableitung aus der Umlaufrendite des Jahres 2015. Auf diesen Wert haben die Sachverständigen zurückgegriffen, um zu verdeutlichen, dass nicht nur bei der Ermittlung des Basiszinssatzes nach der Svensson-Methode für 30 Jahre (1,13 %) bzw. bei unendlichen Zahlungen (1,42 %) sondern auch bei einer vereinfachten Betrachtung der aktuellen Umlaufrendite der Basiszinssatz deutlich unterhalb des von der Bundesnetzagentur festgesetzten Basiszinssatzes in Höhe von 2,49 % liegt. Der Ansatz unterschiedlicher Basiszinssätze in der Kontrollrechnung diene erkennbar dem Ziel, eine Ergebnisbandbreite zu generieren. Da der streitgegenständliche Eigenkapitalzinssatz unterhalb dieser Bandbreite liegt, belegt die Kontrollrechnung damit im Gegensatz zu der Annahme der Bundesnetzagentur gerade dessen Unangemessenheit.

Soweit sich darüber hinaus erst mittels eines im Vergleich zu der streitgegenständlichen Festlegung reduzierten Beta-Faktors ein Wert ergibt, der der streitgegenständlichen Festsetzung entspricht, kann eine solche Vergleichsberechnung die Angemessenheit des Zinssatzes nicht begründen. Für den Ansatz eines niedrigeren Beta-Faktors streiten keine Sachgründe, sondern die in die Vergleichsbetrachtung einbezogenen Einzelwerte dienen erkennbar dem Ziel, rechnerisch zu einem Wert in oder unterhalb der Größenordnung des festgesetzten Zinssatzes zu gelangen.

4.3. Entgegen der Auffassung der Bundesnetzagentur, wonach die sachverständige Begutachtung keine Gründe aufgezeigt habe, die gegen eine Positionierung der Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite – insbesondere auch der FAUB-

Werte – sprächen, hat der Sachverständige Prof. Dr. J. in der mündlichen Verhandlung mehrfach ausdrücklich betont und ausführlich erörtert, dass unter der gebotenen Berücksichtigung des gegenwärtigen Marktumfeldes nur eine Orientierung am oberen Rand der sich bei einer Analyse historischer Daten ergebenden Bandbreiten angemessen und im Hinblick auf die FAUB-Empfehlung eine Festsetzung auf den mittleren Wert geboten sei.

Die Annahme der Bundesnetzagentur, eine Bandbreite eröffne grundsätzlich auch die Möglichkeit, einen Wert am unteren Bereich festzulegen, verkennt, dass die Entscheidung über die Positionierung innerhalb dieser Bandbreite wiederum das Ergebnis einer wertenden Betrachtung sein muss, in deren Rahmen die genannten Faktoren und Indizien für eine höhere Investorenerwartung zu berücksichtigen sind. Sowohl aus dem schriftlichen Gutachten als auch aus den ergänzenden Ausführungen des Sachverständigen Prof. Dr. J. in der mündlichen Verhandlung geht hervor, dass diesen aktuellen Anforderungen durch eine Festsetzung am unteren Randbereich nicht Rechnung getragen wird.

Prof. Dr. J. hat insoweit wiederholt hervorgehoben, dass im Hinblick auf die derzeit nur beschränkte Eignung historischer Durchschnittswerte als Schätzgrundlage für die zukünftige Investorenerwartung und die deswegen gebotene „Vorsicht“ gegenüber solchen Werten die Marktrisikoprämie im oberen Bandbreitenbereich festzusetzen ist.

Auch bezüglich der Plausibilisierung und Kontrolle der Ergebnisrichtigkeit des Eigenkapitalzinssatzes durch Abgleich mit der FAUB-Empfehlung haben die Sachverständigen entgegen der Auffassung der Bundesnetzagentur zur Überzeugung des Senats erläutert, aus welchem Grund ein Rückgriff auf den mittleren Wert geboten ist. Die Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie sowie die Umsetzung dieser Empfehlung in der Praxis der Unternehmensbewertung wurden in der Begutachtung als Plausibilisierungsinstrument bzw. als Angemessenheitstest eingesetzt. Zu diesem Zweck ist maßgeblich, wie die empfohlene Bandbreite in der Praxis tatsächlich umgesetzt wird. Insoweit haben die Sachverständigen festgestellt, dass die Praxis sich gerade nicht am unteren Rand der Bandbreite orientiert, sondern überwiegend sogar über den mittleren Wert, den sie ihren Kontrollrechnungen zugrunde legen, hinausgeht.

5. Auch wenn die Sachverständigen die Positionierung der Marktrisikoprämie im mittleren Bereich der Bandbreite der DMS-Daten als schematisch beanstanden, liegt darin keine methodische Kritik an der Bestimmung der Marktrisikoprämie über ein sog. „Mittel der Mittel“ als Durchschnitt aus dem arithmetischen Mittelwert der DMS-Daten und dem geometrischen Mittelwert der DMS-Daten. Die Bundesnetzagentur ist bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste Regulierungsperiode ebenso vorgegangen. Der Senat hat sich im Rahmen seiner Entscheidung über diese Festlegung bereits ausführlich mit der Methodik und den hierzu vertretenen wissenschaftlichen Ansätzen auseinandergesetzt und die Verfahrensweise der Bundesnetzagentur gebilligt (Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 61/08, Rn. 102 ff. bei juris). Diese Entscheidung hat der Bundesgerichtshof bestätigt (Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 39/13, Rn. 45 ff. bei juris, Thyssengas GmbH). Der Senat hält auch für die dritte Regulierungsperiode in Übereinstimmung mit den Sachverständigen an dieser Einschätzung fest. In ihrem Gutachten vom 30.11.2017 haben sie sich - erneut - mit den grundlegenden Überlegungen aus der Wissenschaft dazu, welcher Mittelwert unter welchen Voraussetzungen vorzugswürdig ist, auseinandergesetzt (vgl. Rn. 73 des Gutachtens). Sie kommen zu dem Ergebnis, dass es im Streitfall weder überwiegende Gründe für die Verwendung des arithmetischen Mittels noch für die Verwendung des geometrischen Mittels gibt. Daher ist es ihrer Ansicht nach wissenschaftlich vertretbar, den Durchschnitt beider Mittelwerte heranzuziehen.

6. Der von der Bundesnetzagentur angesetzte Wert für den Betafaktor von 0,83 ist nicht zu beanstanden. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgte, wie auch bereits für die erste und zweite Regulierungsperiode, auf Basis der Mittelwertbildung von Risikofaktoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen. Für die erste Regulierungsperiode hat der Senat die Methodik der Bundesnetzagentur ausdrücklich gebilligt (Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 61/08 (V), Rn. 144 ff. bei juris), diese Entscheidung hat der Bundesgerichtshof bestätigt (Beschluss vom 27.01.2015, EnVR 39/13, Rn. 48 ff. bei juris, Thyssengas GmbH). In der angefochtenen Festlegung erfolgte die Ermittlung des Betafaktors ebenfalls rechtsfehlerfrei und sachangemessen.

6.1. Insbesondere ist die Wahl der Vergleichsunternehmen nach den überzeugenden Ausführungen der Sachverständigen sachgerecht. Sie basiert auf angemessenen

Auswahlkriterien, die vom Gutachter der Bundesnetzagentur, Frontier Economics, formuliert wurden und im Vergleich zu den vorherigen Regulierungsperioden unverändert sind. Kriterien für die Aufnahme in die Vergleichsgruppe sind die reine Netzbetreiber-eigenschaft (Anteil am regulierten Netzgeschäft > 75%), die Verfügbarkeit ausreichender Kapitalmarktdaten und eine ausreichende Handelsliquidität (durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne < 1 %).

6.1.1. Unter Berücksichtigung dieser Kriterien hat der Gutachter Frontier Economics eine Gruppe von 14 reinen Netzbetreibern mit Sitz in Europa, Australien, Neuseeland und den USA ausgewählt. Zwar sind die Sachverständigen der Ansicht, dass für die Vergleichsgruppe bevorzugt börsennotierte deutsche Netzbetreiber heranzuziehen wären. Solche Unternehmen existieren jedoch nicht. Daher halten die Sachverständigen eine Fokussierung auf europäische Netzbetreiber für naheliegend. Um eine Verbreiterung der Datenbasis zu erreichen, bewerten sie aber auch den Einbezug von außereuropäischen Unternehmen, die hinsichtlich ihrer Geschäftstätigkeit vergleichbar sind und überdies aus Ländern mit gut entwickelten Kapitalmärkten stammen, als grundsätzlich nachvollziehbar.

Diese Kriterien erfüllen die im Rahmen der angefochtenen Festlegung herangezogenen Vergleichsunternehmen. Bei allen Unternehmen – auch bei den nicht europäischen Unternehmen – handelt es sich um Unternehmen, die im regulierten Netzbetrieb tätig sind und nach den Ausführungen des Sachverständigengutachtens bezüglich ihres Geschäftsmodells eine sehr gute Vergleichbarkeit mit deutschen Netzbetreibern aufweisen. Auch angesichts des Umstands, dass Unterschiede in den jeweiligen Regulierungsregimes bestehen, halten die Sachverständigen ausgehend davon, dass perfekte Vergleichsunternehmen nicht existieren, die Aufnahme von Referenzunternehmen auch aus den USA, Australien und Neuseeland zur Gewährleistung einer ausreichenden Datenbasis für plausibel. Ergänzend weisen sie darauf hin, dass sich bei ausschließlicher Berücksichtigung europäischer Unternehmen der Betafaktor zum Nachteil der Netzbetreiber von 0,83 auf 0,74 reduziert hätte.

6.1.2. Die Sachverständigen haben in ihrem schriftlichen Gutachten des Weiteren überprüft, ob die einbezogenen Vergleichsunternehmen die von Frontier Economics beschriebenen Kriterien tatsächlich erfüllen. Dies ist der Fall. So sind alle 14 Referenzunternehmen als reine Netzbetreiber im Sinne der Definition von Frontier Economics

anzusehen. Die Sachverständigen haben dies nach ihren Angaben im Gutachten anhand von Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg sowie unter Rückgriff auf die Geschäftsberichte der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2015 und 2016 überprüft. Auch weisen nach der von ihnen durchgeführten Analyse alle einbezogenen Unternehmen im Betrachtungszeitraum vom 01.01.2011 bis 31.12.2015 eine ausreichende Datenqualität auf.

Nach den Ausführungen der Sachverständigen ist schließlich bei allen Referenzunternehmen eine ausreichende Handelsliquidität im Sinne der Definition von Frontier Economics gegeben. Dies haben die Sachverständigen wiederum analog zur Berechnung von Frontier Economics für den 1-, 3- und 5-Jahres-Zeitraum auf Basis der jeweiligen Geld- und Briefkurse ausgehend von Daten der Finanzdienstleister Bloomberg und Capital IQ für die einzelnen Vergleichsunternehmen analysiert und bejaht. Dies gilt insbesondere auch für die für die dritte Regulierungsperiode neu aufgenommenen Referenzunternehmen Duet Group (Australien), Ausnet Services (Australien), Elia System Operator Sa/Nv (Belgien) und Redes Energeticas Nacionais (Portugal). Der Sachverständige R. hat in seiner mündlichen Anhörung zur Frage der ausreichenden Handelsliquidität der Unternehmen Elia System Operator Sa/Nv und Redes Energeticas Nacionais noch einmal ausführlich Stellung genommen. Danach haben sich die Sachverständigen über die Geld-Brief-Spanne hinaus auch noch andere Liquiditätsmaße, wie z.B. das Handelsvolumen in Relation zur Anzahl der ausstehenden Aktien, angeschaut. Auch habe man sich angesehen, an wieviel Tagen die jeweiligen Unternehmenspapiere gehandelt worden seien. Zwar sei festzustellen, dass die Unternehmen Elia System Operator Sa/Nv und Redes Energeticas Nacionais im Verhältnis zur ausstehenden Aktienanzahl tendenziell eine geringere Umschlagshäufigkeit hätten. Die Beurteilung der ausreichenden Handelsliquidität diene aber dazu, zu gewährleisten, dass die einbezogenen Aktien informationseffizient seien, also dass sie Informationen, die den Kapitalmarkt erreichten, ohne relevanten Zeitverzug wiedergäben. Dies könne man über verschiedene Maße testen. Zudem sei für die Unternehmen Elia System Operator Sa/Nv und Redes Energeticas Nacionais zu beachten, dass bei Ihnen der Anteil der Freefloats eher etwas geringer sei, d.h. der Anteil der frei handelbaren Aktien sei ohnehin nicht dem Anteil der ausstehenden Aktien entsprechend. Bezogen auf den Freefloat liege die Umschlagshäufigkeit der Aktien innerhalb des beschriebenen Grenzwerts. Als zusätzliches Kriterium sei zu berücksichtigen, dass bei allen Referenzunternehmen an fast allen Tagen Aktienhandel stattgefunden habe. In der Summe

der betrachteten Liquiditätsmaße seien keinerlei Hinweise dafür feststellbar, dass insbesondere Elia System Operator Sa/Nv und Redes Energeticas Nacionais nicht als ausreichend liquide im Sinne einer nicht ausreichenden Informationseffizienz anzusehen seien.

6.2. Nicht zu beanstanden ist weiterhin, dass die Bundesnetzagentur in den durch die „Energiewende“ entstandenen Anforderungen an Netzbetreiber keinen Anlass zur Erhöhung des Risikofaktors gesehen hat. Die Sachverständigen haben in ihrem schriftlichen Gutachten hierzu ausführlich Stellung genommen und nachvollziehbar ausgeführt, dass die durchgeführte qualitative Analyse keine Anhaltspunkte dafür liefere, dass deutsche Netzbetreiber im Vergleich zu ausländischen Netzbetreibern einem besonderen Risiko, das eine entsprechende Anpassung des Betafaktors erfordert, ausgesetzt seien.

6.2.1. Im Rahmen der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die zweite Regulierungsperiode hat die Bundesnetzagentur mit Blick auf die Verwerfungen an den Kapitalmärkten und die Herausforderungen der Energiewende in Deutschland einen auf Basis historischer Kapitalmarktdaten abgeleiteten Wagniszuschlag von 2,90 % als nicht angemessen zur Abbildung zukünftiger Risiken deutscher Netzbetreiber erachtet und aus diesem Grund den höheren Wagniszuschlag der ersten Regulierungsperiode von 3,59 % auch für die zweite Regulierungsperiode herangezogen. Dass die Bundesnetzagentur für die dritte Regulierungsperiode von einer nachträglichen Anpassung abgesehen hat, stellt sich auch unter Beachtung der Anforderungen der Energiewende nach den Ausführungen der Sachverständigen in ihrem schriftlichen Gutachten als sachangemessen dar.

Die Sondersituation Deutschlands wird zum einen mit der beschlossenen Energiewende und zum anderen mit dem Klimaschutzplan 2050, welcher bis zum Jahr 2050 eine weitgehende Treibhausgasneutralität Deutschlands zum Ziel hat, begründet. Ein wesentlicher Faktor, um die Klimaschutzziele zu erreichen, ist die Umstellung der Energieerzeugung auf erneuerbare Energien. Die Sachverständigen legen in ihrem Gutachten dar, dass eine relativ gleichlaufende Entwicklung des Ausbaus der erneuerbaren Energien in Deutschland und den EU-Ländern besteht. So ist der Anteil von Energie aus erneuerbaren Quellen zwischen 2004 und 2015 jeweils um 8 bis 9 Pro-

zentpunkte gestiegen. Auch in den USA ist der Anteil an erneuerbaren Energien zwischen 2004 und 2016 von rund 6 % auf 10 % gestiegen, lediglich in Australien ist der Anteil an erneuerbaren Energien des gesamten Nettoenergiekonsums zwischen 2004 und 2015 nahezu gleich geblieben. Mit Blick auf den Ausbau der erneuerbaren Energien bieten sich nach Ansicht der Sachverständigen somit keine Anhaltspunkte für eine Sondersituation Deutschlands insbesondere im Vergleich zu anderen europäischen Ländern.

6.2.2. Es bestehen auch keine spezifischen Risiken für bestimmte Netzbetreibergruppen, denen durch eine Anpassung des Risikofaktors Rechnung getragen werden müsste.

6.2.2.1. Insbesondere besteht kein Anlass, im Rahmen der Risikoeinschätzung zwischen deutschen Gasnetzbetreibern und den übrigen Unternehmen der Peer Group zu unterscheiden. Dies haben die Sachverständigen in ihrem schriftlichen Gutachten ausführlich untersucht und mit überzeugenden Gründen abgelehnt. Sie haben zunächst analysiert, ob sich für deutsche Gasnetzbetreiber besondere Risiken aus einer sinkenden Gasnachfrage ergeben und sich diesbezüglich eine unterschiedliche Risikobeurteilung gegenüber den Referenzunternehmen ergibt. Danach erscheint bereits fraglich, ob es für die dritte Regulierungsperiode überhaupt zu einer signifikanten Senkung der Gasnachfrage kommen wird. Die Sachverständigen haben festgestellt, dass der Bruttoinlandsverbrauch von Erdgas in den von ihnen betrachteten EU-Ländern – so auch in Deutschland – im Jahr 2015 gestiegen ist. Allerdings ist der nationale Erdgasverbrauch in Deutschland zwischen 2011 und 2015 um insgesamt ca. 1,6 % p.a. zurückgegangen, wobei dies aber noch deutlich unterhalb des EU-Durchschnitts von fast -3 % p.a. liegt.

Etwas anderes gilt auch nicht unter Berücksichtigung der Klimaschutzziele des Pariser Klimaschutzabkommens aus dem Jahr 2015. Es ist davon auszugehen, dass zur Erreichung dieser Ziele alle Staaten erhebliche Anstrengungen bezüglich des Ausbaus erneuerbarer Energien und der Verringerung der Stromerzeugung aus fossilen Brennstoffen unternehmen müssen. Daher sehen sich auch die übrigen Länder, aus denen die Referenzunternehmen stammen, der Frage ausgesetzt, wie langfristig eine Dekarbonisierung erreicht werden kann. Anhaltspunkte für ein deutlich erhöhtes Risiko von

deutschen Gasnetzbetreibern, das einen Aufschlag auf den auf Basis der internationalen Peer Group kapitalmarktorientiert ermittelten Betafaktor rechtfertigen würde, bestehen nach den Ausführungen der Sachverständigen nicht.

6.2.2.2. Auch ergeben sich nach den Angaben der Sachverständigen keine zusätzlichen Risiken deutscher Stromübertragungsnetzbetreiber aus der Netzanbindung von Offshore-Windparks im Vergleich zu den Referenzunternehmen. Dies wird bereits durch die gute Geschäftsentwicklung der betroffenen deutschen Stromübertragungsnetzbetreiber belegt, die insbesondere auch der Entwicklung des Offshore-Geschäfts geschuldet ist. Auch begründen die Vorschriften der §§ 17e ff. EnWG keine risikohöhernd zu berücksichtigenden Haftungsrisiken der betroffenen Stromübertragungsnetzbetreiber. So ist aufgrund der Fertigstellung der relevanten Anbindungsleitungen ein deutlicher Rückgang der Entschädigungszahlungen zu erwarten. Zudem fließen geleistete Entschädigungszahlungen wegen Verzögerung oder Störung der Netzanbindung in der Regel vollständig in den Belastungsausgleich ein und werden über die Offshore-Haftungsumlage gewälzt.

Es ist nicht vorgetragen oder sonst ersichtlich, dass bislang ein anbindungsverpflichteter Übertragungsnetzbetreiber aufgrund eines Verschuldens an der fehlenden Netzanbindung einen Eigenanteil zu tragen gehabt hätte. Auch handelt es sich nicht um eine vollständige deutsche Sondersituation. Denn auch in anderen Ländern der Peer Group werden Investitionen in Offshore-Windparks – wenn auch nicht in dem Umfang wie in Deutschland - getätigt.

6.2.2.3. Schließlich bestehen nach den Feststellungen der Sachverständigen keine im Vergleich zur Peer Group besonderen Risiken für deutsche Stromverteilernetzbetreiber aufgrund der energiewendebedingten Dezentralisierung der Stromproduktion. Zwar besteht hierdurch ein erhöhter Investitionsbedarf seitens der Stromverteilernetzbetreiber. Nach den Ausführungen der Sachverständigen ist in Anbetracht der äußerst geringen Insolvenzwahrscheinlichkeit eines durchschnittlichen deutschen Netzbetreibers und der Regelungen der ARegV und der Netzentgelteverordnungen zur Vergütung von Investitionen derzeit nicht ersichtlich, dass der absehbar hohe Investitionsbedarf zu einer Kapitalknappheit bei den Netzbetreibern führen wird. Zudem ist auch bei der Dezentralisierung der Stromproduktion eine eindeutige deutsche Sondersituation gegenüber den anderen Unternehmen der Peer Group nicht erkennbar.

6.2.3. Schließlich liegen ausweislich der von den Sachverständigen vorgenommenen Untersuchung keine Gründe vor, die eine unterschiedliche Risikobeurteilung von Strom- und Gasnetzbetreibern erforderlich machen würde. Danach weisen Gasnetzbetreiber in der Peer Group zum Abfragestichtag 31.12.2015 zwar einen höheren Betafaktor aus. Dieser ist jedoch nicht – im statistischen Sinn – signifikant höher. Mit Blick auf andere Regulierungsregimes, in denen die Eigenkapitalzinssätze für Strom- und Gasnetzbetreiber ebenfalls nicht oder nur in geringem Umfang voneinander abweichen, und mit Blick auf die Methodenkonsistenz zu früheren Regulierungsperioden halten die Sachverständigen es zum jetzigen Zeitpunkt weiterhin für vertretbar, für Strom- und Gasnetzbetreiber denselben Betafaktor anzusetzen. Sie erachten es jedoch im Rahmen der Festlegungen für zukünftige Regulierungsperioden für angezeigt, diese Fragestellung erneut einer kritischen Würdigung zu unterziehen.

7. Dagegen ist der von der Bundesnetzagentur auf S. 28 ff. der angefochtenen Festlegung vorgenommene Vergleich der von ihr festgelegten Eigenkapitalzinssätze mit der Verzinsung ausländischer Netzbetreiber zu beanstanden, weil die Bundesnetzagentur es unterlassen hat, die hinreichende Vergleichbarkeit der verglichenen Parameter der festgelegten Eigenkapitalzinssätze zu überprüfen und – soweit erforderlich - herzustellen.

7.1. Nach § 7 Abs. 5 Nr. 2 StromNEV/GasNEV ist der Wagniszuschlag unter anderem unter Berücksichtigung der „durchschnittlichen Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitätsversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten“ abzuleiten. Die Bundesnetzagentur meint insoweit, die Anforderungen des § 7 Abs. 5 Nr. 2 StromNEV/GasNEV würden bereits im Rahmen des CAPM-Ansatzes ausreichend berücksichtigt, weil eine internationale Referenzgruppe von Unternehmen zur Bestimmung des Wagniszuschlags herangezogen wurde und hält eine Betrachtung von internationalen Regulierungsentscheidungen für entbehrlich. Sie verweist zudem darauf, dass ein solcher Vergleich erheblichen Restriktionen unterläge, die sie auf S. 28 der angefochtenen Festlegung näher beschreibt. Dessen ungeachtet hat sie ihren Gutachter Frontier Economics beauftragt, einen internationalen Vergleich mit ausländischen Regulierungsentscheidungen über die Höhe der Eigenkapitalzinssätze vorzunehmen. Die Bundesnetzagentur bezieht sich in dem angefochtenen Beschluss zum einen auf die

von Frontier Economics vorgenommene Untersuchung, nimmt aber darüber hinaus eine eigene Plausibilisierung vor. Diese umfasst 26 Regulierungsentscheidungen aus 11 europäischen Ländern. Hieraus ergibt sich eine Bandbreite der Eigenkapitalzinssätze von 3,83 % bis 8,49 %. Die Bundesnetzagentur hat den von ihr für die dritte Regulierungsperiode ermittelten Wert für den Eigenkapitalzinssatz nach Steuern in Höhe von 5,64 % anhand dieser Daten dahingehend überprüft, ob er innerhalb der ermittelten Bandbreite liegt.

Im Streitfall kann offen bleiben, ob aus § 7 Abs. 5 Nr. 2 StromNEV/GasNEV folgt, dass die auf Basis von Kapitalmarktdaten ermittelten Eigenkapitalzinssätze in einem zusätzlichen Schritt anhand eines Vergleichs mit den Festlegungen ausländischer Regulierungsentscheidungen zu plausibilisieren sind. Jedenfalls ist die Bundesnetzagentur – falls sie einen solchen Vergleich vornimmt – verpflichtet, im Rahmen dieses Vergleichs sachgerechte Kriterien anzuwenden, die eine Vergleichbarkeit der verschiedenen Zinssätze gewährleisten. Des Weiteren muss die von ihr getroffene Auswahl der verglichenen Regulierungsentscheidungen repräsentativ sein.

7.2. Dies ist nicht der Fall.

7.2.1. Es besteht bereits keine hinreichende Vergleichbarkeit der von der Bundesnetzagentur in ihren Vergleich aufgenommenen Eigenkapitalzinssätze.

Nach den Ausführungen der Sachverständigen in ihrem Gutachten (vgl. Rn. 260) steht zur Überzeugung des Senats fest, dass um eine Vergleichbarkeit der Zinssätze ausländischer Regulierungsentscheidungen herzustellen, eine Korrektur der Kapitalstruktur geboten gewesen wäre.

Gemäß § 7 Abs. 1 S. 5 StromNEV/GasNEV wird die anzusetzende Eigenkapitalquote kalkulatorisch für die Berechnung der Netzentgelte auf höchstens 40 % begrenzt. Überschüssiges Eigenkapital wird geringer verzinst. Umgekehrt führt ein geringerer Eigenkapitalanteil nicht zu einer höheren Rendite des - aufgrund der höheren Verschuldung finanztheoretisch risikoreicheren - Eigenkapitals. Es bestehen somit für einen Netzbetreiber Anreize, seine tatsächliche Kapitalstruktur an dieser kalkulatorischen (Höchst-)Quote auszurichten. Vor diesem Hintergrund ist die Bundesnetzagentur selbst auch bei der Ermittlung des verschuldeten Betafaktors von einer Zieleigenkapitalquote von 40 % ausgegangen. Nach den Ausführungen der Sachverständigen

ist dann aber aus Konsistenzgründen auch für ausländische Netzbetreiber zu unterstellen, dass diese ihre Kapitalstruktur an der regulatorischen Eigenkapitalquote ausrichten. Denn bei ansonsten gleichen Bedingungen würde eine höhere regulatorische Eigenkapitalquote im Ausland bedeuten, dass die entsprechende Investition dort angesichts der geringeren kalkulatorischen Verschuldung weniger riskant und die Renditeforderung entsprechend geringer wäre. Eine höhere Eigenkapitalquote könnte somit eine geringere Eigenkapitalverzinsung rechtfertigen und die verglichenen ausländischen Regulierungsentscheidungen zumindest mitbeeinflusst haben.

7.2.2. Auch wird die Bundesnetzagentur zu überprüfen haben, ob die festgelegten ausländischen Eigenkapitalzinssätze im Übrigen mit den deutschen vergleichbar sind oder ob durch nationale Sonderregelungen den ausländischen Netzbetreibern weitere Vorteile gewährt werden, die im Ergebnis eine deutlich höhere Eigenkapitalverzinsung bewirken als dies aus der Regulierungsentscheidung ersichtlich ist. Die Sachverständigen weisen in ihrem Gutachten beispielsweise darauf hin, dass in Belgien für bestimmte Netzarten Illiquiditätsprämien in Höhe von 20 % bzw. 10 % gewährt werden und haben diese der Vorgehensweise von NERA folgend bei der Berechnung der jeweiligen Eigenkapitalzinssatzhöhe berücksichtigt. Im Hinblick darauf wird auch die Vergleichbarkeit der Eigenkapitalzinshöhe von anderen Ländern zu überprüfen sein, in denen beispielsweise ein Aufschlag für Neuinvestitionen in Netzerweiterungen oder innovative Technologien gewährt wird, wie dies nach dem Vortrag einiger Beschwerdeführer in Italien der Fall ist.

Des Weiteren wird die Bundesnetzagentur – für den Fall, dass sie einen internationalen Vergleich auch im Rahmen ihrer Neubescheidung vornimmt – zu erwägen haben, ob es sachgerecht ist, den Vergleich auf Regulierungsentscheidungen in europäischen Ländern zu beschränken. Aus dem Wortlaut des § 7 Abs. 5 Nr. 2 StromNEV/GasNEV ergibt sich diese Beschränkung nicht. Dieser spricht von der Berücksichtigung „ausländischer“ Märkte. Die Sachverständigen haben in den in der mündlichen Verhandlung vorgelegten internationalen Vergleich auch Regulierungsentscheidungen aus den USA und Australien einbezogen. Hierfür könnte sprechen, dass eine globale Betrachtung auch im Rahmen der Ermittlung der Marktrisikoprämie (Stichwort „weltweite Investorenperspektive“) und im Rahmen der Ermittlung des Risikofaktors durch die Auswahl der Referenzunternehmen für die Peer Group erfolgt.

7.2.3. Schließlich hegt der Senat aber auch Zweifel an der grundsätzlichen Eignung der von der Bundesnetzagentur vorgenommenen Plausibilisierung, die sich darauf beschränkt festzustellen, dass der von ihr festgelegte Eigenkapitalzinssatz sich innerhalb der Bandbreite ausländischer Regulierungsentscheidungen bewegt. Diese Feststellung erscheint für die Frage, ob eine angemessene Verzinsung im Sinne des § 21 Abs. 2 EnWG vorliegt, nur von geringer Relevanz. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Bandbreite ausländischer Regulierungsentscheidungen auch Ausreißer erfasst, die sich möglicherweise weit entfernt von dem Durchschnitt der übrigen Regulierungsentscheidungen befinden. Die Sachverständigen haben nachvollziehbar im Rahmen des von ihnen vorgenommenen Vergleichs des Eigenkapitalzinssatzes mit dem Eigenkapitalzinssatz ausländischer Regulierungsbehörde eine andere Vorgehensweise angewandt und neben der Bandbreite auch die durchschnittliche Verzinsung ermittelt, wobei sie zunächst länderspezifische Durchschnitte berechnet und ausgehend von diesen einen Mittelwert der Länderdurchschnitte errechnet haben. Hierdurch wird vermieden, dass einem bestimmten Land, für das besonders viele einzelne Regulierungsentscheidungen existieren - wie dies z.B. bei Belgien der Fall ist - ein zu hohes Gewicht zukommt.

8. Unbegründet sind dagegen die von einem Teil der Beschwerdeführer erhobenen Einwendungen gegen die Berechnung des Steuerfaktors. Diese ist rechtsfehlerfrei erfolgt. Die von der Bundesnetzagentur verwendete Formel zur Berechnung des Eigenkapitalzinssatzes vor Steuern ist korrekt.

8.1. Die Bundesnetzagentur hat den Eigenkapitalzinssatz nach Steuern mit dem Faktor 1,225 multipliziert, um den Zinssatz vor Steuern darzustellen. Insoweit nimmt sie zu Recht an, dass die von ihr ermittelten Eigenkapitalzinssätze nach Steuern für Neuanlagen und Altanlagen noch um die Körperschaftssteuer zu erhöhen sind. Wie der Senat bereits im Hinblick auf die Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die erste Regulierungsperiode entschieden hat (vgl. Beschluss vom 24.04.2013, VI-3 Kart 60/08) handelt es sich bei dem nach § 7 Abs. 6 StromNEV/GasNEV maßgeblichen Eigenkapitalzinssatz um einen solchen vor Körperschaftssteuer und nach Gewerbesteuer. Im Unterschied zu der für die erste Regulierungsperiode verwandten Formel für den Steuerfaktors s ($s = \text{Körperschaftssteuersatz} \times (1 + \text{Solidaritätszuschlag})$), in

der die Bundesnetzagentur fehlerhaft die um die Gewerbesteuer verminderte Eigenkapitalverzinsung als Bemessungsgrundlage für die Körperschaftssteuer zugrunde gelegt hatte, hat sie nunmehr – ebenso wie für die zweite Regulierungsperiode – in der Formel des Steuerfaktors berücksichtigt, dass Bemessungsgrundlage für die Körperschaftssteuer der Gewinn vor sämtlichen Steuern, einschließlich der Gewerbesteuer, ist, weil nach §§ 7 Abs. 1, Abs. 2, 8 Abs. 1 KStG i.v.m. § 4 Abs. 5b EStG die Gewerbesteuer nicht abzugsfähig ist.

8.2. Die Vorgehensweise der Bundesnetzagentur erweist sich auch nicht deswegen als rechtsfehlerhaft, weil wegen der höchstrichterlich bestätigten „vom-Hundert-Rechnung“ ein Teil der tatsächlichen Steuerlast aus der Gewerbesteuer nicht über § 8 StromNEV/GasNEV anerkannt wird.

Soweit der Bundesgerichtshof ausgeführt hat, dass als zwangsläufige Folge des rein kalkulatorischen Berechnungsansatzes die Eigenkapitalverzinsung tatsächlich nicht „in vollem Umfang“ erhalten bleibe (vgl. BGH, Beschluss vom 10.11.2015, EnVR 26/14, Rn. 46 bei juris), ergibt sich daraus zwar, dass die nach den gewerbesteuerrechtlichen Vorgaben ermittelte tatsächliche Steuerlast nicht vollumfänglich als Kosten bei der Entgeltermittlung in Ansatz gebracht wird. Daraus folgt jedoch nicht, dass ein etwaiger ertragsmindernder Abzug bei der Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze vor Steuern im Steuerfaktor zinserhöhend Berücksichtigung finden müsste. Die gegen die „Vom-Hundert-Rechnung“ erhobene Kritik, diese führe zu einer systematisch zu gering ermittelten kalkulatorischen Gewerbesteuer, denn allein eine „Im-Hundert-Rechnung“ erfasse mathematisch zutreffend den Umstand, dass es sich bei der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung bereits um einen Betrag nach Gewerbesteuer handele, hat der Bundesgerichtshof unter Hinweis auf den in den Entgeltverordnungen vorgesehenen rein kalkulatorischen Berechnungsansatz zurückgewiesen (BGH, Beschluss vom 25.04.2017, EnVR 57/15, und 10.11.2015, EnVR 26/14). Danach ist der gemäß den Vorschriften der § 7 StromNEV/GasNEV kalkulatorisch ermittelte Betrag der Eigenkapitalverzinsung unabhängig von steuerrechtlichen Erwägungen auch für den kalkulatorischen Ansatz von Gewerbesteuer heranzuziehen. Der Bundesgerichtshof hat klargestellt, dass die gewerbesteuerrechtliche Berechnungsweise für die Ermittlung der Netzkosten nicht maßgeblich ist und umgekehrt dem kalkulatorisch ermittelten Betrag der Eigenkapitalverzinsung keine ausschlaggebende Bedeutung für die Berechnung der tatsächlich anfallenden Gewerbesteuer zukommt. Somit stellt sich eine etwaige

Differenz zwischen dem nach § 8 StromNEV/GasNEV in Ansatz zu bringenden Betrag und der nach gewerbesteuerrechtlichen Vorgaben zu berechnenden Gewerbesteuerlast nicht als korrekturbedürftige Folge einer mathematisch falschen Berechnungsmethode, sondern als Konsequenz des durch den Wortlaut des § 8 StromNEV/GasNEV vorgegebenen und in der Verordnungssystematik angelegten kalkulatorischen Rechenansatzes dar.

8.3. Auch aus der Begründung zur Änderung des § 7 Abs. 6 StromNEV/GasNEV (BR-Drs. 417/07 (Beschluss), S. 23) folgt keine Verpflichtung, einen etwaigen Differenzbetrag als ausgleichsbedürftigen Minderertrag zinserhöhend bei der Ermittlung des Steuereffektors in Ansatz zu bringen. Dort heißt es:

„Es ist nicht zweckmäßig, den Eigenkapitalzinssatz nach Ertragssteuern festzulegen. Ein solcher – um einen Ertragssteuersatz ermäßigter – Zinssatz wäre nur dann sachgerecht, wenn die Ertragssteuern gleichzeitig in voller Höhe als Kosten bei der Netzentgeltbildung angesetzt würden.“

Eine in diesem Sinne vollständige Erfassung bei der Netzentgeltbildung findet im Hinblick auf die Gewerbesteuer durch die Berücksichtigung in § 8 StromNEV/GasNEV statt, obwohl infolge des rein kalkulatorischen Berechnungsansatzes nicht der nach gewerbesteuerrechtlichen Maßgaben errechnete tatsächlich anfallende Gewerbesteuerbetrag in Ansatz gebracht wird. Soweit der Verordnungsgeber einen um einen Ertragssteuersatz ermäßigten Zinssatz nur bei vollständigem Ansatz der Ertragssteuern bei der Netzentgeltbildung für sachgerecht hält, setzt dies gerade keine Deckungsgleichheit zwischen den nach steuerrechtlichen und den nach kalkulatorischen Grundsätzen ermittelten Ertragssteuerbeträgen voraus. Vielmehr soll nach der Vorstellung des Verordnungsgebers eine Ertragssteuer entweder im Rahmen der Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze vor Steuern oder aber bei der Netzentgeltbildung angesetzt werden. Der Verordnungsgeber wollte erkennbar vermeiden, dass der Eigenkapitalzinssatz nach Ertragssteuern festgelegt wird – es sei denn, diese werden bei der Netzentgeltbildung berücksichtigt. Die zitierten Ausführungen betreffen damit ausschließlich die Frage der grundsätzlichen systematischen Berücksichtigung der Steuerlast aus Ertragssteuern bei der Ermittlung der Eigenkapitalverzinsung. Eine inhaltliche Vorgabe betreffend die rechnerische Methodik bei dem gegebenenfalls erfolgenden Ansatz im Rahmen der Netzentgeltbildung enthält die Verordnungsbegründung

dagegen nicht. Anhaltspunkte für die Annahme, nach der Vorstellung des Verordnungsgebers solle die sich bei Anwendung der höchstrichterlich bestätigten „Vom-Hundert-Rechnung“ ergebende Differenz zwischen dem kalkulatorisch ermittelten und dem nach steuerrechtlichen Vorgaben errechneten Gewerbesteuerbetrag im Steuerfaktor rechnerisch berücksichtigt werden, bestehen damit nicht.

9. Entgegen der von einigen Beschwerdeführern vertretenen Auffassung hat die Bundesnetzagentur den Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen gemäß § 7 Abs. 4 S. 2 StromNEV/GasNEV nicht rechtsfehlerhaft zu niedrig ermittelt.

9.1. Gemäß § 7 Abs. 4 Satz 2 StromNEV/GasNEV ist der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Altanlagen entfällt, anzuwendende Eigenkapitalzinssatz zusätzlich um den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der Preisänderungsrate gemäß dem vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Verbraucherpreisgesamtindex zu ermäßigen. Durch die Reduzierung des Zinssatzes für die zum Eigenkapital gehörenden Altanlagen wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Inflation infolge der Bewertung der Altanlagen zu Tagesneuwerten bereits in den anlagen- oder anlagengruppenspezifischen Preisindizes enthalten ist.

Die Bundesnetzagentur hat den Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen nach Steuern in Höhe von 5,64 % als Ausgangspunkt zugrunde gelegt und davon die Preisänderungsrate in Höhe von 1,46 % auf der Nach-Steuer-Ebene abgezogen und auf diese Weise einen Nachsteuerwert in Höhe von 4,18 % errechnet. Zur Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes vor Steuern hat sie den Nachsteuerwert durch Multiplikation mit dem Steuerfaktor in Höhe von 1,225 um die Körperschaftssteuer erhöht und den Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen damit im Ergebnis auf 5,12 % festgelegt. Dies ist methodisch nicht zu beanstanden. Die von der Bundesnetzagentur gewählte Berechnungsmethode, die auch für die erste und zweite Regulierungsperiode angewandt worden war, entspricht den Vorgaben des § 7 Abs. 4 S. 2 StromNEV/GasNEV.

9.2. Der Senat hat bereits im Hinblick auf die Ermittlung der Eigenkapitalverzinsung für die erste Regulierungsperiode mit Beschluss vom 24.03.2013 (VI-3 Kart 60/08) entschieden, dass die Preisänderungsrate nicht unmittelbar von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen vor Steuer in Abzug zu bringen ist und zur Begründung insbesondere

darauf abgestellt, dass die zusätzliche Berücksichtigung der Körperschaftssteuer systematisch erst in § 7 Abs. 6 StromNEV/GasNEV vorgesehen ist.

Gründe, die nunmehr eine abweichende Bewertung rechtfertigten, sind weder aufgezeigt noch ersichtlich. Maßgeblich ist, dass § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV/GasNEV die grundsätzliche Methode zur Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen vorgibt. Die dort vorgesehene Berechnungsmethode - Addition des 10-Jahresdurchschnitts der Umlaufrendite mit einem angemessenen Wagniszuschlag - führt unstreitig zu einem Zinssatz nach Steuern. Der in Satz 2 vorgesehene Abzug der Preisänderungsrate bezieht sich damit bei einer systematischen Auslegung ebenfalls auf den Zinssatz nach Steuern, denn von einem Zinssatz vor Steuern ist in den voranstehenden Vorschriften noch nicht die Rede. Das Erfordernis der zusätzlichen Berücksichtigung der Körperschaftssteuer ergibt sich erstmals aus § 7 Abs. 6 S. 3 StromNEV/GasNEV. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, die Regelungen in § 7 Abs. 6 S. 3 StromNEV/GasNEV erschöpfe sich darin, die Befugnis zur Festlegung zu bestimmen. § 7 Abs. 6 S. 3 StromNEV/GasNEV enthält eine über die Schaffung einer Ermächtigungsgrundlage hinausgehende inhaltliche Vorgabe betreffend die Festlegung der Zinssätze. Durch den Hinweis, dass die bis zur erstmaligen Festlegung durch die Bundesnetzagentur verordnungsseitig festgeschriebenen Zinssätze solche vor Steuern sind, ergibt sich zugleich eine klare Handlungsanweisung für die von der Bundesnetzagentur im Folgenden zu erlassenden Festlegungen, dergestalt, dass in diesen die Zinssätze für Neu- und Altanlagen vor Steuern zu bestimmen sind. Dieses erstmals in § 7 Abs. 6 S. 3 StromNEV/GasNEV festgelegte Handlungsgebot bezieht sich auf die Zinssätze, die nach den in § 7 Abs. 4 und 5 StromNEV/GasNEV enthaltenen inhaltlichen Vorgaben festgelegt sind, so dass das Vorgehen der Beschlusskammer, bei der Berechnung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen die Preissteigerungsrate von dem Eigenkapitalzinssatz für Neuanlagen nach Steuern abzuziehen und sodann die Erhöhung um die Körperschaftssteuer vorzunehmen, der Systematik der verordnungsrechtlichen Vorgaben entspricht.

9.3. Etwas anderes folgt auch nicht aus der Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 25.04.2017 (EnVR 57/15, Rn. 56 bei juris). Soweit der Bundesgerichtshof dort ausführt, dass der Zinssatz für Altanlagen gegenüber dem Zinssatz für Neuanlagen um die durchschnittliche Preisänderungsrate reduziert ist, ergibt sich daraus keinerlei

Vorgabe betreffend die Frage, ob der Zinssatz für Altanlagen durch Abzug der Preisänderungsrate unmittelbar aus dem Vorsteuerzinssatz für Neuanlagen oder aber durch Abzug auf der Nach-Steuer-Ebene und anschließende Multiplikation mit dem Steuerfaktor zu ermitteln ist. Die Entscheidung befasst sich nicht mit der methodisch und rechnerisch korrekten Ermittlung des Vorsteuerzinssatzes, sondern mit der Frage, welcher Zinssatz auf negatives Eigenkapital anzuwenden ist. Ausgangspunkt ist dabei die Feststellung, dass der Zinssatz für Neuanlagen im Sinne des § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV/GasNEV derjenige Zinssatz ist, der der gesetzlichen Vorgabe einer angemessenen Verzinsung unter Berücksichtigung der mit dem Netzbetrieb verbundenen unternehmerischen Wagnisse grundsätzlich entspricht und demgemäß auch auf das negative Eigenkapital Anwendung findet, während die Zinssätze für den überschießenden Anteil des Eigenkapitals und für Altanlagen Ausnahmekonstellationen betreffen, deren Voraussetzungen im Hinblick auf negatives Eigenkapital gerade nicht vorliegen. Eine Aussage dazu, ob die Berücksichtigung der Körperschaftsteuer bereits in § 7 Abs. 4 S. 1 StromNEV/GasNEV angelegt ist, enthält die Entscheidung nicht. Der Senat hält damit auch in Ansehung der aktuellen höchstrichterlichen Rechtsprechung an dem in der Entscheidung vom 24.04.2013 (VI-3 Kart 60/08) entwickelten systematischen Verständnis fest.

9.4. Der Vorgehensweise der Bundesnetzagentur kann schließlich nicht entgegen gehalten werden, dass bei der Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes für Altanlagen die Preisänderungsrate in größerem Umfang berücksichtigt werde als bei der Ermittlung des betriebsnotwendigen Eigenkapitals und dieser nachteilige Effekt durch den Abzug der Preisänderungsrate auf der Nach-Steuer-Ebene noch verstärkt werde.

Der Ansatz der Preisänderungsrate erfolgt in den unterschiedlichen Sachzusammenhängen nach den jeweils einschlägigen Vorschriften. Der Eigenkapitalzinssatz für Altanlagen betrifft nur das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Altanlagen entfällt. § 7 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 StromNEV/GasNEV bestimmt, in welchem Umfang die kalkulatorischen Restwerte des Sachanlagevermögens der betriebsnotwendigen Altanlagen, bewertet zu Tagesneuwerten, in das betriebsnotwendige Eigenkapital eingehen. Es erfolgt keine vollständige Berücksichtigung der Altanlagen bei der Ermittlung des betriebsnotwendigen Eigenkapitals. Derjenige Teil der Altanlagen, der nicht beim Eigenkapital berücksichtigt wird, wird zu Anschaffungs- und Herstellungskosten bewertet und als fremdfinanzierter Anteil des betriebsnotwendigen Vermögens angesehen. Es

kann demnach keine Rede davon sein, dass nur ein 40%iger Anteil der Altanlagen gemäß § 7 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 StromNEV/GasNEV anhand von Tagesneuwerten inflationskorrigiert bewertet wird, während der Eigenkapitalzinssatz für 100 % der Altanlagen um die Preisänderungsrate bereinigt wird.

Dass die Beschlusskammer 3 ein abweichendes Vorgehen für die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze im Telekommunikationssektor gewählt hat, bedeutet nicht, dass die hier in Rede stehende Berechnungsmethode rechtsfehlerhaft ist.

C.

I. Die Kostenentscheidung beruht auf § 90 S. 1 EnWG. Es entspricht der Billigkeit, der Bundesnetzagentur die Kosten des Beschwerdeverfahrens sowie die außergerichtlichen Kosten der Beschwerdeführerin aufzuerlegen, weil sie im Beschwerdeverfahren unterlegen ist.

II. Die Festsetzung des Gegenstandswertes für das Beschwerdeverfahren folgt aus § 50 Abs. 1 Nr. 2 GKG, § 3 ZPO. Maßgeblich für den Beschwerdewert sind das Interesse der Beschwerdeführerin an der Änderung bzw. Aufhebung der Entscheidung der Regulierungsbehörde und die wirtschaftlichen Konsequenzen, die aus dem streitigen Rechtsverhältnis resultieren (Senat, Beschluss vom 09.03.2016, VI-3 Kart 17/15, Rn. 74 bei juris). Letztere sind nicht konkret bezifferbar, aber für die Beschwerdeführerin erheblich. Der Senat geht davon aus, dass dem wirtschaftlichen Interesse der Beschwerdeführerin mit dem festgesetzten Streitwert von 100.000 EUR in angemessener Weise Rechnung getragen wird.

D.

Der Senat hat die Rechtsbeschwerde an den Bundesgerichtshof gegen diese Entscheidung zugelassen, weil die streitgegenständlichen Fragen grundsätzliche Bedeutung haben und der Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung dienen (§ 86 Abs. 2 Nr. 1 und 2 EnWG).

Rechtsmittelbelehrung:

Die Rechtsbeschwerde kann nur darauf gestützt werden, dass die Entscheidung auf einer Verletzung des Rechts beruht (§§ 546, 547 ZPO). Sie ist binnen einer Frist von einem Monat schriftlich bei dem Oberlandesgericht Düsseldorf, Cecilienallee 3, 40474 Düsseldorf, einzulegen. Die Frist beginnt mit der Zustellung dieser Beschwerdeentscheidung. Die Rechtsbeschwerde ist durch einen bei dem Beschwerdegericht oder Rechtsbeschwerdegericht (Bundesgerichtshof) einzureichenden Schriftsatz binnen eines Monats zu begründen. Die Frist beginnt mit der Einlegung der Beschwerde und kann auf Antrag von dem oder der Vorsitzenden des Rechtsbeschwerdegerichts verlängert werden. Die Begründung der Rechtsbeschwerde muss die Erklärung enthalten, inwieweit die Entscheidung angefochten und ihre Abänderung oder Aufhebung beantragt wird. Rechtsbeschwerdeschrift und -begründung müssen durch einen bei einem deutschen Gericht zugelassenen Rechtsanwalt unterzeichnet sein. Für die Regulierungsbehörde besteht kein Anwaltszwang; sie kann sich im Rechtsbeschwerdeverfahren durch ein Mitglied der Behörde vertreten lassen (§§ 88 Abs. 4 S. 2, 80 S. 2 EnWG).

Laubenstein

Frister

Klein Reesink