

OLG Düsseldorf zu Eigenkapitalzinssätzen: Außergewöhnliche Kapitalmarktverhältnisse brauchen neue Methoden statt alter Formeln

Autoren: **Tomas Haug,**
Lorenz Wieshammer¹

Bundesnetzagentur-Festlegung aufgehoben

Das Oberlandesgericht Düsseldorf bestätigte am 22. März 2018 eine zentrale ökonomische Erkenntnis: Im aktuellen, historisch einmaligen Kapitalmarktumfeld führt die mechanistische Anwendung herkömmlicher Schätzmethode bei der Bestimmung regulatorischer Eigenkapitalzinssätze zu verzerrten Ergebnissen. Die Anwendung eines „Schema F“ ist daher nicht länger haltbar.

Regulierungsbehörden können nicht einfach herkömmliche Methoden fortführen – selbst wenn diese zeitweise angemessen erschienen –, sondern müssen die aktuellen Kapitalmarktverhältnisse berücksichtigen. Renditeerwartungen ändern sich im Zeitverlauf und können nicht durch einfache Durchschnittsbildung aus der Vergangenheit abgeleitet werden – gerade wenn sich die aktuellen Kapitalmarktverhältnisse stark von den historischen unterscheiden. Daher führt die rückwärtsgewandte Methode, derer sich in der Vergangenheit eine Vielzahl europäischer Regulierer bediente, heute zu nach unten verzerrten Ergebnissen.

Zu dieser Erkenntnis gelangte auch das OLG Düsseldorf. In ihrem Urteil vom 22. März 2018 kippten die Richter die Eigenkapitalzinssatzfestlegung der Bundesnetzagentur für die dritte Anreizregulierungsperiode der Strom- und Gasnetzbetreiber vom 5. Oktober 2016. Das Urteil könnte weitreichende Folgen für die Bestimmung regulatorischer Kapitalkosten in Deutschland und darüber hinaus haben.

Wie die meisten europäischen Regulierungsbehörden ermittelte die Bundesnetzagentur die erlaubten Renditen für Netzbetreiber bisher auf Basis historischer Kapitalmarktdaten. Dieser Ansatz kann nur dann zu sinnvollen Ergebnissen führen, wenn historische Aktien- und Anleihemarktdaten eine verlässliche Aussagekraft für die Zukunft haben. Dies ist im aktuellen Kapitalmarktumfeld jedoch nicht der Fall: Das Gericht hält es im gegenwärtigen Kapitalmarktumfeld für nicht vertretbar, bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie ausschließlich historische Daten aus nur einer Quelle zu betrachten. Dieses Vorgehen werde den außergewöhnlichen Verhältnissen auf den Kapital- und Finanzmärkten nicht gerecht. Die einfache Fortschreibung einer rückwärtsgewandten Methode führte laut Richtern zu einer rechtsfehlerhaft niedrigen Festlegung.²

Bisherige Entscheidungspraxis der Bundesnetzagentur

Vor Beginn der ersten Anreizregulierungsperiode hat die Bundesnetzagentur eine Methode zur Berechnung der Parameter des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) entwickelt, welches der Bestimmung der regulatorischen Eigenkapitalzinssätze dient. Im CAPM entspricht die Summe aus risikolosem Zinssatz und Marktrisikoprämie den durchschnittlichen Eigenkapitalkosten. Um die Eigenkapitalkosten eines bestimmten Unternehmens zu bestimmen, wird die Marktrisikoprämie mit dem unternehmensspezifischen Betafaktor skaliert, der das relative Risiko eines Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt misst.

In 2008 berechnete die Bundesnetzagentur die Marktrisikoprämie als Durchschnitt historischer internationaler Überrenditen (d.h. als Differenz zwischen historischen Aktien- und Anleiherenditen) über einen Zeitraum von 1900 bis in die Gegenwart. Diese Methode führte damals zu einer Marktrisikoprämie in Höhe von 4,55%.³ Im Jahr 2011 erwog die Bundesnetzagentur, die Marktrisikoprämie gemäß der in 2008 entwickelten Methode zu aktualisieren, was die Marktrisikoprämie auf 4,4% reduziert hätte. Im Lichte der Kapitalmarktverhältnisse und der Energiewende beließ sie die Marktrisikoprämie aber letztlich auf dem Niveau von 2008.⁴ Im Jahr 2016 aktualisierte die Regulierungsbehörde die Marktrisikoprämie erneut anhand der Methode aus 2008 und sah trotz der anhaltenden außergewöhnlichen Kapitalmarktverhältnisse von einer Anpassung ab; so ergab sich eine Marktrisikoprämie von nur 3,8% in der nun vom Oberlandesgericht Düsseldorf aufgehobenen Entscheidung.⁵

Bisheriges Vorgehen europäischer Regulierer ist mechanistisch und rückwärtsgerichtet

Regulatorische Eigenkapitalzinssätze müssen die Kapitalanziehung über die betreffende Regulierungsperiode hinweg gewährleisten. Sie müssen daher – unter Berücksichtigung des spezifischen Risikos – gegenüber den in anderen Branchen erzielbaren Renditen konkurrenzfähig sein. Da der relevante Zeitraum die jeweils bevorstehende Regulierungsperiode ist, müssen insbesondere die Erwartungen der Investoren bezüglich der künftigen Kapitalmarktverhältnisse Berücksichtigung finden.

Herkömmlich nutzten Regulierungsbehörden wie die Bundesnetzagentur allerdings Durchschnitte historischer Daten, um die künftigen Renditeerwartungen abzuschätzen. Im Fall der Marktrisikoprämie reicht der Betrachtungszeitraum oft über 100 Jahre in die Vergangenheit zurück. Hinter dem Vorgehen steht die Annahme, dass sich Enttäuschungen und positive Überraschungen auf den Aktienmärkten im Mittel ausgleichen und dass der historische Durchschnitt den Zukunftserwartungen entspricht.

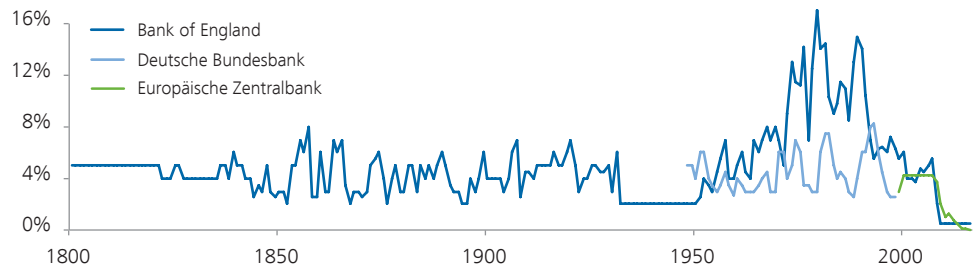
Die erwartete Marktrisikoprämie wurde so in der Regel als langfristiger Durchschnitt jährlicher Überrenditen (Differenzen historisch realisierter Aktien- und Anleiherenditen) bestimmt. Als Datenbasis haben sich in der europäischen Regulierungspraxis die Publikationen von Dimson, Marsh und Staunton (DMS) etabliert. Konsistenz und Stabilität dienten unter anderem der Bundesnetzagentur als Begründung, die Daten kaum zu hinterfragen, obwohl sie in zunehmendem Widerspruch zu alternativen Schätzungen der Marktrisikoprämie stehen – insbesondere insoweit diese auf aktuellen Daten und vorausschauenden Modellen basieren.

Besonderheit der aktuellen Kapitalmarktverhältnisse

Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken in Form drastischer Leitzinssenkungen und massiver Anleihenkäufe als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise hat die Verhältnisse auf den Kapitalmärkten grundlegend geändert:

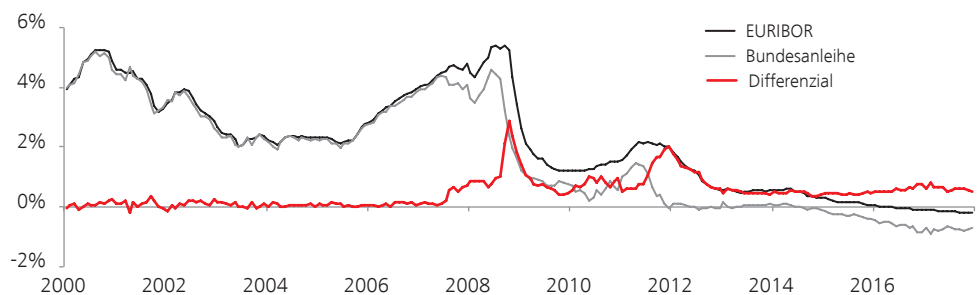
- **Einmalig niedrige Renditen europäischer Staatsanleihen:** Das Auftreten negativer Nominalzinssätze wie in Deutschland und der Schweiz war vor der Finanzkrise undenkbar.
- **Hohe Kursgewinne festverzinslicher Anleihen durch Verfall des Zinsniveaus:** Ein derartiges „Golden Age of Bonds“ gilt als historisch einmalig und dürfte sich nicht wiederholen, da nominale Zinssätze nahe ihrer Untergrenze sind, dem sogenannten „Zero-Lower-Bound“ (Abbildung 1).
- **Neubewertung von Risiken:** Was vor der Finanzkrise noch als sichere Anlage galt, notiert heute mit erheblichen Risikoaufschlägen. Selbst Unternehmen mit hoher Bonität wie Banken können sich nur mit erheblichen Renditeaufschlägen verschulden, wie das Interbankenzinsdifferential zeigt (Abbildung 2).
- **Anstieg der geforderten Risikoprämien in allen Anlageklassen:** Zentralbankinterventionen auf den Anleihemärkten reduzierten die risikolosen Zinssätze, wirkten sich jedoch nicht in gleicher Weise auf die erwarteten Aktienrenditen aus. Die Differenz zwischen diesen beiden Parametern – die Marktrisikoprämie – stieg folglich an. Erwartete Marktrisikoprämien von über 6%, wie sie sich derzeit beobachten lassen (Abbildung 3), waren vor der Finanzkrise eine Seltenheit.

Abbildung 1: **Leitzinssätze**



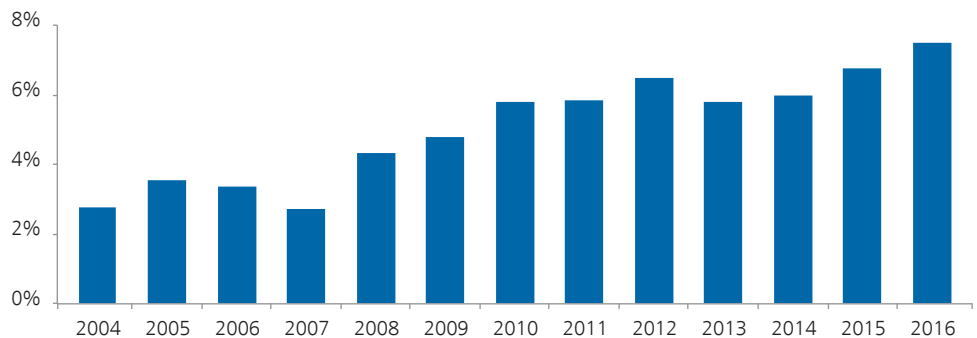
Quelle: NERA-Analyse basierend auf Daten der Deutschen Bundesbank und Hills et al. (2010)⁶

Abbildung 2: **Zinsdifferential (EURIBOR – Bundesanleihe)**



Quelle: NERA-Analyse basierend auf Bundesbank-Daten

Abbildung 3: **Erwartete Marktrisikoprämie**



Quelle: NERA-Analyse basierend auf Bundesbank-Daten⁷

„Schema F“ hat ausgedient

Das rein rückwärtsgewandte Vorgehen bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie über mehr als ein Jahrhundert historischer Daten in Kombination mit aktuellen risikolosen Zinssätzen ist nicht geeignet, die heutigen Renditeerwartungen zu bestimmen. Dies hat zwei wesentliche Gründe:

- **Historische Überrenditen unterschätzen die heute erwartete Marktrisikoprämie:** Angesichts des Anstiegs der Risikoprämien in den letzten Jahren (Abbildungen 2 und 3) führt die Verwendung historischer Daten zu einer Unterschätzung der Marktrisikoprämie. Die von der Bundesnetzagentur vertretene Annahme einer im Zeitverlauf konstanten Marktrisikoprämie ist nicht länger haltbar.
- **Historische Überrenditen bilden einmalige Entwicklungen ab:** Das Oberlandesgericht stellte fest, dass die Berücksichtigung der Kursgewinne in den Anleiherenditen der DMS-Daten die historischen Überrenditen nach unten verzerrt.⁸ Nach Auffassung der Richter erklärt diese einmalige Marktentwicklung den Rückgang der regulatorischen Marktrisikoprämie auf 3,8% in der aufgehobenen Entscheidung. Da das Zinsniveau nicht weiter absinken kann, erwarten Anleger keine weiteren Kursgewinne und kein weiteres „Golden Age of Bonds“.⁹

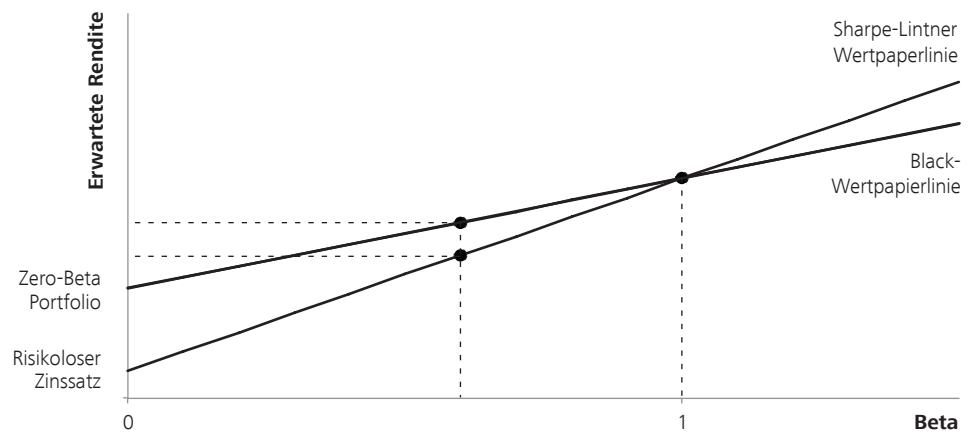
Alternative Ansätze stehen parat

Die rein rückwärtsgewandte Ermittlung der Marktrisikoprämie nach „Schema F“ kann und sollte durch neue Methoden ergänzt werden, die die aktuellen Verhältnisse reflektieren. Das OLG Düsseldorf hält es für methodisch unzulässig, dass die Bundesnetzagentur die folgenden Ansätze selbst zur Plausibilisierung unberücksichtigt ließ:

- **Gesamtmarktrenditeansatz:** Der Ansatz aus der britischen Regulierungspraxis geht nicht von einer konstanten Marktrisikoprämie aus, sondern von einer stabilen Gesamtmarktrendite.¹⁰ Da sich die Zentralbankinterventionen auf den Anleihemärkten nicht in gleicher Weise auf Anleihen- und Aktienrenditen auswirken, besteht empirisch ein inverser Zusammenhang zwischen risikolosem Zinssatz und Marktrisikoprämie. Der Gesamtmarktrenditeansatz berücksichtigt diesen Zusammenhang, indem sich Schwankungen des risikolosen Zinssatzes und der Marktrisikoprämie ausgleichen. Im Gegensatz zur bisherigen Methode der Bundesnetzagentur erlaubt es der Gesamtmarktrenditeansatz, die aktuellen Marktverhältnisse korrekt abzubilden.

- **Vorrausschauende Modelle:** Dazu zählen beispielsweise Dividendenwachstumsmodelle, welche die Marktrisikoprämie aus aktuellen Aktienpreisen und veröffentlichten Prognosen (z.B. über Dividendenausschüttungen) ableiten. Dividendenwachstumsmodelle werden in der US-amerikanischen Regulierungspraxis standardmäßig verwendet. Vorausschauende Modelle zeigen einen deutlichen Anstieg der Marktrisikoprämie seit der Finanzkrise.
- **Zero-Beta-CAPM:** Das in der Regulierungspraxis gängige Sharpe-Lintner-CAPM beruht auf der Annahme, dass sich Marktteilnehmer zum risikolosen Zinssatz verschulden können. Dies trifft für nicht-staatliche Akteure seit der Finanzkrise nicht mehr zu, wie das Interbankenzinsdifferenzial offenbart. Im von Black (1972) entwickelten Zero-Beta-CAPM ersetzt ein Zero-Beta-Portfolio mit höherer Rendite den in der Regel durch Staatsanleiherenditen gemessenen risikolosen Zinssatz.¹¹ Für Aktien mit unterdurchschnittlichem Risiko (wie Energienetze) führt das Zero-Beta-CAPM zu höheren erwarteten Renditen (Abbildung 4).

Abbildung 4: **Black-CAPM**



Quelle: NERA-Darstellung

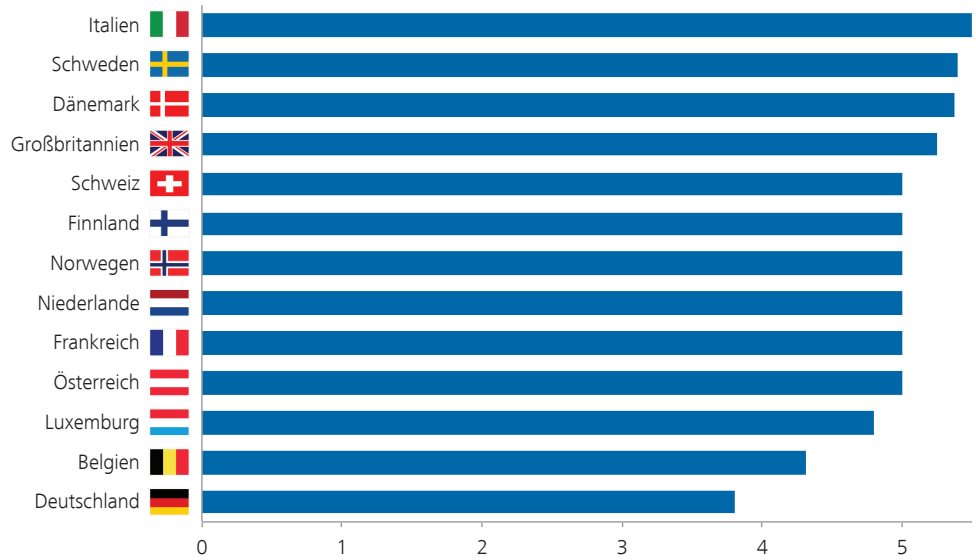
Wandel in der europäischen Regulierungspraxis?

Unter den europäischen Regulierungsbehörden war (und ist) die rein rückwärtsgewandte Methode zur Bestimmung der Marktrisikoprämie noch der Standard, obwohl einige Regulierer Anpassungen vorgenommen haben. Diese waren bisher allerdings zumeist auf ad-hoc-Basis und spärlich dokumentiert. Vereinfacht dargestellt, lässt sich der folgende Trend beobachten:

- Konsistenz und Stabilität dienten oftmals als Begründung, die Diskussion und Anwendung überlegener, vorwärtsgewandter Methoden bereits im Keim zu ersticken.
- Ein Vorgehen nach „Schema F“ hätte in der Regel eine erhebliche Absenkung der Marktrisikoprämie und somit der regulatorischen Rendite zur Folge gehabt. Dieser ökonomisch nicht eingängigen Entwicklung steuerten ausländische Regulierungsbehörden entgegen, indem sie beispielsweise die Marktrisikoprämie aus Vorperioden konstant hielten.

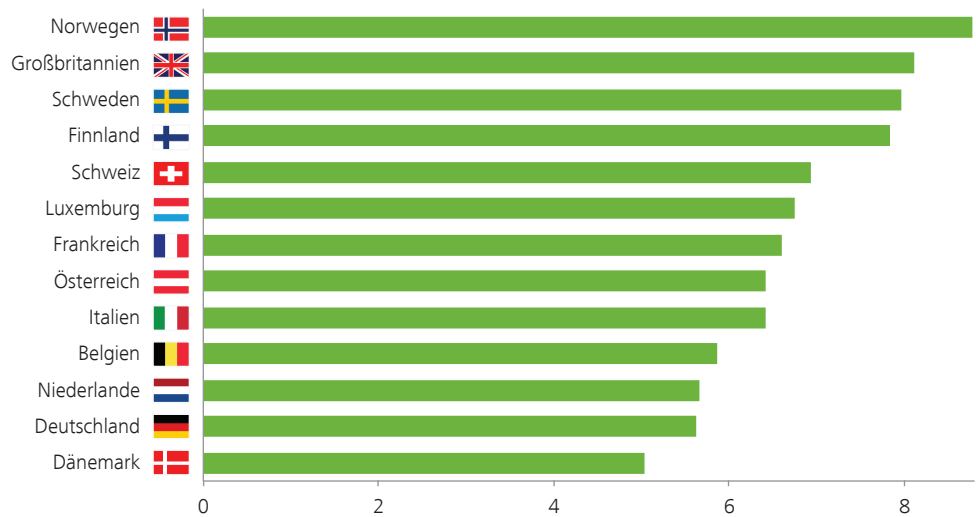
- Dieser allgemeine Trend hat nur wenige Ausnahmen: Die italienischen und britischen Regulierungsbehörden verfolgen den Gesamtmarktrenditeansatz. Skandinavische Regulierer betrachten vorwärtsgewandte Ansätze ergänzend. Folglich liegen die Marktrisikoprämien oder Eigenkapitalzinssätze in diesen Ländern am oberen Ende der europäischen Regulierungspraxis.

Abbildung 5: **Regulatorische Marktrisikoprämien (%)**¹²



Quelle: NERA-Analyse internationaler Regulierungsentscheidungen aus der Energienetzregulierung

Abbildung 6: **Regulatorische Eigenkapitalzinssätze (% nominal nach-Steuer, Eigenkapitalquote 40%)**¹³



Quelle: NERA-Analyse internationaler Regulierungsentscheidungen aus der Energienetzregulierung

Gerichtsentscheidung dürfte richtungsweisend für zukünftige Festlegungen sein

Wie es das Oberlandesgericht Düsseldorf am 22. März 2018 bestätigte, ist die mechanistische Anwendung rückwärtsgewandter Schätzmethode im aktuellen Marktumfeld nicht mehr geeignet, die Eigenkapitalrendite zuverlässig zu ermitteln. Regulierer müssen die aktuellen Marktverhältnisse bei ihrer Methodenwahl berücksichtigen und können nicht einfach eine bestehende Methode aktualisieren – auch wenn diese in der Vergangenheit angemessen erschien.

Alternative Ansätze stehen parat. Damit sie sich in der europäischen Regulierungspraxis etablieren können, braucht es jedoch einen externen Anstoß. Dieser könnte nun durch die Entscheidung des Oberlandesgerichts Düsseldorf gegeben sein: Vorwärtsgewandte Methoden dürften in Zukunft bei der Ermittlung regulatorischer Kapitalkosten zunehmend Berücksichtigung finden.

Anmerkungen

- ¹ Die Autoren bedanken sich bei Maximilian Czernin, Philipp Kröger, James Grayburn und Richard Hern für Kommentare und Unterstützung.
- ² Pressemitteilung des Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 22. März 2018: http://www.olg-duesseldorf.nrw.de/behoerde/presse/Presse_aktuell/20180322_PM_Bundesnetzagentur/index.php.
- ³ Bundesnetzagentur-Entscheidung BK4-08-068 vom 7 Juli 2008.
- ⁴ Bundesnetzagentur-Entscheidung BK4-11-304 vom 31. Oktober 2011.
- ⁵ Bundesnetzagentur-Entscheidungen BK4-16-160 und BK4-16-161 vom 5. Oktober 2016.
- ⁶ Hills, Thomas, Dimsdale (2010): The UK recession in context – what do three centuries of data tell us? – data annex, Bank of England Quarterly Bulletin 2010 Q4, 13. Dezember 2010.
- ⁷ Deutsche Bundesbank (2016): Monatsbericht April 2016 - Bewertungsniveau am Aktienmarkt –Theoretische Grundlagen und Weiterentwicklung von Kennzahlen, 15. April 2016.
- ⁸ Bei den DMS-Daten gehen neben den Kupon-Zahlungen auch die Kursgewinne der Anleihen in die Höhe der Anleihenrendite ein; starke Kursgewinne führen daher zu höheren Anleiherenditen, und mithin zu einer geringeren Differenz gegenüber Aktienrenditen.
- ⁹ Die Marktrisikoprämie in Höhe von 3,8% bildet Marktentwicklungen ab, die sich nicht ohne weiteres wiederholen können. Marktteilnehmer werden folglich nicht erwarten, dass diese Entwicklungen (d.h. hohe Kursgewinne) eintreten. Daher ist die Marktrisikoprämie in Höhe von 3,8% als Maß für Zukunftserwartungen ungeeignet.
- ¹⁰ Wright, S. et al (2003): A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K, 13. Februar 2013.
- ¹¹ Black (1972): Capital market equilibrium with restricted borrowing, Journal of Business 45 (3), Seiten 444-454, Juli 1972.
- ¹² Für jedes Land gibt die Darstellung die durchschnittliche Festlegung für die Sparten Gasverteilung, Stromverteilung, Gastransport und Stromübertragung an. Der Wert für Deutschland stammt aus der aufgehobenen Festlegung.
- ¹³ Für jedes Land gibt die Darstellung die durchschnittliche Festlegung für die Sparten Gasverteilung, Stromverteilung, Gastransport und Stromübertragung an. Der Wert für Deutschland stammt aus der aufgehobenen Festlegung.

Über NERA

NERA Economic Consulting (www.nera.com) ist ein internationales Unternehmen, dessen Experten ökonomische, finanzwirtschaftliche und quantitative Methoden einsetzen, um komplexe unternehmerische und regulatorische Herausforderungen erfolgreich zu bewältigen. Seit über 50 Jahren entwerfen die Ökonomen von NERA Strategien und verfassen Analysen, Berichte und Gutachten sowie Empfehlungen für Behörden, führende Anwaltskanzleien und Unternehmen.

Kontakt

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an die Autoren:

Tomas Haug

Managing Director
Berlin: +49 30 700 1506 10
tomas.haug@nera.com

Lorenz Wieshammer

Economic Analyst
Berlin: +49 30 700 1506 32
lorenz.wieshammer@nera.com