
Datum: 22.03.2018
Gericht: Oberlandesgericht Düsseldorf
Spruchkörper: 3. Kartellsenat
Entscheidungsart: Beschluss
Aktenzeichen: VI-3 Kart 549/16 (V)
ECLI: ECLI:DE:OLGD:2018:0322.VI3KART549.16V.00

Nachinstanz: Bundesgerichtshof, EnVR 56/18
Rechtskraft: nicht rechtskräftig

Tenor:

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 50.000 Euro festgesetzt.

Die Rechtsbeschwerde wird zugelassen.

Gründe: 1

A. 2

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 3

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. 4

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. 5

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: 6

- Bankschuldverschreibungen (Hypothekendarlehen; öffentliche Darlehen; Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten; Sonstige Bankschuldverschreibungen) 7

- Anleihen von Unternehmen 8

- Anleihen der öffentlichen Hand 9

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. 10

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 11

gewählt und die Marktrisikoprämie unter Bezugnahme auf das Ergebnis des von ihr bei der Frontier Economics Ltd. in Auftrag gegebenen wissenschaftlichen Gutachtens 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 zu historischen Marktrisikoprämien zugrunde gelegt. Die bei der Festlegung der Eigenkapitalzinssätze für die erste Regulierungsperiode verwandte Datenbasis von DMS umfasste Kapitalmarktdaten von insgesamt 17 Ländern über einen Zeitraum von 1900 – 2007. Die Weltmarktrisikoprämie 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. 12

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. 13

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. 14

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. 15

Mit der Beschwerde macht die Beschwerdeführerin geltend, dass die Festlegung der Eigenkapitalzinssätze rechtsfehlerhaft erfolgt sei und zu einer unangemessen niedrigen Eigenkapitalverzinsung führe. Sie ist der Ansicht, die Bundesnetzagentur habe die Eigenkapitalzinssätze nicht im Einklang mit den Vorgaben aus § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG i.V.m. § 7 Abs. 5 GasNEV und damit rechtswidrig festgelegt. Der von der Bundesnetzagentur ermittelte Wagniszuschlag in Höhe von 3,15 % sowie die darin enthaltene Marktrisikoprämie in Höhe von 3,8 % seien nicht plausibel, da die Werte deutlich außerhalb der Bandbreiten lägen, die sich aus der zutreffenden Anwendung des CAPM sowie der Berücksichtigung der weiteren Tatbestandsmerkmale des § 7 Abs. 5 Nr. 1-3 GasNEV ergeben würden.

Die Bundesnetzagentur habe das – grundsätzlich für die Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen geeignete und auch von der Rechtsprechung insoweit anerkannte – CAPM-Verfahren in mehrfacher Hinsicht fehlerhaft angewandt. 17

Unzutreffend sei bereits die von der Bundesnetzagentur vertretene grundlegende Annahme, wonach die Verwendung eines CAPM methodisch die Berücksichtigung historischer Daten erfordere. Vielmehr sei vom jeweiligen Verwender des CAPM eigenständig zu prüfen und zu entscheiden, ob die in das Modell eingehende Marktrisikoprämie auf der Basis historischer Daten oder anhand von aktuellen Kapitalmarktdaten und Schätzungen ermittelt werden solle, um vor dem Hintergrund der jeweiligen Kapitalmarktverhältnisse zu belastbaren Ergebnissen zu gelangen. Diese Prüfung habe die Bundesnetzagentur nicht durchgeführt. Die fehlerhafte Anwendung einer an sich statthaften Methode könne auch nicht mit Ermessenserwägungen gerechtfertigt werden. Die unterlassenen Tatsachenfeststellungen sowie das Fehlen darauf basierender Erwägungen für die innerhalb des CAPM zu treffenden Entscheidungsmöglichkeiten stellten einen Ermessensausfall dar. 18

Die Bundesnetzagentur habe für die Ermittlung der Marktrisikoprämie mittels des CAPM ausschließlich auf historische Datenreihen abgestellt, obwohl die aktuellen Kapitalmarktverhältnisse ausgelöst durch die Euro-Staatsschuldenkrise mit der von ihr gewählten Methode nicht abgebildet werden könnten. Entgegen der Auffassung der Bundesnetzagentur stellten historische Daten keine per se objektive und transparente Grundlage für die Schätzung einer Marktrisikoprämie dar. Die Marktrisikoprämie sei nicht direkt am Kapitalmarkt zu beobachten und damit nicht messbar. Sie könne grundsätzlich entweder anhand historischer Kapitalmarktdaten oder anhand der aktuellen Kapitalmarktdaten und Analystenerwartungen für die Zukunft geschätzt werden. Beide Datengrundlagen seien gleichermaßen von subjektiven Annahmen und Wertungen beeinflusst. Dies habe die Bundesnetzagentur bei der Übernahme der DMS-Daten nicht hinreichend berücksichtigt. Die zukunftsorientierte Ermittlung von Marktrenditen bzw. Marktrisikoprämien könne ebenfalls sachgerecht sein. Wesentlicher Vorteil dieser Vorgehensweise sei, dass die Marktrendite und die Marktrisikoprämie stichtags- und zukunftsbezogen abgeleitet werden könnten, so dass hiermit eine Schätzung der Marktrisikoprämie unter hinreichender Berücksichtigung des aktuellen Kapitalmarktumfelds gewährleistet werden könne. Die Betrachtung des aktuellen Kapitalmarktumfelds sei immer dann von besonderer Bedeutung, wenn eine strukturelle Veränderungen der relevanten Kapitalmarktverhältnisse eingetreten sei, so dass eine vergangenheitsbezogene Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht geeignet sei, die gegenwärtigen Renditeerwartungen der Marktteilnehmer angemessen abzubilden. Derzeit komme es zu einer solchen strukturellen Abweichung von den zuvor beobachtbaren Kapitalmarktverhältnissen. Die im Jahr 2007 in den USA ausgelöste Finanzmarktkrise und die sich ab dem Jahr 2010 anschließende Euro-Staatsschuldenkrise hätten deutlichen Einfluss auf die Finanzmärkte in Europa gehabt. 19

Schließlich liege der Methode der Verwendung von historischen Daten die Annahme von im Zeitverlauf konstanten Marktrisikoprämien zugrunde. Diese Annahme sei unzutreffend, sie werde insbesondere nicht durch Ermittlungen der Bundesnetzagentur oder Untersuchungen der von ihr beauftragten Gutachter gerechtfertigt. Die Annahme einer im Zeitverlauf konstanten Marktrisikoprämie sei bereits nicht (mehr) mit den hierzu vorliegenden aktuellen wissenschaftlichen Theorien vereinbar. Diese zeigten, dass die Methode der historischen Marktrisikoprämie bei aktuellen Kursschwankungen zu verzerrten und unzutreffenden Ergebnissen führe. Zudem könne auch die Volatilität auf den Aktienmärkten vor dem Hintergrund relativ stabiler Dividendenrenditen nur auf einer Form von zeitvariablen (und somit nicht konstanten) Risikopräferenzen bzw. Risikoeinschätzungen der Investoren beruhen. Dies hätten die Bundesnetzagentur oder die von ihr beauftragten Gutachter bei Durchführung der gebotenen Untersuchungen auch feststellen können und daher zumindest nicht ausschließlich auf eine historische Marktrisikoprämie abstellen dürfen. Jedenfalls wäre zur Plausibilisierung eine Ermittlung der Marktrisikoprämie unter der Annahme einer konstanten Aktienrendite geboten gewesen, bei der methodisch ein aktueller Basiszinssatz - und nicht ein langfristiger historischer Durchschnitt wie bei den DMS-Daten - zugrunde zu legen sei. Von ihren Verfahrensbevollmächtigten in Auftrag gegebene empirische Analysen sowie Analysen eines von der Beschlusskammer 3 der Bundesnetzagentur für den Telekommunikationsbereich in Auftrag gegebenen Gutachtens belegten, dass mit Blick auf die historischen Kapitalmarktdaten insgesamt eher von einer Konstanz der Aktienrendite als der Marktrisikoprämie auszugehen sei. Insbesondere falle auch bei der von der Bundesnetzagentur herangezogenen DMS-Datenreihe mit einer weltweiten Betrachtung die Aktienrendite stabiler aus. Dies spreche für einen inversen Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Marktrisikoprämie. Der inverse Zusammenhang bestehe bei der von der Bundesnetzagentur gewählten Methodik bereits messbedingt. Er sei eine sich rechnerisch ergebende Konsequenz der unterschiedlichen Laufzeiten des für die Ermittlung der Marktrisikoprämie angesetzten Aktien- bzw. Anleiheportfolios. So sei der zinsbedingte Kursgewinn von Aktien deutlich höher als bei den Anleihen und somit eine inverse Abhängigkeit zwischen Basiszinssatz und Marktrisikoprämie allein messbedingt gegeben. Die Auswirkungen dieses Messfehlers seien insbesondere dann von erheblicher Bedeutung, wenn sich die Zinsentwicklung in einem Land abkoppelt und daher nicht mehr von einem einheitlichen Zinsniveau in den für die Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie betrachteten Ländern gesprochen werden könne. Dies treffe im Streitfall zu. Das aktuelle Zinsniveau in Großbritannien und den USA, deren Kapitalmarktdaten mit einem Anteil von 60 % in die DMS-Daten einfließen, sei deutlich höher als in den Ländern der Eurozone. Die Abhängigkeit der historisch ermittelten Marktrisikoprämie von der Zinsentwicklung lasse sich aber auch anhand von empirischen Untersuchungen belegen.

Unabhängig von der Frage der Konstanz der Marktrisikoprämie sei das alleinige Abstellen auf langfristige historische Kapitalmarktdaten jedenfalls derzeit fehlerhaft, weil mit dieser Methode nicht die aktuelle Situation an den Finanzmärkten angemessen abgebildet werden könne. Die Bundesnetzagentur sowie die von ihr beauftragten Gutachter hätten bereits nicht hinreichend untersucht, ob aktuell ein relevanter Strukturbruch vorliege, dessen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt bedingten, dass die alleinige Verwendung einer aus historischen Daten abgeleiteten Marktrisikoprämie nicht mehr zu plausiblen und damit zu rechtswidrigen Ergebnissen führe. Die aktuelle Situation sei als relevanter Strukturbruch anzusehen. Dieser sei zunächst in dem niedrigen Zinsniveau in Deutschland sowie in der Reduzierung der Risikobereitschaft der Anleger begründet. Es könne davon ausgegangen werden, dass das niedrige Zinsniveau zumindest für den Raum der europäischen Währungsunion für einige Zeit bestehen bleiben werde. Als weiterer Strukturbruch sei die voraussichtlich nachhaltige Abkoppelung des Zinsniveaus im Euro-Raum von den Zinsen in 21

den USA und Großbritannien zu qualifizieren. Die Ableitung der Renditeerwartungen aus den historischen Kapitalmarktdaten führe dazu, dass den aktuellen Investorenerwartungen, mithin den am Markt geforderten Renditen, nicht entsprochen werden könne. Unzutreffend sei die Auffassung der Bundesnetzagentur, die davon ausgehe, mit möglichst langen Zeitreihen könne jedwede Veränderung der (aktuellen) Kapitalmarktverhältnisse angemessen abgebildet werden. Der auf dieser Grundlage festgesetzte Eigenkapitalsatz sei nicht mehr wettbewerbsfähig.

Auch habe die Bundesnetzagentur die DMS-Daten fehlerhaft verwandt. Sie habe es unterlassen, die methodisch zwingend erforderliche Entscheidung über die Perspektive des relevanten Investors und damit über die für den Investor relevante Währung zu treffen. Nach eigenen Angaben lege die Bundesnetzagentur eine weltweite Betrachtung zugrunde. Sie leite die Marktrisikoprämie aus den von DMS anhand der langfristigen Staatsanleihen ermittelten Daten ab. Dabei stelle sie den in US-Dollar umgerechneten Weltaktienmarktrenditen die länderspezifischen langfristigen Staatsanleihen – auch jeweils in US-Dollar umgerechnet – gegenüber. Mit diesem Vorgehen könne aber keine einheitliche Investorenperspektive abgebildet werden („heimatloser Investor“). Darüber hinaus wäre aber auch die Wahl eines US-Investors nicht sachgerecht. Statistiken zur Eigenkapitalstruktur belegten, dass als repräsentativer Investor in deutsche Energieversorgungsnetze vorrangig ein im Euroraum beheimateter Anleger in Betracht käme. Als sichere Anlage seien folglich deutsche Bundesanleihen, notiert in Euro, zugrunde zu legen. 22

Als methodisch fehlerhaft stelle sich ferner dar, dass die Bundesnetzagentur – durch die Heranziehung der DMS-Daten – eine auf Basis der geometrischen Differenz aus der erwarteten Aktienrendite und der sicheren Anlage berechnete Marktrisikoprämie herangezogen habe. Das auf dieser Grundlage ermittelte Ergebnis entspreche nicht der innerhalb der Wissenschaft üblichen und innerhalb des CAPM in der Formel definierten Vorgehensweise zur rechnerischen Ermittlung der anzusetzenden Marktrisikoprämie, wonach die arithmetische Differenz anzusetzen sei. Frontier gehe in seinem Gutachten offensichtlich irrtümlich von der Verwendung der arithmetischen Differenz aus und halte diese für sachgerecht. Dies sei anzunehmen, weil die Gutachter eine Prüfung der Wechselkurseffekte vorgenommen hätten. 23

Schließlich sei eine Komponente der Differenzbetrachtung, nämlich die Renditen der sicheren Anlagen, bereits nach der eigenen Aussage der Autoren der DMS-Studie für eine Fortschreibung in die Zukunft und damit die hier vorgenommene Schätzung einer Marktrisikoprämie völlig ungeeignet. Durch die Verwendung langfristiger historischer Renditen (Bonds) für die von der Bundesnetzagentur herangezogene Datenreihe von DMS zur Bestimmung der sicheren Anlage komme es zu einer unzulässigen Fortschreibung des sog. „Golden Age of Bonds“-Effekts. Damit würden die in der Vergangenheit erzielten hohen Bondsrenditen in die Zukunft übertragen, woraus sich eine erhebliche Unterschätzung der Marktrisikoprämie ergebe. Da - auch nach Auffassung der Verfasser der DMS-Studie - solche hohen Bondsrenditen nicht für die Zukunft fortgeschrieben werden dürften, sei dieses Vorgehen zur Ermittlung einer zukunftsgerichteten Marktrisikoprämie nicht zulässig. 24

Schließlich seien die zugrunde gelegten Daten von DMS, die von der Bundesnetzagentur nicht auf hinreichende Qualität untersucht worden seien, als nicht genügend nachvollziehbar einzustufen. Eine rechnerische Überprüfung der von DMS ermittelten Daten sei nicht möglich. Dies betreffe insbesondere die weltweit aggregierten Daten sowie fehlende länderspezifische Zeitreihen von Russland und China. Daher sei die Verwendung der DMS-Daten für andere regulierungsbehördliche Entscheidungen bereits grundsätzlich abgelehnt worden. Die Daten 25

seien ferner qualitativ nicht ausreichend geeignet. So müsse insbesondere für den Anfangszeitraum der Betrachtung die Qualität der Daten bezweifelt werden. Auch sei das Vorgehen von DMS nicht konsistent. So ermittle sich der Weltindex von DMS im Sourcebook 2016 im Vergleich zu der letztmaligen Festlegung der Eigenkapitalzinssätze im Jahr 2011 nicht mehr aus 19, sondern aus 23 Ländern, wobei die hinzugekommenen Länder Russland und China keine durchgehenden Zeitreihen aufwiesen. Überdies sei zweifelhaft, inwiefern gerade Russland und China einen geeigneten Vergleichsmarkt für die Festlegung einer Risikoprämie für deutsche Strom- und Gasnetzbetreiber darstellten. Die mangelnde Konsistenz der Daten führe zu erheblichen Veränderungen der Risikoprämie.

Die von der Bundesnetzagentur vorgenommene Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand des Mittelwerts aus dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel sei fehlerhaft und führe zu einer unzulässigen Unterschätzung der Marktrisikoprämie. Das von der Bundesnetzagentur herangezogene geometrische Mittel sei bereits methodisch fehlerhaft berechnet. Von DMS werde der geometrische Mittelwert rechnerisch als geometrisches Mittel der Marktrisikoprämie einzelner Jahre berechnet (erst Berechnung der Differenz aus Aktienrendite und sicherer Anlage, dann Berechnung des geometrischen Mittels). Im Gegensatz dazu werde bei der allgemein anerkannten Vorgehensweise das geometrische Mittel separat für die Aktienrendite und für den risikolosen Zinssatz über den jeweiligen Betrachtungszeitraum ermittelt und dann im zweiten Schritt die Marktrisikoprämie für den gesamten Zeitraum als Residuum aus der Aktienrendite und dem risikolosen Zinssatz errechnet (erst Bildung des geometrischen Mittels, dann Differenzberechnung). Soweit DMS die Abweichung von der anerkannten Vorgehensweise mit der Bereinigung um Wechselkurseffekte rechtfertige, werde hierdurch fälschlicherweise suggeriert, dass es sich bei der Marktrisikoprämie um eine beobachtbare Größe handele. Bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie als Mittelwert zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel verkenne die Bundesnetzagentur zudem fehlerhaft, dass die von DMS gemessenen weltweiten Marktrisikoprämien keine statistische Abhängigkeit im Sinne der seriellen Korrelation aufwiesen. Auch Frontier habe sich aber für den Fall von unkorrelierten Daten für die Verwendung des arithmetischen Mittels ausgesprochen. Die Verwendung des arithmetischen Mittels sei aber ohnehin unter Berücksichtigung der durch die Euro-Staatsschuldenkrise sowie die Finanzmarktkrise bedingte Sondersituation geboten gewesen.

Die Bundesnetzagentur habe es rechtsfehlerhaft unterlassen, die Tatsachen zu ermitteln, die notwendig seien, um die in § 7 Abs. 5 Nr. 1-3 GasNEV genannten Umstände bei der Ermittlung des Wagniszuschlags hinreichend zu berücksichtigen.

Unter Beachtung der – teilweise sogar von den eigenen Gutachtern der Bundesnetzagentur vorgebrachten – konkreten Anhaltspunkte für das Vorliegen eines Strukturbruchs auf den Kapitalmärkten hätte die Bundesnetzagentur das CAPM alternativ auch mit anderen Parametern berechnen sowie auch die anderen in § 7 Abs. 5 GasNEV aufgeführten Umstände näher untersuchen und die daraus abgeleiteten Ergebnisse ihren ermittelten Werten kritisch gegenüberstellen und gewichten müssen. Die Bundesnetzagentur habe es bereits in rechtswidriger Weise unterlassen, die Tatsachen zu ermitteln, die für die von ihr getroffene Entscheidung über den Wagniszuschlag von Bedeutung seien. Dies betreffe insbesondere die erforderlichen Untersuchungen zur Konstanz oder Variabilität der Marktrisikoprämie, zur Abhängigkeit der Marktrisikoprämie von der Zinssatzentwicklung, zum Vorliegen von Strukturbrüchen an den Kapitalmärkten und zur Investorenperspektive. Rechtsfehlerhaft sei ferner, dass die Bundesnetzagentur keine Untersuchungen zur Methodik von DMS und zur Qualität der durch die Studie herangezogenen Daten durchgeführt habe.

Auch habe die Bundesnetzagentur entgegen § 7 Abs. 5 GasNEV die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten nicht hinreichend berücksichtigt. Die Bundesnetzagentur habe trotz Hinweises ihrer eigenen Gutachter nicht hinreichend untersucht, inwieweit sich die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten im Jahr 2016 durch die ausschließliche Verwendung historischer Daten abbilden ließen. Dies sei insbesondere vor dem Hintergrund des Vorliegens eines von der Beschlusskammer 3 eingeholten Gutachtens zu den aktuellen Kapitalmarktverhältnissen nicht nachvollziehbar. Die von der Bundesnetzagentur bei der angefochtenen Festlegung ausschließlich herangezogene Methode zur Ermittlung der Marktrisikoprämie auf der Grundlage von historischen Daten aus einer einzigen Studie sei nicht geeignet, die aktuellen Kapitalmarktverhältnisse widerzuspiegeln. Vielmehr sei eine Einbettung in den volkswirtschaftlichen Kontext und die Analyse mittels eines methodenpluralistischen Ansatzes erforderlich. Zumindest müssten verschiedene Methoden zur Verprobung der Ergebnisse der gewählten Methode herangezogen werden. In Betracht käme eine Gesamtplausibilisierung im Wege der Ermittlung einer historischen Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Annahme alternativer historischer Daten sowie eine Ableitung einer impliziten Marktrisikoprämie auf Basis aktueller Aktienrenditen. Insbesondere eine Verprobung anhand des Ansatzes einer stabilen Aktienrendite sei der Bundesnetzagentur oder den von ihr beauftragten Gutachtern ohne größeren Aufwand möglich gewesen. Eine entsprechende Untersuchung der Beschwerdeführerin habe ergeben, dass die dabei ermittelten Bandbreiten erheblich über der durch die Bundesnetzagentur festgelegte Bandbreite lägen.

Des Weiteren seien in der angefochtenen Entscheidung entgegen § 7 Abs. 5 Nr. 1 GasNEV 30 die Grundsätze der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt. Sowohl in der Unternehmensbewertung als auch in der Regulierung werde der Frage einer angemessenen (Alternativ-)Verzinsung nachgegangen. In der Praxis zur Bewertung von Unternehmen habe sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass die Marktrisikoprämie aufgrund der aktuellen Verhältnisse auf den Kapitalmärkten, anders als bisher, nicht mehr sachgerecht allein auf der Grundlage historischer Daten ermittelt werden könne. Die in der nationalen und internationalen Unternehmensbewertungspraxis angesetzten Bandbreiten für Marktrisikoprämien lägen erheblich über dem von der Bundesnetzagentur festgelegten Wert. So läge beispielsweise die Empfehlung des FAUB (Fachausschuss Unternehmensbewertung beim IDW) aktuell bei 5,5 % bis 7,0 % vor Steuern bzw. 5,0 % bis 6,0 % nach Steuern.

Zudem habe die Bundesnetzagentur die durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von 31 Betreibern von Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten nicht hinreichend berücksichtigt. Die von der Bundesnetzagentur festgelegten Eigenkapitalzinssätze sowie die zugrunde liegende Marktrisikoprämie lägen erheblich unterhalb der jeweiligen europäischen Durchschnittswerte. Die Bundesnetzagentur habe ihren Gutachter lediglich beauftragt, einen internationalen Vergleich von regulatorisch festgelegten Eigenkapitalzinssätzen durchzuführen, ein Abgleich des Wagniszuschlags bzw. der Marktrisikoprämie sei ebenso wenig vorgenommen worden wie ein Vergleich der tatsächlich realisierten bzw. am Markt geforderten Renditen. Auch habe die Bundesnetzagentur ihren Eigenkapitalzinssatz nur dahingehend überprüft, ob er innerhalb der ermittelten europäischen Bandbreite liege. Der vorgenommene Vergleich weise in mehrfacher Hinsicht methodische Fehler auf. Insoweit sei es nicht ausreichend, dass die Bestimmung des Risikofaktors (Betafaktor) unter Heranziehung einer internationalen Vergleichsgruppe erfolgt sei. Der Risikofaktor spiegle gerade nicht eine Art von durchschnittlicher Verzinsung ausländischer Netzbetreiber im Sinne einer Rendite wider. Vielmehr werde über den Risikofaktor das systematische Risiko der betroffenen Branche (Netzbetreiber) im Verhältnis zum Gesamtmarkt in dem Wagniszuschlag abgebildet. Zwar habe die Bundesnetzagentur Frontier damit beauftragt, einen

internationalen Vergleich durchzuführen und diesen Vergleich nach der Durchführung des Konsultationsverfahrens um weitere regulierungsbehördliche Entscheidungen erweitert. Allerdings beziehe sich der Vergleich allein auf die Festlegungen der untersuchten europäischen Regulierungsbehörden und nicht auf die tatsächliche Verzinsung des Eigenkapitals auf ausländischen Märkten, wie es § 7 Abs. 5 GasNEV fordere. Die Ermittlung der tatsächlichen Eigenkapitalverzinsung von Netzbetreibern auf ausländischen Märkten führe zu erheblich von der Festlegung der Bundesnetzagentur abweichenden Ergebnissen und sei daher im Wege einer Plausibilisierung zu berücksichtigen gewesen. Unabhängig davon sei der von der Bundesnetzagentur vorgenommene europäische Vergleich rechtsfehlerhaft, weil er durch die Aufnahme Belgiens, dessen Regulierungssystem signifikante Unterschiede zum deutschen aufweise, in die Vergleichsgruppe sowie durch eine fehlerhafte Ermittlung des Basiszinssatzes in Norwegen nach unten verzerrt werde. Ferner sei auch der von der Bundesnetzagentur vorgenommene Vergleich mit dem Eigenkapitalzinssatz für Italien wegen der dortigen regulierungsrechtlichen Besonderheiten nicht sachgerecht. Die durch die Bundesnetzagentur zur Verprobung herangezogenen festgelegten Zinssätze europäischer Regulierungsbehörden seien darüber hinaus nicht hinreichend vergleichbar. Denn die Bundesnetzagentur habe es fehlerhaft unterlassen, die Vergleichszinssätze um die in Deutschland durch § 7 Abs. 1 S. 5, Abs. 7 GasNEV vorgegebene Kapitalstruktur zu korrigieren. Die Bereinigung dieser Fehler führe zu einer Erhöhung des länderspezifischen Durchschnittswerts der Vergleichsgruppe von 6,04 % auf 6,63 %. Auch habe die Bundesnetzagentur bei keinem der für die Vergleichsbetrachtung herangezogenen Länder berücksichtigt, dass für bestimmte Investitionen besondere Zuschläge von den Regulierungsbehörden zugestanden würden. Sie habe in unzulässiger Weise den Grundzinssatz aus anderen europäischen Regulierungssystemen mit dem Zinssatz in Deutschland verglichen, der für sämtliche Investitionen gelte. Insgesamt seien die durch die Bundesnetzagentur festgelegten Eigenkapitalzinssätze sowie deren Eingangsgrößen Wagniszuschlag und Marktrisikoprämie im Lichte der jeweils signifikant höheren europäischen Vergleichswerte nicht plausibel. Auch lasse eine Auswertung der europäischen Festlegungen der zweiten Regulierungsperiode im Vergleich zur dritten Regulierungsperiode im historischen Querschnitt erkennen, dass der von der Bundesnetzagentur herangezogene Wagniszuschlag nicht plausibel sei. Zwar habe sich in vielen Ländern der Basiszinssatz reduziert, der Wagniszuschlag habe sich jedoch regelmäßig erhöht.

Die Festlegung sei ferner rechtswidrig, weil die Bundesnetzagentur es unterlassen habe, die Höhe des Wagniszuschlags unter Berücksichtigung beobachtbarer und quantifizierbarer unternehmerischer Wagnisse im Sinne des § 7 Abs. 5 Nr. 3 GasNEV zu ermitteln. Die Bundesnetzagentur habe sich im Rahmen ihrer Entscheidung für die zweite Regulierungsperiode mit der Sondersituation deutscher Netzbetreiber wegen der aus der Energiewende resultierenden Wagnisse auseinandergesetzt und ihnen erheblichen Einfluss auf die Bestimmung der angemessenen Eigenkapitalzinssätze eingeräumt. Sie habe es jedoch unterlassen zu untersuchen, ob auch für die dritte Regulierungsperiode eine analoge Vorgehensweise angezeigt gewesen wäre. 32

Die Feststellungen der Bundesnetzagentur bzw. der von ihr beauftragten Gutachter zur Berücksichtigung unternehmerischer Wagnisse seien unzureichend und stellten einen Ermittlungsausfall dar. Die in der Begründung der angegriffenen Festlegungen angeführte quantitative Risikoanalyse durch „statistische Tests“ der Gutachter für „Unternehmen in unterschiedlichen Regulierungssystemen“ sei methodisch ungeeignet. Besondere unternehmerische Wagnisse für langfristige Investitionen in deutsche Energieversorgungsnetze seien auf die Zukunft bezogen zu betrachten und könnten nicht aus 33

den historischen Daten ausländischer Netzbetreiber abgeleitet werden. Auch ließen die Ausführungen in der Beschlussbegründung in keiner Weise erkennen, dass die von der Bundesnetzagentur behauptete eigene „qualitative Risikoanalyse“ einem Mindestmaß an gebotener substantiiertes Auseinandersetzung mit aktuell bereits absehbaren Entwicklungen und damit einhergehenden unternehmerischen Wagnissen genüge.

Die Bundesnetzagentur ignoriere fundamentale Veränderungen der ökonomischen und politischen Rahmenbedingungen für die Energiewirtschaft in den vergangenen Jahren, die eine angepasste Risikoanalyse für die Bewertung zukünftiger Wagnisse im Gasnetzbereich erforderten. Diese Veränderungen führten zu einem erheblich erhöhten Substitutions-, Auslastungs- und Preisrisiko mit der Folge eines deutlichen Anstiegs der unternehmerischen Wagnisse. Von der Bundesnetzagentur für die zweite Regulierungsperiode noch herangezogene Studien zeigten, dass ein rückläufiger Gasbedarf zumindest mittelfristig Auswirkungen auf die Versorgungsaufgabe und damit die Dimensionierung der Gasinfrastruktur haben werde, was aus Sicht eines potentiellen Investors nicht unberücksichtigt bleiben könne. Die aus dem rückläufigen Gasbedarf entstehenden Wagnisse würden regulatorisch nicht aufgefangen bzw. kompensiert. Sonderabschreibungen gingen nicht in die Erlösobergrenzen ein. Die zu erwartende Substitution des Energieträgers Gas werde auch nicht durch das Regulierungskonto gemäß § 5 ARegV aufgefangen. Das Regulierungskonto diene nur dazu, kurzfristige Erlösschwankungen des Netzbetreibers sowie weiteren Abweichungen von Plan- und Istwerten auszugleichen. Netzbetreiber würden jedoch – bei erkennbar rückläufigem Absatz – nicht an den Vorjahresprognosen festhalten, sondern diese bei der Verprobung nach unten anpassen. Es sei folglich ein erheblicher Anstieg der spezifischen Entgelte zu befürchten. Dieser Effekt der Entgeltsteigerung werde die Substitution noch beschleunigen. Aufgrund dieser Unsicherheiten in Bezug auf die Auslastung der Gasnetze sei aus Investorensicht eine erhöhte Rendite zu erwarten. Diese werde durch das von der Bundesnetzagentur verwendete CAPM nicht abgedeckt.

Die Bundesnetzagentur habe es rechtsfehlerhaft unterlassen, Tatsachen dazu zu ermitteln, ob und in welchem Maße die deutsche Sondersituation der Energiewende als besonderes unternehmerisches Wagnis einzubeziehen sei. Hinsichtlich der Energiewende und den daraus resultierenden Anforderungen an die Netzbetreiber sei gegenüber der Situation im Zeitpunkt der Festlegung für die zweite Regulierungsperiode keine „Entspannung“ eingetreten. Zahlreiche, frei verfügbare Studien und behördliche Monitoringberichte zeigten, dass die Energiewende noch an Dynamik gewonnen habe. Auch lägen Stellungnahmen von Investoren im Rahmen des Konsultationsverfahrens vor, die es nahe legten, dass die gegenüber der zweiten Regulierungsperiode erheblich niedrigeren Zinssätze sich negativ auf die Bereitschaft auswirken könnten, Kapital in den Unternehmen zu belassen bzw. neues Kapital zur Verfügung zu stellen.

Die Beschwerdeführerin beantragt, 36

den Beschluss der Bundesnetzagentur vom 05.10.2016, Az.: BK4-16-161, zur Festlegung von Eigenkapitalzinssätzen für Alt- und Neuanlagen für Betreiber von Gasversorgungsnetzen für die dritte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung aufzuheben und die Bundesnetzagentur zu verpflichten, unter Beachtung der Rechtsauffassung des Gerichts, neu zu bescheiden. 37

Die Bundesnetzagentur beantragt, 38

die Beschwerde zurückzuweisen. 39

40

Sie ist der Ansicht, die angefochtene Festlegung sei rechtmäßig, insbesondere entspreche die Bestimmung der Marktrisikoprämie den Vorgaben des Bundesgerichtshofs in seiner Entscheidung zur Eigenkapitalzinshöhe für die erste Regulierungsperiode.

Sie habe das CAPM fehlerfrei angewandt. Insbesondere habe sie im Rahmen der Festlegung eigenständig geprüft, ob die in das CAPM eingehende Marktrisikoprämie auf der Basis historischer Daten oder anhand aktueller Kapitalmarktdaten und Schätzungen ermittelt werden solle. Letztendlich habe sie sich für die Analyse historischer Zeitreihen entschieden, weil diese transparent und nicht von subjektiven Annahmen getrieben seien. Durch den Rückgriff auf subjektive Annahmen bestehe das Risiko der Verzerrung. Für die Vorgehensweise, auf eine Analyse historischer Daten in Form von Zeitreihen abzustellen, spreche auch, dass die Marktrisikoprämie prinzipiell nicht beobachtet werden könne. Dagegen seien Marktentwicklungen für die Vergangenheit beobachtbar. Soweit die Beschwerdeführerin die Auffassung vertrete, die im Jahr 2007 ausgelöste Finanzmarktkrise und die sich ab dem Jahr 2010 anschließende Euro-Staatsschuldenkrise seien strukturelle Veränderungen der aktuellen Kapitalmarktverhältnisse, die nur eine implizite Marktrisikoprämie abbilden könne, sei dies nicht korrekt. Die Verhältnisse auf den nationalen Kapitalmärkten würden durch die länderspezifischen Betrachtungen innerhalb der DMS-Datenquelle abgebildet. Auch sei das Vorgehen der DMS-Datenquelle gerechtfertigt, in den Jahren der Schließung der Kapitalmärkte die betroffenen Länder nicht zu berücksichtigen und die nationalen Kapitalmärkte im Hinblick auf ihre Bedeutung für die internationalen Kapitalmärkte zu gewichten. Die Gewichtung anhand der Marktkapitalisierung entspreche dem Vorgehen eines Investors, der in ein diversifiziertes Portfolio anlege. 41

Die Ansicht der Beschwerdeführerin zur Variabilität der Marktrisikoprämie treffe nicht zu. Durch die Heranziehung der langfristigen historischen Zeitreihen aus den Jahren 1900 bis 2015 würden gerade die von der Beschwerdeführerin angeführten Kursschwankungen durch die Finanzmarktkrise und die Euro-Staatsschuldenkrise abgebildet. Auch seien die Ausführungen der Beschwerdeführerin in Bezug auf das aktuelle Zinsniveau nicht geeignet, ihre Argumentation zu stützen. Das niedrige Zinsniveau werde in dem verwendeten Zinssatz für die Umlaufrenditen von 2,49 % nicht wiedergegeben. Der von der Beschwerdeführerin angeführte Strukturbruch spiegle sich folglich nicht in dem angewandten Durchschnitt wider. Sie und ihr Gutachter hätten sich mit anderen Ansätzen auseinandergesetzt. Frontier sei jedoch zu dem Ergebnis gelangt, die Ansätze, dass sich zukünftige Marktentwicklungen auf Basis von heute beobachtbaren Daten besser vorhersagen ließen als auf Basis langfristiger historischer Durchschnitte, basierten auf äußerst zweifelhaften Hypothesen und seien somit nicht überlegen. Auch bestünden keine stärkeren Nachweise für eine Konstanz der Aktienrendite. Die von ihr bzw. ihrem Gutachter durchgeführten empirischen Untersuchungen belegten dies nicht. 42

Die Angriffe der Beschwerdeführerin gegen die Anwendung der DMS Datensammlung seien unbegründet. Sie habe die Investorenperspektive bestimmt und auf eine weltweite Betrachtung abgestellt. Soweit die Beschwerdeführerin unterstelle, durch die von DMS vorgenommene Wahl eines US-Investors trete eine systematische Verzerrung auf, sei dies zu einseitig. Die Beschwerdeführerin betrachte dabei nur direkte Renditeeffekte durch Wechselkursschwankungen, lasse aber indirekte Effekte durch Änderungen der Portfoliogewichtung sowie Rückkoppelungen durch makroökonomische Zusammenhänge (wie z.B. Zusammenhänge zwischen Wettbewerbsfähigkeit, Handelsbilanzsalden, Wirtschaftswachstum und Wechselkursen) außer Betracht. Dabei wirkten die verschiedenen Effekte teilweise in unterschiedliche Richtungen, so dass der sich ergebende Gesamteffekt zunächst unbestimmt sei. Die Argumentation, die Bundesnetzagentur oder ihre Gutachter 43

hätten verkannt, dass die DMS-Daten auf einer geometrischen Differenz beruhten, sei rein hypothetisch. Für die Berechnung der Marktrisikoprämie seien beide Verfahren geeignet. Auch sei die Verwendung mittel- bis langfristiger Staatsanleihen (Bonds) im Rahmen der Marktrisikoprämie konsequent, da auch für die Umlaufrenditen nach § 7 Abs. 4 GasNEV auf den die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere abgestellt würde. Schließlich habe sie in Übereinstimmung mit DMS die historischen Renditen von Staatsanleihen als Total Returns ermittelt. Nur bei einer langfristigen Betrachtungsweise sei sichergestellt, dass Zeiten mit hohen Bondrenditen genauso berücksichtigt würden wie Zeiten mit geringeren Bondrenditen, so dass im Ergebnis eine valide Schätzung vorliege.

Die von DMS verwendete Formel zur Berechnung des geometrischen Mittels sei sachgerecht. Es gehe nicht darum, reale Anlagealternativen abzubilden, sondern die erwartete Überrendite zu einer risikolosen Anlage zu schätzen. 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.

44

Sie habe die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten gemäß § 7 Abs. 5 Nr. 1 GasNEV berücksichtigt. Ihr Gutachter habe sich mit der Frage beschäftigt, ob mögliche weitere Faktoren bei der Festlegung durch eine Positionierung der Marktrisikoprämie im Rahmen der Bandbreite zwischen geometrischem und arithmetischem Mittel von 3,2 % bis 4,4 % vorzunehmen seien ohne jedoch ein Ergebnis vorzugeben. Sie habe sich mit den Erwägungen des Gutachtens auseinandergesetzt und sei zu dem Schluss gekommen, dass im Hinblick auf die Entwicklung der Datengrundlage in der DMS-Quelle und die damit einhergehende Verbesserung der Datenqualität eine Positionierung in der Bandbreitenmitte der sachgerechte Ansatz sei. Die Annahme der Beschwerdeführerin, eine internationale Marktrisikoprämie sei jedenfalls dann nicht mit einem nationalen Zinssatz kombinierbar, wenn die Zinsentwicklung auf beiden Märkten auseinanderfalle, stehe im Widerspruch zu den Vorgaben der GasNEV und missachte die Veränderung der Datenreihen für die Bestimmung der Marktrisikoprämie. Unerheblich sei, dass die Beschlusskammer 3 für den Telekommunikationsbereich aufgrund einer Empfehlung des von ihr beauftragten Gutachters nicht die DMS-Daten zugrunde gelegt habe. Hierin liege insbesondere kein Verstoß gegen den Grundsatz der Selbstbindung der Verwaltung, weil die jeweils von den Beschlusskammern zu treffenden Entscheidungen über die anzusetzenden Zinssätze unterschiedlichen rechtlichen Vorgaben unterlägen und eine komplexe Abwägungsentscheidung verlangten. Auch sei die Unterlassung der Plausibilisierung ihrer Ergebnisse mittels des Total-Market-Return-Ansatzes nicht fehlerhaft. Sie habe sich hiermit auseinandergesetzt. Gegen die Anwendung dieses Ansatzes spreche die fehlende inverse Beziehung zwischen der Marktrisikoprämie und dem Basiszinssatz. In der empirischen Literatur finde sich hierzu kein eindeutiger positiver oder negativer Zusammenhang. Die von der Beschwerdeführerin zur Verprobung empfohlene implizite Marktrisikoprämie sei – wie bereits dargestellt – ungeeignet.

45

Soweit die Beschwerdeführerin rüge, sie habe es unterlassen, die Grundsätze der Unternehmensbewertung bei der Ermittlung zu berücksichtigen, sei dieser Ansatz methodisch

46

unsauber und selektiv. Die Beschwerdeführerin nehme nur die Marktrisikoprämie und nicht den Gesamtzins in den Fokus. Zudem seien bei einer Unternehmensbewertung zukünftige Entwicklungen vorherzusagen und verschiedene Annahmen aufzustellen, um den Unternehmenswert abschätzen zu können. Der festzulegende Eigenkapitalzinssatz im Rahmen der Anreizregulierung werde dagegen zur kalkulatorischen Ermittlung einer Erlösobergrenze benötigt. Die FAUB-Hinweise seien aufgrund der fehlenden Nachvollziehbarkeit nicht geeignet, als Datengrundlage herangezogen zu werden.

Auch habe sie die durchschnittliche Verzinsung von Betreibern von Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten hinreichend berücksichtigt. Die Renditen börsennotierter Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen auf ausländischen Märkten, die mit den inländischen Netzbetreibern vergleichbar seien, würden durch den Beta-Faktor dargestellt. Sie habe bei der Bestimmung der Risikofaktoren eine Anpassung der jeweiligen Risikofaktoren der Referenzunternehmen in der Vergleichsgruppe im Hinblick auf die Kapitalstruktur vorgenommen. Die von der Beschwerdeführerin geforderte internationale Vergleichsbetrachtung unter Heranziehung der tatsächlichen Eigenkapitalverzinsung sei den Vorgaben des § 7 Abs. 5 Nr. 2 GasNEV nicht zu entnehmen. Sie sei zudem mit erheblichen Restriktionen verbunden und damit ungeeignet. Entgegen der Ansicht der Beschwerdeführerin sei bei einem reinen Vergleich der Eigenkapitalzinssätze, die durch andere Regulierungsbehörden festgelegt wurden, eine Anpassung der Kapitalstruktur an die Vorgaben in Deutschland nicht angezeigt. Aufgrund der Schwierigkeiten eines Vergleichs der Eigenkapitalzinssätze auf ausländischen Märkten habe sie die von anderen Regulierungsbehörden festgelegten Eigenkapitalzinssätze nur herangezogen, um im Sinne einer Plausibilitätsprüfung zu klären, ob die von ihr ermittelten Sätze außerhalb deren Bandbreite lägen. Länderspezifische Besonderheiten seien nicht berücksichtigt worden, weil diese Elemente nicht Teil der kapitalmarktorientierten Prüfmethode seien.

Schließlich seien unternehmerische Wagnisse und insbesondere die Herausforderungen der Energiewende umfassend gewürdigt worden. Unbestritten sei, dass die Beschwerdeführerin erhebliche Investitionen vorzunehmen hätte und damit ein hoher Kapitalbedarf einhergehe. Die Refinanzierung der Investitionen sei aber durch die entsprechenden Regelungen der ARegV und der GasNEV sichergestellt. Es habe sich gezeigt, dass insbesondere Übertragungsnetzbetreiber keine Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung hätten. Nach ihrer Prüfung sei ein Substitutionsrisiko nicht vorhanden und würde im Übrigen über § 5 ARegV aufgefangen.

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. C. und A. vom 30.11.2017 und auf die mündlichen Ausführungen der Sachverständigen Prof. Dr. C., A. und L. (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. 51

52

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 StromNEV/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. 53

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. 54

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. 55

§ 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). 56

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 Eigenkapitalrendite 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 57

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. 58

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. 59

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. 60

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. C. und A. – 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 61

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 62
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 63
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 Verordnungsgeber 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 64
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 C. 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.

65

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).

66

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.

67

68

Der Sachverständige Prof. Dr. C. 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. C. und A. 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).

69

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).

70

Bei der Ermittlung des netzbetriebsspezifischen Risikozuschlags ist die Bundesnetzagentur weder an ein bestimmtes (wirtschafts-)wissenschaftliches Modell noch an bestimmte

71

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 Eigenkapitalzins 72

sätze durch die Bundesnetzagentur nicht auf einer wissenschaftlich vertretbaren und 73
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 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 74
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 75
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. 76

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. 77

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. 78

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 Basiszinssatz ist somit nicht mit dem erforderlichen Grad an Sicherheit und Eindeutigkeit nachweis- und 79

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. C. 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. 80

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. 81

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. 82

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 83

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. 84

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. 85

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. C. hat im Rahmen der mündlichen Verhandlung wiederholt die Qualität und den Umfang des Datensatzes hervorgehoben. 86

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. 87

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. 88

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 89

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. 90

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 Interbankenzinssätzen 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. 91

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. 92

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 93

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. 94

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. 95

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. 96

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. C. 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. 97

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. C. auf ausdrückliche Frage in der mündlichen Verhandlung es vor dem Hintergrund der das Marktumfeld noch prägenden krisenhaften Entwicklungen als nicht sachgerecht bewertet, 98

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. C. 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.

99

Prof. Dr. C. 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.

100

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. C. 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. C. 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.

101

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,

102

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. C. 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. 103

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. C. in der mündlichen Verhandlung ausdrücklich darauf abgestellt, dass er in der Verwendung 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. 104

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 folgenden Ergebnisse auch zu berücksichtigen, dass historische Aktienrenditen höher waren als die Summe der Marktrisikoprämie plus aktueller risikofreier Rendite. 105

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. C. 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. 106

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. 107

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 Zinsdifferential zwischen Kreditzinsen und risikofreier Rendite seitdem 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. 108

Der Sachverständige Prof. Dr. C. 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. 109

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. 110

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 111

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. 112

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. 113

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. 114

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. 115

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. 116

Nach der in der mündlichen Verhandlung zum Ausdruck gebrachten Einschätzung des Sachverständigen Prof. Dr. C. 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 117

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. C. 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. C. überzeugend mit der Einbeziehung des „Golden Age of Bonds“-Effekts erklärt. 118

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. C. nicht repräsentativ für die Zukunft. 119

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. 120

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. C. sprechen überwiegende Gründe gegen eine Einbeziehung von China, Russland und Österreich in den Datensatz. Prof. Dr. C. 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. 121

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. 123

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. 124

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. 125

Auch wenn der Sachverständige Prof. Dr. C. 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. 126

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. 127

Der Sachverständige hat ausdrücklich darauf abgestellt, dass deutsche Netze sich an internationalen Renditeerwartungen messen lassen müssen. Somit kommt es für die 128

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. C. 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.

129

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 entgegensteht. 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

130

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. 131

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. 132

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. C. der „natürliche Focus auf europäischen Renditeerwartungen“ liegt. 133

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. C. 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. 134

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 135

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. C. 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 unterschieden. 136

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. 137

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 verordnungsrechtlich vorgegebene Basiszinssatz von 2,49 %, ein weiterer Ansatz und Anlass für eine Gesamtwürdigung der Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes. Die durch den Ordnungsgeber 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. 138

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. 139

Angesichts der verordnungsrechtlichen Vorgabe zum Basiszinssatz halten die Sachverständigen unter Festschreibung des Wertes aus den vorangegangenen 140

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. C. 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. 141

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. 142

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. 143

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. C. 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 144

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. 145

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. 146

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. 147

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. C. 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. 148

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 149

Gutachten als auch aus den ergänzenden Ausführungen des Sachverständigen Prof. Dr. C. in der mündlichen Verhandlung geht hervor, dass diesen aktuellen Anforderungen durch eine Festsetzung am unteren Randbereich nicht Rechnung getragen wird.

Prof. Dr. C. hat insoweit wiederholt hervorgehoben, dass im Hinblick auf die derzeit nur 150 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 151 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 152 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 153 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 Netzbetreibereigenschaft (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. 155

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. 156

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. 157

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 A. hat in seiner mündlichen Anhörung zur Frage der ausreichenden Handelsliquidität der Unternehmen Elia System Operator 158

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.

159

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.

160

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 Prozentpunkte 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

161

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. 162

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. 163

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. 164

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 risikoe erhöhend 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. 165

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. 166

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. 168

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. 169

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. 170

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. 172

7.2.1. Es besteht bereits keine hinreichende Vergleichbarkeit der von der Bundesnetzagentur in ihren Vergleich aufgenommenen Eigenkapitalzinssätze. 173

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. 174

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. 175

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. 176

Des Weiteren wird die Bundesnetzagentur – für den Fall, dass sie einen internationalen Vergleich auch im Rahmen ihrer Neubescheidung vornimmt – zu erwägen haben, ob es 177

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. 178

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. 179

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. 180

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 Steuerfaktors 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 Gewersteuerbetrag in Ansatz gebracht wird. Soweit der Ordnungsgeber 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 Ordnungsgebers eine Ertragssteuer entweder im Rahmen der Ermittlung der Eigenkapitalzinssätze vor Steuern oder aber bei der Netzentgeltbildung angesetzt werden. Der Ordnungsgeber 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 Ordnungsgebers solle die sich bei Anwendung der höchststrichterlich 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. 186

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. 187

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. 188

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. 189

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 190

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 überschüssigen 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 Körperschaftssteuer 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 inflationiert 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.

194

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.

195

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 als kleiner Netzbetreiberin mit dem festgesetzten Streitwert von 50.000 EUR in angemessener Weise Rechnung getragen wird.

196

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).

197

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

198

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).