



Juristische Fakultät

Bürgerliches
Handels-,
und Europarecht

Recht,
Wirtschafts-



E W E R K

Institut für Wettbewerbs- und Ener-
gierecht e.V. (EWeRK) –
Forschungsstelle Legal Tech®

Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Datum:

6. Juli 2020

Sekretariat:

Bianca Berndt

Postanschrift:

Humboldt-Universität zu Berlin
Unter den Linden 6
10099 Berlin
Telefon +49 [30] 2093-40730
Telefax +49 [30] 2093-40731

hps@rewi.hu-berlin.de
www.rewi.hu-berlin.de/jura/ls/swt
presse@forschungsstelle-legal-tech.de
www.ewerk.hu-berlin.de

Sitz:

Ziegelstraße 13A
Raum 405 (3. Etage)
10117 Berlin

Rechtsgutachten

**Das Konzept der kalkulatorischen Eigenkapitalverzin-
sung für Strom- und Gasnetzbetreiber nach dem Ener-
giewirtschaftsgesetz und der Strom/GasNEV**

im Auftrag der

Norddeutschen Allianz

vorgelegt von

Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Prof. Dr. Jörg-Rafael Heim

Dr. Mirko Sauer

Inhalt

| | |
|---|----|
| A. Sachverhalt und Fragestellung | 3 |
| B. Ergebnis..... | 4 |
| C. Rechtsgrundlagen | 5 |
| 1. Europäische Rechtsgrundlagen | 5 |
| 2. § 21 Abs. 2 EnWG | 6 |
| 3. § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV | 6 |
| 4. § 7 Abs. 5 Strom/GasNEV | 6 |
| 5. § 7 Abs. 7 Strom/GasNEV | 7 |
| D. Rechtsgutachten | 8 |
| I. Die Grundfrage | 8 |
| II. Das gesetzliche Grundkonzept der EK-Verzinsung in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG – Die gesetzlichen Regulierungsmaßstäbe | 11 |
| 1. Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben | 11 |
| 2. Das Regelungskonzept in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG | 12 |
| III. Das verordnungsrechtliche Grundkonzept der EK-Verzinsung in § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV | 18 |
| 1. Normgenese | 18 |
| 2. Praxis der BNetzA | 19 |
| 3. Sichtweise des OLG Düsseldorf | 20 |
| 4. Sichtweise des BGH..... | 22 |
| IV. Die Eingriffe der EZB in die Finanzmärkte aus Sicht des Bundesverfassungsgerichtes | 24 |
| 1. Der Sachverhalt der OMT- und PSPP-Urteile..... | 26 |
| 2. Die Entscheidungen des EuGH | 27 |
| 3. Die Reaktion des Bundesverfassungsgerichts (OMT-Programm) vom 21.06.2016 und vom 05.05.2020 (PSPP)..... | 29 |
| V. Auswirkungen der Geldpolitik der EZB auf festverzinsliche Wertpapiere in Deutschland | 31 |
| 1. Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages | 31 |
| 2. Working Paper des CSEF..... | 32 |
| 3. EZB-Wertpapierankäufe – Folgen für die Anleihenmärkte aus Sicht des VÖB | 32 |
| 4. Die Sichtweise des Bundesverfassungsgerichts (PSPP-Urteil vom 05.05.2020)..... | 35 |
| 5. Geldpolitik im Zusammenhang mit der Corona-Krise | 36 |
| VI. Die Konsequenzen für die Zinsentwicklung | 37 |
| VII. Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes aus Sicht der BNetzA | 44 |
| VIII. Die rechtlichen Anforderungen an Verordnungen nach Art. 80 GG | 48 |
| IX. Rechtsfolgen für den Verordnungsgeber | 51 |
| X. Rechtsfolgen aus der Perspektive der BNetzA..... | 53 |
| XI. Auswirkungen der Absenkung des Basiszinses auf den Zuschlag..... | 54 |
| XII. Die verfassungsgemäße Korrektur in § 7 Abs. 4, 5 und 7 Strom/GasNEV | 56 |

A. Sachverhalt und Fragestellung

Nach § 21 Abs. 2 EnWG werden die Entgelte für den Netzzugang unter Berücksichtigung einer *angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung* des eingesetzten Kapitals gebildet. Diese Regelung wird, auf der Grundlage von § 24 EnWG, durch § 7 Abs. 4 und Abs. 5 Strom/GasNEV konkretisiert. Grundsätzlich gilt für Strom- als auch für Gasnetzbetreiber, dass der Eigenkapitalzinssatz (im Folgenden EK-Zinssatz) für Neuanlagen „den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt, der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten“ zzgl. eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach Abs. 5 nicht überschreiten darf (§ 7 Abs. 4 Satz 1 Strom/GasNEV). Der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf **Altanlagen** entfällt, anzuwendende EK-Zinssatz ist zusätzlich um den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der Preisänderungsrate gemäß dem vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Verbraucherpreisgesamtindex zu ermäßigen (§ 7 Abs. 4 Satz 2 Strom/GasNEV).

Nach § 7 Abs. 6 Strom/GasNEV entscheidet die Regulierungsbehörde vor Beginn einer Regulierungsperiode (derzeit steht die **vierte** Regulierungsperiode bevor) durch Festlegung nach § 29 EnWG.

Die im folgenden Rechtsgutachten zu vertiefenden Fragen lauten:

- I. Entspricht die Rechtsgrundlage zur Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung für Strom- und Gasnetzbetreiber (noch) dem Energiewirtschaftsgesetz?

Im Falle der Verneinung von I.:

- II. Wie müsste die Rechtsgrundlage ausgestaltet sein, damit sie volkswirtschaftlichen Paradigmen und energiewirtschaftlichen Zielen entspricht?

B. Ergebnis

1. Frage I

Die Rechtsgrundlage zur Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung für Strom- und Gasnetzbetreiber in § 7 Strom/GasNEV entspricht **nicht mehr** den europarechtlichen Vorgaben und dem diese umsetzenden Energiewirtschaftsgesetz und darf in der jetzigen Fassung nicht angewendet werden. Der Zweck von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG, eine *angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung* des eingesetzten Kapitals zu gewährleisten, wird wegen des Zusammenbruchs der durchschnittlichen Umlaufrenditen bei festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten **signifikant verfehlt**.

2. Auf die Frage, wie die Rechtsgrundlage ausgestaltet sein muss (II.), damit sie volkswirtschaftlichen Paradigmen und energiewirtschaftlichen Zielen entspricht ist zu antworten, dass § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV mit folgendem neuen Satz 1 und 2 zu ergänzen ist:

„Der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Neuanlagen entfällt, anzuwendende Eigenkapitalzinssatz darf von dem auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre vor 2005 bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach Abs. 5 nur abweichen, wenn dies zur Erreichung des Gesetzeszweckes (§ 21 Abs. 2 S. 1 EnWG) sachlich erforderlich ist. Dies gilt auch für die Ermittlung des Zinssatzes nach § 7 Abs. 7 Strom/GasNEV.“

Bis zur Ergänzung des Wortlautes von § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV durch den Ordnungsgeber ist die BNetzA gehalten, die Festlegung für die vierte Regulierungsperiode auszusetzen.

C. Rechtsgrundlagen

1. Europäische Rechtsgrundlagen

a) Der europäische Gesetzgeber hat sich im Jahre 2003 für eine staatliche Regulierung in den Mitgliedstaaten entschieden, die einen diskriminierungsfreien Netzzugang für alle Marktteilnehmer als Voraussetzung für den Wettbewerb sicherstellen und zugleich ein hohes Maß an Versorgungssicherheit gewährleisten soll. Grundlage für § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG sind die Regelungen in Art. 23 Abs. 4 Strom-RL (2003/54/EG) und Art. 25 Abs. 4 Gas-RL (2003/55/EG).

b) Diese Regelungen wurden über das dritte **Energiebinnenmarktpaket 2009** aktualisiert. In Art. 37 Strom-RL (2009/72/EG) und Art. 41 Gas-RL (2009/73/EG) heißt es:

Diese Tarife oder Methoden sind so zu gestalten, dass die notwendigen Investitionen in die Netze so vorgenommen werden können, dass die Lebensfähigkeit der Netze gewährleistet ist

c) Diese Regelungen wurden erneut aktualisiert durch die **RL 2019/944 vom 05.06.2019** mit gemeinsamen Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt. Dort heißt es in Art. 59 Abs. 5 d, dass die Regulierungsbehörde „sicherstellt, dass die von unabhängigen Netzbetreibern erhobenen Netzzugangstarife ein Entgelt für den bzw. die Netzeigentümer enthalten, das eine angemessene Vergütung der Netzvermögenswerte und neuer Investitionen in das Netz ist, sofern diese wirtschaftlich und effizient getätigt werden.“

In Art. 59 Abs. 7 a heißt es, dass es den Regulierungsbehörden obliegt, „die Bedingungen für den Anschluss an und den Zugang zu den nationalen Netzen, einschließlich der Tarife für die Übertragung und die Verteilung oder ihrer Methoden festzulegen“. Ferner heißt es: „Diese Tarife oder Methoden sind so zu gestalten, dass die notwendigen Investitionen in die Netze auf eine Art und Weise vorgenommen werden können, dass die Lebensfähigkeit der Netze gewährleistet ist.“

d) In der **Verordnung (EU) 2019/943** vom 05.06.2019 in Kraft getreten am 01.01.2020, heißt es in Art. 18 Abs. 1:

„Die Entgelte, die die Netzbetreiber für den Zugang zu den Netzen erheben, müssen... die tatsächlichen Kosten insofern zum Ausdruck bringen, als sie denen eines effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers entsprechen und unterschiedslos angewandt werden.“

2. § 21 Abs. 2 EnWG

Die Entgelte werden auf der Grundlage der Kosten einer Betriebsführung, die denen eines effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers entsprechen müssen, unter Berücksichtigung von Anreizen für eine effiziente Leistungserbringung und einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals gebildet, soweit in einer Rechtsverordnung nach § 24 nicht eine Abweichung von der kostenorientierten Entgeltbildung bestimmt ist. Soweit die Entgelte kostenorientiert gebildet werden, dürfen Kosten und Kostenbestandteile, die sich ihrem Umfang nach im Wettbewerb nicht einstellen würden, nicht berücksichtigt werden.

3. § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV

Der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Neuanlagen entfällt, anzuwendende Eigenkapitalzinssatz darf den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach Abs. 5 nicht überschreiten. Der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Altanlagen entfällt, anzuwendende Eigenkapitalzinssatz ist zusätzlich um den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der Preisänderungsrate gemäß dem vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Verbraucherpreisgesamtindex zu ermäßigen.

4. § 7 Abs. 5 Strom/GasNEV

Die Höhe des Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ist insbesondere unter Berücksichtigung folgender Umstände zu ermitteln:

1. Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten und die Bewertung von Betreibern von Elektrizitäts-(Gas-)versorgungsnetzen auf diesen Märkten;
2. Durchschnittliche Verzinsung des Eigenkapitals von Betreibern von Elektrizitäts-(Gas-)versorgungsnetzen auf ausländischen Märkten;

3. Beobachtete und quantifizierbare unternehmerische Wagnisse.

5. § 7 Abs. 7 Strom/GasNEV

Der Zinssatz für den die Eigenkapitalquote übersteigenden Anteil des Eigenkapitals nach Abs. 1 S. 5 bestimmt sich als Mittelwert des auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der folgenden von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen:

- a. Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten – Anleihen der öffentlichen Hand,
- b. Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten – Anleihen von Unternehmen (auf nicht-MFIs) und
- c. Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen – Hypothekendarlehen.

Weitere Zuschläge sind unzulässig.

D. Rechtsgutachten

I. Die Grundfrage

Nach § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV darf der EK-Zinssatz den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zzgl. eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer Wagnisse nicht überschreiten. Mit der Ermittlung dieses **Zuschlags** hat sich der BGH in seinem Beschluss „*Eigenkapitalzinssatz II*“ vom 09.07.2019 intensiv auseinandergesetzt.¹ Ausgelöst wurde das Urteil des BGH durch zwei im Wesentlichen inhaltsgleiche Beschlüsse der Bundesnetzagentur (BNetzA) vom 05.10.2016, in denen die Behörde den Eigenkapitalzinssatz zur Bestimmung der Erlösobergrenze für die Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen für die dritte Regulierungsperiode für Neuanlagen auf 6,91 % und für Altanlagen auf 5,12 % (jeweils vor Steuer) festgesetzt hatte.² Diese Festlegungen wurden durch den BGH – in Abweichung zum OLG Düsseldorf³ – bestätigt.

Der BGH hat sich im Kern mit der Frage beschäftigt, ob die Regulierungsbehörde den *angemessenen Zuschlag* zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach § 7 Abs. 5 Strom/GasNEV zutreffend ermittelt hatte. Diese Frage hat der BGH im Ergebnis **bejaht**.

Im Zentrum des folgenden Rechtsgutachtens steht die Frage, die der BGH bisher nicht beantwortet hat, ob nämlich die Grundannahme, die § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV trifft, wonach für den EK-Zinssatz auf den „*auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländische Emittenten abzustellen ist*“, zu einer angemessenen EK-Verzinsung nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG führt. Diese Frage war bisher nicht Gegenstand der Festlegungen in der ersten, der zweiten und der dritten Regulierungsperiode seitens der BNetzA. Diese Frage wurde auch nicht durch die obergerichtliche oder die höchstgerichtliche Rechtsprechung behandelt. Diese Frage ist bisher nicht gestellt worden, da Literatur und Rechtsprechung offenbar davon ausgegangen sind, dass die Anknüpfung an den Durchschnitt der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten der letzten zehn Jahren zur Gewährleistung

¹ BGH, Beschl. v. 09.07.2019 – EnVR 52/18 „Eigenkapitalzinssatz II“ juris.

² BK4-16-160 und BK4-16-161.

³ OLG Düsseldorf, Beschl. v. 22.03.2018 – 3 Kart 1062/16.

einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals (§ 21 Abs. 2 EnWG) geführt hat.

Angesichts der Entwicklung der durchschnittlichen Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten erscheint es jedoch zunehmend zweifelhaft, ob die Anknüpfung an diese Umlaufrendite zur Erreichung der gesetzlichen Vorgaben des § 21 Abs. 2 EnWG noch sachgerecht und angemessen ist. Zweifel ergeben sich bei einem Blick auf die Statistik der Deutschen Bundesbank, die die Entwicklung der durchschnittlichen Rendite festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland von 2000 bis zum März 2019 wiedergibt. Im Jahre 2000 lag die durchschnittliche Verzinsung und damit die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere bei 5,4 %. Der Zinssatz ermäßigte sich bis 2007 leicht auf 4,3 %. Im Jahre 2009, als die Finanzkrise die nationalen und internationalen Finanzmärkte erheblich erschütterte, sackte die Durchschnittsrendite auf 3,2 % ab. Dieser Trend setzte sich seit 2010, vor allem durch die Eingriffe der Europäischen Zentralbank in die Finanzmärkte kontinuierlich fort. Schon im Jahre 2012 war die Durchschnittsrendite auf nur noch 1,4 % abgeschmolzen – in 2014 auf 1 % und in 2015 erneut halbiert auf 0,5 %. Seither schwankt die Durchschnittsrendite festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland zwischen 0,5 % (2018) und 0,1 % (2016). Im März 2019 betrug die Durchschnittsrendite gerade einmal 0,2 %.⁴ Als Konsequenz dieser grundlegenden Veränderung der Durchschnittsrenditen festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland können die Strom- und Gasnetzbetreiber in der anstehenden vierten Regulierungsperiode für das Jahr 2020 mit prognostizierten 0,81 % als Durchschnittszins rechnen.⁵

Auch der Chefvolkswirt des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherer (GDV) *Wiener* weist im Ausblick für das Jahr 2020 darauf, dass die Renditen für festverzinsliche Wertpapiere (10-jährige Bundesanleihen) erneut massiv gefallen sind. Mit -0,72 % hat die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe sogar ein neues Allzeittief erreicht.⁶ Wesentlicher Treiber, so *Wiener*, war vor allem die **Geldpolitik**. Insbesondere die Anleihekäufe der EZB, so seine Einschätzung, seien die Ursache für den massiven Einbruch der Renditen festverzinslicher Wertpapiere auch in Deutschland.⁷

⁴ Deutsche Bundesbank Statistika 2019.

⁵ So eine Prognose von *Julian Schmidt* v. 06.12.2019 zur Entwicklung der Eigenkapitalzinssätze für Alt- und Neuanlagen für die vierte Regulierungsperiode (Anlage 1 zu diesem Rechtsgutachten); etwas höher sind die Prognosen des vzbv v. 10.08.2016 und von *Michael Seidel* aus der Perspektive des BET v. 29.06.2017 zur Berechnung des Zinssatzes für EK I und EK II (abrufbar unter: http://files.enreg.eu/2017/17_06_29_Workshop%20Energie-recht/170629_BET_Vortrag_Berlin_EK_Zinsfestlegung_Seidel.pdf, zuletzt abgerufen am 03.03.2020).

⁶ So *Wiener* in 4 Thesen für das Jahr 2020, Makro und Märkte Kompakt Nr. 31/Ausblick 2020, S. 3.

⁷ *Wiener* a.a.O., S. 3.

Die im Folgenden zu vertiefende Frage lautet folglich, ob der Ordnungsgeber mit dem Anknüpfen an die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere die Vorgaben von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG, die als gesetzliche Regulierungsmaßstäbe zugleich den Inhalt und die Reichweite der Verordnungsermächtigung des § 24 EnWG bestimmen⁸, noch erfüllt. Nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG müssen die EK-Zinssätze bei den Strom- und Gasnetzbetreibern für eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung sorgen. Die Frage lautet, ob dies auch dann noch möglich ist, wenn die durchschnittlichen Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere durch externe Einflüsse (u.a. Finanzkrise/Eurokrise sowie aktuell: Corona-Krise) und massive Eingriffe in die Finanz- und Kapitalmärkte durch die Europäische Zentralbank (etwa: Anleihekaufprogramme) praktisch unter Null tendieren.

Anders formuliert: Hätte der Ordnungsgeber in dem Zeitpunkt, in dem er die Formel für die Bestimmung des EK-Zinses in § 7 Strom/GasNEV entwickelt hat (2005), diese auch dann noch formuliert, wenn er gewusst hätte, dass im Jahre 2020 und den davor liegenden Jahren der Zins für festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten praktisch zusammenbrechen würde? Noch etwas anders gewendet, lautet die Frage, ob der Ordnungsgeber tatsächlich zur Umsetzung von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG an einen Markt für EK-Zinsen anknüpfen wollte, dessen Performance durch nicht vorhersehbare und unkalkulierbare externe Einflüsse und Markteingriffe (insbesondere durch die EZB) geprägt ist.

Dieser Frage wird im Folgenden vertieft nachzugehen sein. Sollte sich herausstellen, dass die Regelung des § 7 Abs. 4 und 5 Strom/GasNEV (2005) in Anbetracht der aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen mit den Grundzielen und den Grundvorstellungen des historischen EnWG-Gesetzgebers (2005) und den heute noch geltenden gesetzlichen Vorgaben der Entgeltregulierung nicht mehr übereinstimmt, so müssen diese verordnungsrechtlichen Bestimmungen (Konkretisierungen) mit den gesetzlichen Regulierungsmaßstäben des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG wieder in Deckung gebracht und dementsprechend angepasst werden.⁹ Andernfalls läge im Wortlaut des § 7 Abs. 4 und 5 Strom/GasNEV keine verordnungsrechtliche Konkretisierung, sondern eine unzulässige Korrektur der gesetzgeberischen Entscheidung des § 21 Abs. 2 EnWG und damit zugleich ein dauerhaft anhaltender Verstoß gegen Art. 80 Abs. 1 GG.

⁸ Sauer in: Elspas/Graßmann/Rasbach (Hrsg.), EnWG (2018), § 24 Rn. 7.

⁹ Allgemein zur Pflicht des Ordnungsgebers zur Beobachtung und Korrektur seiner Regelungen: vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 31.08.2005, – 1 BvR 700/05, „Treuhandervergütung“, Rn. 29 (m.w.N.).

II. Das gesetzliche Grundkonzept der EK-Verzinsung in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG – Die gesetzlichen Regulierungsmaßstäbe

1. Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben

Nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG werden die Entgelte für den Netzzugang unter Berücksichtigung einer *angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals* gebildet. Konzeptionell hat der deutsche Gesetzgeber damit die *europarechtlichen* Vorgaben umgesetzt.

Das Zweite Energiebinnenmarktpaket (2003) enthielt zunächst nur die allgemeine Vorgabe, die Bedingungen für den Anschluss und den Zugang zu den nationalen Netzen, einschließlich der Tarife, festzulegen und zu genehmigen.¹⁰ Im Dritten Energiebinnenmarktpaket 2009 wurde ergänzt, dass die Tarife oder Methoden so zu gestalten sind, dass die notwendigen Investitionen in die Netze so vorgenommen werden können, dass die **Lebensfähigkeit der Netze gewährleistet** ist.¹¹ An dieser Formulierung hat auch die aktuelle Elektrizitätsbinnenmarktrichtlinie des Vierten Energiebinnenmarktpakets (Art. 59 Abs. 7 Buchst. a) EltRL 2019¹²) wortwörtlich festgehalten. Sehr ähnlich heißt es in Art. 18 Abs. 1 der ab 01.01.2020 in Deutschland unmittelbar geltenden Verordnung über den Elektrizitätsbinnenmarkt (EltVO 2019)¹³, wonach die Entgelte, die die Netzbetreiber für den Zugang zu den Netzen erheben, die tatsächlichen Kosten insofern zum Ausdruck bringen, „*als sie denen eines effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers entsprechen und unterschiedslos angewandt werden*“.

Entgelte, die einem effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreiber entsprechen, müssen, so wie es § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG formuliert, eine *angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung des eingesetzten Kapitals* enthalten, da sie sonst einem strukturell vergleichbaren Netzbetreiber nicht entsprechen würden. Strukturell vergleichbare Netzbetreiber sind dann und nur dann tätig, wenn sie das von ihnen eingesetzte Kapital angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst verzinst bekommen. Wenn das nicht der Fall ist, werden sie in andere, eine angemessene EK-Verzinsung realisierende, Kapitalanlagen ausweichen. Infolgedessen wäre ein vergleichbarer, effizienter und zugleich preisgünstiger Netzbetrieb nicht mehr gewährleistet. Eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung ist

¹⁰ Art. 23 Abs. 4 EltRL 2003/54/EG sowie Art. 25 Abs. 4 GasRL 2003/55/EG.

¹¹ Art. 37 EltRL 2009/72/EG und Art. 41 GasRL 2009/73/EG.

¹² Richtlinie (EU) 2019/944 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. Juni 2019 mit gemeinsamen Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt und zur Änderung der Richtlinie 2012/27/EU.

¹³ Verordnung (EU) 2019/943 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. Juni 2019 über den Elektrizitätsbinnenmarkt.

somit zwingende Bedingung, um die notwendigen Investitionen in die Netze auf eine Art und Weise vorzunehmen, die die *Lebensfähigkeit der Netze gewährleistet* (Art. 59 Abs. 7 Buchst. a) EltRL 2019). Dies bedeutet, dass § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG die europarechtlichen Voraussetzungen für einen effizienten, kostenorientierten und zugleich preisgünstigen Netzbetrieb konkretisiert. Daran wird weder in Literatur noch Rechtsprechung gezweifelt.

2. Das Regelungskonzept in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG

a. Normgenese

Der Regierungsentwurf zu § 21 Abs. 2 EnWG aus dem Jahre 2005 stellte zunächst nur auf die **Angemessenheit der Verzinsung** ab.¹⁴ Auf Vorschlag des Wirtschaftsausschusses wurden die Merkmale *wettbewerbsfähig* und *risikoangepasst* hinzugefügt.¹⁵ Zur Begründung hieß es: „*dass sich die angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals an den Marktgegebenheiten unter Berücksichtigung der Langfristigkeit der Kapitalanlage orientieren muss. Der Zinssatz muss so gestaltet sein, dass Kapitalgeber auch im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf dem internationalen Kapitalmarkt ein Interesse an der Investition in die Energieversorgungsnetze haben*“.¹⁶ Zur Konkretisierung der *angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten* EK-Verzinsung hat die Bundesregierung mit Zustimmung des Bundesrates auf der Grundlage von § 24 EnWG schließlich die Regelungen in § 7 Abs. 4 und 5 Strom/GasNEV geschaffen.¹⁷

Danach erfolgt die Festlegung der EK-Verzinsung in **zwei Schritten**. Zunächst einmal ist der auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogene Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zu ermitteln. Im **zweiten Schritt** wird zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse ein angemessener Zuschlag gewährt.

Dieser **Doppelschritt** zur Ermittlung des EK-Zinses soll die Begriffe *angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst* ausfüllen. Letztlich dient das zweistufige Konzept von § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV dem Grundziel des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG, wonach der „*Zinssatz so zu gestalten ist, dass Kapitalgeber auch im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf den*

¹⁴ BT-Drucks. 15/3917 v. 14.10.2004, S. 60.

¹⁵ BT-Drucks. 15/5268 v. 13.04.2005, S. 32.

¹⁶ BT-Drucks. 15/5268 v. 13.04.2005, S. 119, rechte Spalte zu § 21 Abs. 2 S. 1; So auch *Mohr*, Die Verzinsung des Eigenkapitals von Energienetzbetreibern in der 3. Regulierungsperiode – Zur Reichweite von Entscheidungsspielräumen der Bundesnetzagentur bei der Ermittlung des Wagniszuschlags mit Hilfe des Capital Asset Pricing Model, N&R Beilage 1/2020, S. 5.

¹⁷ BR-Drucks. 245/05, S. 35 sowie BT-Drucks 247/05 v. 14.04.2005, S. 29.

*internationalen Kapitalmärkten ein Interesse an einer Investition in die Energieversorgungsnetze haben“.*¹⁸

b. Sichtweise der BNetzA

Hiervon geht auch die BNetzA in den Festlegungen der EK-Zinssätze für die dritte Regulierungsperiode aus.¹⁹ § 21 Abs. 2 EnWG sehe eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung vor. Unter Berücksichtigung der Entwicklung aller Faktoren des Zugschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse und der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten erfülle der Eigenkapitalzinsatz für Neuanlagen, so die BNetzA weiter, die an ihn gestellte Anforderung der **Angemessenheit**.

Wie sie selbst ausführt, sieht es die 4. Beschlusskammer der BNetzA als **angemessen** an, auf die Gesamtbetrachtung der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten abzustellen.²⁰ Dieses Vorgehen stelle sicher, dass sämtliche Konstellationen von langfristigen Anlagemöglichkeiten in festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten abgedeckt werden. Diese Gesamtbetrachtung berücksichtige sowohl die Nutzungsdauer der Anlagengüter als auch die Anlagedauer der Investoren, da beide Kriterien für die Bestimmung der Umlaufrendite relevant seien.²¹ Im Grundsatz sei davon auszugehen, dass Eigenkapitalgeber solange ihr Eigenkapital im Netzbetrieb anlegen würden, solange sich bei unveränderter Risikoemignung keine besseren Anlagemöglichkeiten böten. Aus Kapitalmarktsicht sei von einer vergleichsweise kurzen Kapitalmarktbindung auszugehen, was bei der Bestimmung der Umlaufrendite zu berücksichtigen sei. Dass das Eigenkapital zudem nicht nur in Anlagen mit einer langen Nutzungsdauer gebunden sei, sondern auch kurzlebige Anlagengüter betreffe, dürfe nicht vernachlässigt werden.²² Unter anderem würden festverzinsliche Wertpapiere mit 9 bis 10 Jahren Restlaufzeit und festverzinsliche Wertpapiere mit einer längsten Laufzeit von mehr als 4 Jahren berücksichtigt, sodass mindestens die Dauer einer Regulierungsperiode als Anlaagezeitraum für festverzinsliche Wertpapiere erfasst werde. Die Zusammensetzung der Umlaufrenditen nach Wertpapierarten und Laufzeiten werde von der Bundesbank in der von ihr veröffentlichten Kapitalmarktstatistik detailliert aufbereitet.²³

¹⁸ BT-Drucks. 15/5268 v. 13.04.2005, S. 119.

¹⁹ Beispielhaft BNetzA, Beschl. v. 05.10.2016, BK4-16-160 und BK4-16-161, S. 3.

²⁰ BNetzA, a.a.O., S. 5.

²¹ BNetzA, a.a.O., S. 5.

²² BNetzA, a.a.O., S. 5.

²³ BNetzA, a.a.O., S. 5 unter Hinweis auf Deutsche Bundesbank (2016), Kapitalmarktstatistik 04/2016, S. 28.

Die BNetzA weist ferner darauf hin, dass verschiedene Gutachten, die in dem Verfahren vorgelegt wurden, zu einem gleichen Ergebnis bei der Ermittlung der Umlaufrendite wie die Beschlusskammer kämen. Das gelte sowohl für NERA in dem Gutachten für den BDEW²⁴ als auch für das KEMA-Gutachten (VKU)²⁵, und für das Gutachten von BBH (GEODE)²⁶.

Alternative Berechnungen zur Bestimmung der Umlaufrendite, beispielsweise durch Bestimmung eines vergleichbaren risikoarmen Zinssatzes – wie etwa anhand einer Zinsstrukturkurve – seien, so die BNetzA, auf Grund der Vorgaben des § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV zur Bildung eines auf die letzten zehn Kalenderjahre bezogenen Durchschnitts der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten **nicht** anzusetzen.²⁷ Durch die Durchschnittsbildung über zehn Jahre würden kurzfristige Effekte unabhängig vom Entscheidungszeitpunkt gedämpft werden. Ob Vorgaben der Strom/GasNEV – wie bereits in dem vorangegangenen Festlegungsverfahren vorgetragen worden sei – unter ökonomischen Aspekten nicht mit dem eigentlichen Vorgehen der Ermittlung eines risikoarmen Zinssatzes übereinstimmen, könne auf Grund der insoweit **eindeutigen Vorgaben** der Netzentgeltverordnung dahinstehen.²⁸

c. Sichtweise des OLG Düsseldorf

Diese Vorgehensweise zur Bestimmung der Umlaufrendite hat die Beschlusskammer bereits in der erstmaligen Festlegung der EK-Zinssätze im Jahre 2008 angewandt.²⁹ Die gegen diese Vorgehensweise im Beschwerdeverfahren vorgebrachten Einwände seien vom OLG Düsseldorf³⁰ verworfen worden. Dies betreffe insbesondere die Anwendbarkeit der Zinsstrukturkurve und die Beschränkung der Wertpapiere mit bestimmten Laufzeiten bzw. Restlaufzeiten.³¹ In der Tat heißt es in einem anderem Beschluss des OLG Düsseldorf vom 24.04.2013³², dass der von der Beschlusskammer auf damals 4,23 % festgelegte (risikolose) Zinssatz, basierend auf

²⁴ NERA (2011), Die kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze für Gasnetze in Deutschland, Gutachten im Auftrag des BDEW, S. 20f.

²⁵ KEMA (2008), Ermittlung angemessener Kapitalzinssätze für deutsche Strom- und Gasverteilnetze, Studie im Auftrag des VKU, S. 39ff.

²⁶ BBH (2016), Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalzinssätze nach § 7 Abs. 4 Gas- bzw. StromNEV, Gutachten im Auftrag von GEODE, S. 35f.

²⁷ BNetzA, BK4-16-160 und BK4-16-161, S. 5.

²⁸ BNetzA, a.a.O., S. 5 f.

²⁹ BNetzA, BK4-16-160 und BK4-16-161, S. 6 unter Bezugnahme auf BNetzA, Beschl. v. 07.07.2008, BK4-08-068.

³⁰ OLG Düsseldorf, Beschl. v. 24.04.2013 – VI-3 Kart 37/08 (S. 21 ff. des Urteilsumdrucks); vgl. auch OLG Schleswig, Beschl. v. 01.10.2009 – 16 Kart 2/09 (S. 12 ff. des Urteilsumdrucks).

³¹ BK4-16-160/161, S. 6.

³² OLG Düsseldorf, Beschl. v. 24.04.2013 – VI-3 Kart 61/08, Rn. 91.

der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere als zehn Jahresdurchschnitt **nicht streitig** sei. Mehr ist in jenem Verfahren zu der Frage, ob und inwieweit diese Umlaufrendite zu einer angemessenen EK-Verzinsung führen könne, nicht gesagt worden. Alle weiteren Erwägungen im Beschluss des OLG Düsseldorf betreffen den **Risikozuschlag**.³³

Ganz grundsätzlich heißt es im Beschluss des OLG Düsseldorf aus der Perspektive von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG: „Angemessen ist die Verzinsung dann, wenn die Kapitalgeber für das eingesetzte Kapital eine Rendite erhalten, die sie zum einen veranlasst, das Kapital in dem Unternehmen zu belassen und zum anderen Anreize für weitere Investitionen in das Unternehmen und die Netzinfrastruktur setzt.“³⁴ „Die Frage der angemessenen Verzinsung des eingesetzten Kapitals ist mit Rücksicht auf die erforderliche Investitionsfähigkeit und die Sicherstellung der Leistungsfähigkeit des Netzbetriebs zu beantworten.“³⁵ „Dies setzt voraus, dass der Investor für Investitionen, die der Erhaltung und dem bedarfsgerechten Ausbau im Sinne der gesetzlichen Zielrichtung nach § 11 EnWG dienen, auf eine angemessene Rendite vertrauen kann.“³⁶

d. Sichtweise des BGH

Im *Vattenfall-Beschluss* des BGH³⁷ ging es nicht um die Grundfrage, wie der Begriff der Angemessenheit nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG zu interpretieren ist. Es ging um die untergeordnete Frage, welchen Ertrag der Netzbetreiber für eingesetztes Kapital für den Bau neuer Anlagen erwarten dürfe. Der BGH stellte klar, dass nach dem Gebot einer angemessenen Verzinsung der Netzbetreiber für sein zur Herstellung von Anlagen aufgewandtes Kapital grundsätzlich denselben Betrag erwarten könne wie für Kapital, das er in anderen Bereichen des Netzbetriebs investiert habe.³⁸ Zu den Zielen des EnWG gehöre nämlich die Sicherstellung der Leistungsfähigkeit von Energieverteilungsanlagen (§ 1 Abs. 2 EnWG). Dies setze voraus, dass Investitionen, die der Erhaltung und dem bedarfsgerechten Ausbau im Sinne der gesetzlichen Zielsetzung nach § 11 EnWG dienen, im Hinblick auf ihre Verzinsung nicht benachteiligt werden dürften.

³³ OLG Düsseldorf, a.a.O., ab Rn 92.

³⁴ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 71 unter Hinweis auf *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: *Berl-KommEnR*, 2. Aufl., § 21 Rn. 115; *Groebel* in: *Britz/Hellermann/Hermes*, EnWG, 2. Aufl., § 21 Rn. 128; *Berndt*, Die Anreizregulierung in den Netzwirtschaften, S. 92, 131; *Lippert*, RdE 2009, 353, 359.

³⁵ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 71 unter Hinweis auf *Theobald/Zenke/Lange* in: *Schneider/Theobald*, Recht der Energiewirtschaft, 2. Aufl., § 17 Rn. 34.

³⁶ OLG Düsseldorf, a.a.O. Rn. 71 unter Hinweis auf BGH, Beschl. v. 14.08.2008 – KVR 39/07 „*Vattenfall*“, Rn. 39.

³⁷ BGH, Beschl. v. 14.08.2008 – KVR 39/07 „*Vattenfall*“.

³⁸ BGH, a.a.O., „*Vattenfall*“, Rn. 39.

Vielmehr müsse der Investor auf eine angemessene Rendite aus diesem Kapital vertrauen dürfen. Dies schließe aus, derartige Vermögensbestandteile ohne sachlichen Grund vollständig aus der Verzinsung herauszunehmen.³⁹

Auch in der Entscheidung des BGH „*Thyssengas GmbH*“ vom 27.01.2015⁴⁰ hat sich der BGH **nicht** mit den Grundsätzen der angemessenen, wettbewerbsfähigen Verzinsung des Eigenkapitals nach § 21 Abs. 2 EnWG befasst. Im Zentrum seiner Überlegungen standen Fragen der *risikoangepassten* Verzinsung aus der Perspektive des § 7 Abs. 5 GasNEV. Der BGH hat zwar darauf hingewiesen, dass kapitalmarktübliche Zinsen nach § 7 Abs. 4 S. 1 GasNEV im Ausgangswert anhand von veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere bestimmt würden.⁴¹ Mehr als diesen Hinweis hat der BGH jedoch nicht gegeben. Ansonsten hat er ganz grundsätzlich erklärt, dass die in § 21 Abs. 2 EnWG normierte Vorgabe einer *angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung* nicht allein durch die Ermittlung von Marktgegebenheiten oder sonstigen Tatsachen erfüllt werden könne. Sie erfordere vielmehr eine **Gesamtbetrachtung**, in die wertende Elemente einzufließen hätten und die nicht nur Gegebenheiten in der Vergangenheit, sondern den zukünftigen Anforderungen an den Betrieb von Netzen Rechnung zu tragen hätten. Diese Bewertung habe der Gesetzgeber der Regulierungsbehörde übertragen.⁴²

Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus dem Beschluss des BGH vom 25.04.2017 („*Stadtwerke Werl GmbH*“)⁴³. In jenem Fall ging es um den Zinssatz für den die Eigenkapitalquote übersteigenden Anteil des Eigenkapitals nach § 7 Abs. 1 S. 5 GasNEV (EK II-Zinssatz). Der BGH hat dem OLG Düsseldorf zugestimmt, dass die Deckelung des anererkennungsfähigen Eigenkapitals auf 40 % dem gesetzlich vorgegebenen Ziel einer preisgünstigen Versorgung und eines wirksamen und unverfälschten Wettbewerbs entspreche.⁴⁴ Der Verordnungsgeber sei auch nicht gehalten, für den diese Grenze übersteigenden Teil des Eigenkapitals einen Zinssatz vorzusehen, der einen Zuschlag zur Abdeckung des unternehmerischen Wagnisses enthalte.⁴⁵

³⁹ BGH a.a.O., „*Vattenfall*“, Rn. 39.

⁴⁰ BGH, Beschl. v. 27.01.2015 – EnVR 39/13 „*Thyssengas GmbH*“.

⁴¹ BGH, a.a.O., „*Thyssengas GmbH*“, Rn. 18.

⁴² BGH a.a.O., „*Thyssengas GmbH*“ Rn. 20.

⁴³ BGH, Beschl. v. 25.04.2017 – EnVR 17/16 „*Stadtwerke Werl GmbH*“ (vorgehend OLG Düsseldorf, Beschl. v. 21.01.2016 – VI-5 Kart 33/14 (V), dort ab Rn. 89).

⁴⁴ BGH, a.a.O., „*Stadtwerke Werl GmbH*“, Rn. 64 und 68 unter Hinweis auf BGH v. 14.08.2008 – KVR 42/07, „*Rhein Hessische Energie I*“.

⁴⁵ BGH, a.a.O., „*Stadtwerke Werl GmbH*“ Rn. 69.

Dieser Zuschlag beziehe sich nämlich lediglich auf die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung.⁴⁶ Dieser unterliege nur derjenige Teil des Eigenkapitals, der sich auch unter Wettbewerbsbedingungen typischerweise bilden würde.⁴⁷ Ob der Verordnungsgeber überhaupt gehalten sei, die mit der Gewährung von Fremdkapital für den Kreditgeber verbundenen Risiken zu berücksichtigen, könne dahingestellt bleiben.⁴⁸ Die hier im Folgenden zu vertiefende, grundsätzliche Frage der Voraussetzungen für eine *angemessene, wettbewerbsfähige Verzinsung* des eingesetzten Eigenkapitals (EK I) haben weder das OLG Düsseldorf noch der BGH in dem Beschluss *Stadtwerke Werl GmbH* erörtert.

e. Zwischenergebnis

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass es § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG im Kern um eine **angemessene** Verzinsung des eingesetzten Kapitals geht. Die Verzinsung muss im Vergleich zu alternativen Anlagemöglichkeiten zugleich *wettbewerbsfähig und risikoangepasst* sein. Beide zuletzt genannten ergänzenden Tatbestandsmerkmale sind **klarstellend** durch den Wirtschaftsausschuss vorgeschlagen und in den Gesetzestext aufgenommen worden.⁴⁹ Eine angemessene Verzinsung, so der Wirtschaftsausschuss müsse sich an den Marktgegebenheiten im Versorgungsbereich unter Berücksichtigung der Langfristigkeit der Kapitalanlage ausrichten. Insbesondere sei der Zinssatz so zu gestalten, dass der Kapitalgeber auch im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten ein Interesse an einer Investition in die Energieversorgungsnetze habe.⁵⁰ Diese in § 21 Abs. 2 S. EnWG normierten Voraussetzungen für die Verzinsung des eingesetzten Kapitals erfordern, so der BGH zu Recht, eine **Gesamtbeurteilung**.⁵¹ In diese Gesamtbetrachtung müssten wertende Elemente einfließen, die nicht nur Gegebenheiten in der Vergangenheit, sondern auch den **zukünftigen** Anforderungen an den Betrieb von Netzen Rechnung zu tragen hätten. Diese Bewertung, so der BGH, habe der Gesetzgeber den Regulierungsbehörden übertragen. Diese Grundsätze sind allgemein anerkannt – sie spiegeln sich in der Literatur.⁵²

⁴⁶ BGH, a.a.O., „*Stadtwerke Werl GmbH*“, Rn. 70 unter Hinweis auf BGH v. 14.08.2008 – KVR 34/07, Rn. 74.

⁴⁷ BGH, a.a.O., „*Stadtwerke Werl GmbH*“, Rn. 70.

⁴⁸ BGH, a.a.O., „*Stadtwerke Werl GmbH*“, Rn. 76 und 77.

⁴⁹ BT-Drucks. 15/5268 v. 13.04.2005, S. 32 und S. 219.

⁵⁰ BT-Drucks. 15/5268 v. 13.04.2005, S. 119.

⁵¹ BGH, Beschl. v. 27.01.2015 – EnVR 39/13 „*Thyssengas GmbH*“, Rn. 20.

⁵² *Missling* in: *Danner/Theobald*, Energierecht, Werkstand 102.EL August 2019, § 21 EnWG ab Rn. 74; *Laubenstein/van Rossum* in: *Holznapel/Schütz*, Anreizregulierungsrecht, 2. Aufl. 2019, § 21 EnWG ab Rn. 64; *Schütte* in: *Kment*, EnWG, 2. Aufl. 2019, § 21 Rn. 96; *Schütz/Schütte* in: *Holznapel/Schütz*, Anreizregulierungsrecht, 2. Aufl. 2019, § 7 Strom/GasNEV ab Rn. 98; *Busse von Colbe/Säcker* in: *BerlKommEnR* vor §§ 21ff. EnWG ab Rn. 66.

III. Das verordnungsrechtliche Grundkonzept der EK-Verzinsung in § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV

1. Normgenese

Die Maßgabe des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG, wonach die Ermittlung der Netzentgelte unter Berücksichtigung einer angemessenen Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals zu erfolgen hat, wird, so heißt es in Verordnungsbegründung, in § 7 Strom/GasNEV umgesetzt.⁵³ Zunächst einmal wird in § 7 das zu verzinsende betriebsnotwendige Eigenkapital definiert. Da die kalkulatorisch ansetzbare Eigenkapitalquote auf maximal **40 %** begrenzt ist, schreibt Abs. 1 vor, dass das die Quote von 40 % überschreitende Eigenkapital lediglich wie **Fremdkapital** zu verzinsen ist.⁵⁴ Absatz 4 legt fest, dass der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Neuanlagen entfällt, anzuwendende Eigenkapitalzinssatz den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten zzgl. eines angemessenen Wagniszuschlages nicht überschreiten darf.⁵⁵ Im Interesse der Rechtssicherheit wurde im Jahre 2005 der Eigenkapitalzinssatz, bis zur Einführung einer Anreizregulierung auf **real 6,5 % (Strom) und real 7,8 % (Gas)** vor Körperschaftssteuer festgesetzt.⁵⁶ In der Verordnungsbegründung hieß es ferner: „Bei Einführung der Anreizregulierung hat die Regulierungsbehörde einen Eigenkapitalzinssatz *nach* Steuern festzulegen. Hierbei muss sichergestellt sein, dass es einem durchschnittlich effizienten Netzbetreiber ermöglicht wird, eine durchschnittliche Rendite zu erzielen“.⁵⁷

Diese Grundgedanken der damaligen Verordnungsbegründung zeigen, dass der Normgeber im Jahre 2005 davon ausging, dass eine reale Verzinsung von 6,5 % des eingesetzten Kapitals für nationale und internationale Investoren angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst war. Wenn dies im Jahre 2005 der Fall war, so müsste es gute Sachgründe dafür geben, warum womöglich im Jahre 2021 eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung des eingesetzten Kapitals deutlich niedriger als real 6,5 % ausfallen dürfe.

⁵³ BR-Drucks. 245/05, S. 35.

⁵⁴ So auch BR-Drucks. 245/05, S. 35 und BR-Drucks. 247/05, S. 29.

⁵⁵ In der Verordnungsbegründung aus dem Jahre 2005 (BR-Drucks. 245/05 S. 35 und BR-Drucks. 247/05, S. 29) wurde auf die Ermittlung des **Realzinses** abgestellt. Dieser ergab sich aus dem Nominalzins abzüglich der Preisänderungsrate.

⁵⁶ Zu § 7 Abs. 5 Strom/GasNEV: BR-Drucks. 245/05, S. 35 und BR-Drucks. 247/05, S. 30.

⁵⁷ BR-Drucks. 245/05, S. 35 f. und BR-Drucks. 247/05, S. 30.

Eine vertiefte Begründung des Ordnungsgebers, aus welchen Sachgründen er die Vorgabe des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG nach einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung in einem **Doppelschritt** in § 7 Abs. 4/5 Strom/GasNEV umgesetzt hat, lässt sich aus der sehr kurzen und eher kargen Begründung zu § 7 Strom/GasNEV nicht entnehmen. Jedenfalls ordnet § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV an, dass der Zinssatz für das betriebsnotwendige Eigenkapital für Neuanlagen in **zwei Schritten** ermittelt wird. Im **Schritt 1** wird der Durchschnitt der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten bezogen auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre ermittelt (sogenannter risikoloser Zinssatz) und im **Schritt 2** kommt ein Risikozuschlag zur Abdeckung netzbetriebspezifischer unternehmerischer Wagnisse hinzu. Letzter wird nach § 7 Abs. 5 Strom/GasNEV ermittelt.

2. Praxis der BNetzA

Dieses zweistufige Konzept liegt den Festlegungen der BNetzA nach § 29 Abs. 1 EnWG i.V.m. § 7 Abs. 6 Strom/GasNEV zugrunde. Die Beschlusskammer hat es am 05.10.2016 wie folgt formuliert: „*Sie sieht es als angemessen an, auf eine Gesamtbetrachtung der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten abzustellen.*“⁵⁸ Abgestellt wurde (so Tabelle 1) auf die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten aus den Jahren 2006 bis 2015.⁵⁹ Die Umlaufrendite betrug im Jahre 2006 3,8 %, stieg im Jahre 2007 auf 4,3 %. Ab 2008 fiel die Umlaufrendite zunächst moderat auf 4,2 %, in 2009 ganz erheblich um 1 % auf 3,2 %, in 2010 erneut erheblich auf 2,5 %. In 2011 gab es einen kleinen Anstieg auf 2,6 % und ab 2012 erneut eine stark abfallende Tendenz, zunächst auf 1,4 %, in 2013 ebenfalls 1,4 %, in 2014 nur noch 1 % und in 2015 eine Halbierung auf 0,5 %. Das heißt die Umlaufrendite betrug im Jahre 2015 gerade einmal etwas mehr als ein Zehntel der Umlaufrendite in 2007/08. Schaut man sich die Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere für die Jahre davor an, so wird deutlich, dass es eine vergleichbare Abwärtsentwicklung in den Jahren davor niemals gab. Die Umlaufrendite betrug im Jahre 2005, 4 % und schwankte bis 2006 zwischen etwa 4,7 % bis 3,8 % im Jahre 2006.⁶⁰

Obwohl das Absinken der Umlaufrendite schon im Jahre 2012 (1,4 %) extrem signifikant war, im Vergleich zu den Jahren davor war die Umlaufrendite um fast dreiviertel gesunken, legte die BNetzA ihren Beschlüssen den Zehnjahres-Durchschnitt der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere ohne weitere Diskussion zugrunde. Eine solche Diskussion hätte aber, selbst

⁵⁸ BK4-16-160 und BK4-16-161, S. 5.

⁵⁹ BK4-16-160 und BK4-16-161, S. 5, Tabelle 1.

⁶⁰ Deutsche Bundesbank, Statistika 2019, S. 11.

aus der Perspektive des Zehnjahres-Mittelwertes, durchaus nahe gelegen. Der Zehnjahres-Mittelwert wird von der BNetzA im Jahre 2006 mit 4,31 % dargestellt.⁶¹ Im Jahre 2015 hatte sich das Zehnjahresmittel nach dieser Tabelle auf 2,49 % reduziert und damit praktisch halbiert.

Ob bei einer derartig gravierenden Abwärtsentwicklung der Verzinsung festverzinslicher Wertpapiere noch von einer angemessenen, wettbewerbsfähigen Verzinsung des eingesetzten Kapitals für nationale und internationale Kapitalinvestoren die Rede sein kann, hätte sinnvollerweise diskutiert werden sollen. Denn nach der Verordnungsbegründung im Jahre 2005 ging es dem Verordnungsgeber darum, sicherzustellen, dass ein *durchschnittlich effizienter Netzbetreiber* eine angemessene Rendite erzielt.⁶² Ob das angesichts der Halbierung des zehn Jahresmittels im Jahre 2015 mit 2,49 % Durchschnittszins noch erreicht wurde, blieb in der Diskussion der BNetzA ebenso offen, wie in der anschließenden Diskussion vor dem OLG Düsseldorf und dem BGH.

3. Sichtweise des OLG Düsseldorf

Das OLG Düsseldorf hat mit Beschluss vom 22.03.2018⁶³ ausgeführt, dass die Festlegung des „risikolosen“ Zinssatzes durch die BNetzA auf der Basis der Daten der Kalenderjahre 2006 bis 2015 für die dritte Regulierungsperiode nicht zu beanstanden gewesen sei.⁶⁴ Das Gericht beschäftigt sich sodann mit der Frage des Festlegungszeitpunktes.⁶⁵ Schließlich sei **nicht zu beanstanden**, dass die BNetzA bei der Bestimmung der durchschnittlichen Umlaufrendite eine Gesamtbetrachtung der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten vorgenommen habe und die entsprechenden Daten der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank (April 2016, Tabelle 7b, Spalte „Insgesamt“) zugrunde gelegt habe.⁶⁶ Im nächsten Schritt bereits beschäftigt sich das OLG Düsseldorf mit dem angemessenen Zuschlag zur Abdeckung betriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse.⁶⁷ Dabei beschäftigt sich das Gericht intensiv mit dem von der BNetzA zugrunde gelegten Capital Asset Pricing Model (CAPM). Zutreffend verweist das OLG Düsseldorf darauf, dass das CAPM die Renditeforderung aus einem „risikolosen“ Basiszins und einer unternehmensspezifischen Risikoprämie, die

⁶¹ Die BNetzA griff dabei auf die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank, April 2016, S. 36, Tabelle 7b, Spalte „Insgesamt“ zurück.

⁶² BR-Drucks. 245/05, S. 35 und BR-Drucks. 247/05, S. 29.

⁶³ OLG Düsseldorf, Beschl. v. 22.03.2018 – VI-3 Kart 485/16 (V).

⁶⁴ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 50 ff.

⁶⁵ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 55.

⁶⁶ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 56.

⁶⁷ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 60 ff.

das netzspezifische unternehmerische Wagnis abbilde, zusammensetze.⁶⁸ Die Marktrisikoprämie sei die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte, Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite „risikofreier“ Wertpapiere. Deshalb erfülle das CAPM grundsätzlich die Vorgaben des § 7 Abs. 5 Strom/GasNEV.⁶⁹

Zu der Frage, ob der angeblich „risikolose“ Basiszins tatsächlich so risikolos war und ist, wie er vom OLG Düsseldorf und der BNetzA zugrunde gelegt wurde, findet sich im Beschluss des Gerichtes nichts. Das Gericht geht, wie selbstverständlich davon aus, dass der Basiszins, der sich aus dem Durchschnitt festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten bildet, tatsächlich „risikolos“ war.

Schaut man sich die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Kapitalmarktstatistik der Jahre 2006 bis 2015 an, so erfährt man, dass das durchschnittliche Mittel, das im Jahre 2006 noch bei 4,31 % lag, im Jahre 2015 schon auf 2,49 % gesunken war. Wesentlicher Treiber für diese quasi Halbierung des Zinses waren die Jahre 2010 bis 2015. Im Jahre 2010 war der Zins bereits auf 2,5 % abgesunken – die Tendenz verstärkte sich in 2012 auf 1,4 %, in 2014 auf 1 % und in 2015 schließlich auf 0,5 %. Anders formuliert: In den letzten fünf Jahren der zugrunde gelegten zehn Jahres Periode sank die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere fast auf ein Zehntel des Wertes der davorliegenden Jahre ab.

Bei einer derart drastischen Verminderung der durchschnittlichen Umlaufrenditen kann man auf gar keinen Fall mehr von einem **risikolosen Basiszinssatz** sprechen. In Wahrheit ist dieser Basiszinssatz spätestens seit 2011 hoch risikobehaftet, denn die Umlaufrenditen, die in den davorliegenden Jahren und Jahrzehnten typischerweise zwischen 3,5 % bis 4,5 % geschwankt haben, sind in den Jahren ab 2011 bis heute praktisch zusammengebrochen. Die Reduktion der Umlaufrendite auf 0,5% im Jahre 2015 hat seither nicht nur angehalten, sondern sich noch einmal erheblich verstärkt. Im Jahre 2016 ist die Umlaufrendite auf 0,1 % gesunken und in den Jahren danach hat sie um 0,3 % mit abnehmender Tendenz geschwankt. Derzeit wird für die anstehende vierte Regulierungsperiode für das Jahr 2020 eine Durchschnittsverzinsung von 0,81 % prognostiziert.⁷⁰ Die Prognose könnte, so der Chefökonom des GDV *Wiener*, noch deutlich zu optimistisch sein, denn mit **minus** 0,72 % hat die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe für 2020 ein neues Allzeittief erreicht.⁷¹ Diese sehr pessimistische Einschätzung wird von der

⁶⁸ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 65.

⁶⁹ OLG Düsseldorf, a.a.O., Rn. 65.

⁷⁰ So *Julian Schmidt* EVU-Assist vom 06.12.2019, S. 1 (siehe Anlage 1 zu diesem Rechtsgutachten).

⁷¹ *Wiener*, Vier Thesen für das Jahr 2020, Makro und Märkte kompakt Nr.31/Ausblick 2020, S.3.

Deutschen Bundesbank geteilt. Der am 03.01.2020 veröffentlichte Quartalsdurchschnitt der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere lag für das Jahr 2019 bereits unter 0 %.⁷²

4. Sichtweise des BGH

Dennoch geht der BGH davon aus, dass der Basiszinssatz für „risikolose“ Kapitalanlagen nach § 7 Abs. 4 S. 1 Strom/GasNEV über die durchschnittlichen Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere zutreffend gebildet wird.⁷³ Der BGH knüpft an den Durchschnitt der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere an.⁷⁴ Der Wortlaut der Vorschrift sehe eine Differenzierung zwischen einzelnen Kategorien von Wertpapieren nicht vor. Dies spreche für den von der BNetzA eingeschlagenen Weg, den gemittelten Wert heranzuziehen, den die Deutsche Bundesbank in ihrer Statistik unter der Rubrik „Insgesamt“ für alle Arten von Wertpapieren inländischer Emittenten ausweise.⁷⁵ Es folgen Erwägungen des BGH zur Frage, welche Arten von Wertpapieren mit welcher Laufzeit berücksichtigungsfähig erscheinen. Restlaufzeiten von 5-10 Jahren seien nicht als zu kurzfristig anzusehen.⁷⁶

Auf diese Grundsätze stellt der BGH auch in seinem Beschluss vom 09.07.2019 ab.⁷⁷ Er stellt zunächst einmal fest, dass nach § 7 Abs. 4 S. 1 GasNEV (bei Strom ist es nicht anders) der Eigenkapitalzinssatz den auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre bezogenen Durchschnitt, der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere, inländischer Emittenten nicht überschreiten dürfe. Ein angemessener Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse käme hinzu.⁷⁸ Bei der Ermittlung dieses Zuschlags habe die Regulierungsbehörde gemäß § 7 Abs. 5 GasNEV (bei Strom gilt das Gleiche) insbesondere die Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten zu berücksichtigen.

Warum der BGH diese Überlegungen nur auf den **Zuschlag** bezieht, bleibt offen. Angesichts der Halbierung der durchschnittlichen Umlaufrenditen für festverzinsliche Wertpapiere hätte es nahe gelegen, über die Frage nachzudenken, ob es einen vergleichbaren Abwärtstrend der Umlaufrenditen auf internationalen Märkten für festverzinsliche Wertpapiere ebenso wie in Deutschland und Europa gegeben habe.

⁷² <http://www.bundesbank.de/de/statistiken/die-deutsche-wirtschaft>.

⁷³ BGH, Beschl. v. 11.12.2018 – EnVR 48/17 „Eigenkapitalzinssatz“.

⁷⁴ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz“, Rn. 10 ff.

⁷⁵ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz“, Rn. 11.

⁷⁶ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz“, Rn. 17.

⁷⁷ BGH, Beschl. v. 09.07.2019 – EnVR 52/18 „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 36 ff.

⁷⁸ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 36.

Stattdessen erörtert der BGH, ob der Zuschlag wegen des historisch niedrigen Zinsniveaus und weiterer Folgen der ab 2007 aufgetretenen Finanzkrise möglicherweise eine zusätzliche Plausibilisierung durch die BNetzA erforderlich machte.⁷⁹ Jedenfalls, so der BGH, sei die Situation auf den Finanzmärkten in den für die Beurteilung maßgeblichen Zeiträumen (2006-2015) **historisch einzigartig**.⁸⁰ Auch die Würdigung durch das OLG Düsseldorf, wonach die Häufung von außergewöhnlichen Phänomenen im Zeitraum 2006-2015 mit der Situation vergangener Jahre und Jahrzehnte **nicht vergleichbar** sei, lasse weder einen Verstoß gegen Denkgesetze oder Erfahrungssätze, noch einen sonstigen Rechtsfehler erkennen.⁸¹

Dennoch, so der BGH, ergäben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass die von der BNetzA gewählte Methode nicht geeignet sei, diesen Besonderheiten angemessen Rechnung zu tragen, sodass keine zusätzliche Plausibilisierung geboten sei.⁸² Ob etwas anderes gelten könne, wenn die herangezogenen Daten schon aufgrund ihrer Struktur oder der Art und Weise ihrer Berechnung nicht geeignet seien, bestimmte Entwicklungen angemessen abzubilden, könne dahingestellt bleiben.⁸³ Der Hauptgrund für das Absinken der **Marktrisikoprämie** beruhe nämlich auf einer **tatsächlichen Marktentwicklung** und könne deshalb nicht als systemfremd angesehen werden.⁸⁴

Dies gelte umso mehr, als die in § 7 Abs. 4 S. 1 GasNEV (das gleiche gilt für Strom) vorgesehene Methode zur Ermittlung des Zinssatzes für **risikolose Anlagen** zu ähnlichen Effekten führe. Die danach vorgeschriebene Bildung eines Durchschnitts aus den Werten der letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre habe zur Folge, dass sich Änderungen des Zinssatzes nicht sofort in vollem Umfang auf das Ergebnis auswirkten.⁸⁵ So ergebe sich im Streitfall ein Durchschnittswert von 2,49 %, obwohl die Umlaufrendite seit dem Jahre 2012 deutlich unter 2 % und im Jahre 2015 nur noch bei 0,5 % gelegen habe. Der Basiszins und der Zuschlag zur Abdeckung unternehmerischer Wagnisse sei nach § 7 Abs. 4 GasNEV (so auch bei Strom) zwar grundsätzlich **getrennt voneinander** zu ermitteln. Bei der Ermittlung des Zuschlages anhand von Datenreihen dürfe aber dennoch nicht außer Betracht bleiben, in welcher Weise der in diesen Datenreihen ausgewiesene Zinssatz für risikolose Anlagen ermittelt worden sei. Angesichts

⁷⁹ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 42.

⁸⁰ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 46.

⁸¹ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 47.

⁸² BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 48.

⁸³ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 50.

⁸⁴ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 51.

⁸⁵ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 52.

dessen spreche der Umstand, dass eine Änderung des Zinsniveaus nicht sofort in vollem Umfang Eingang in die Datenreihen finde, nicht gegen sondern eher für deren Heranziehung, wenn ein vergleichbarer Effekt auch bei der Bestimmung des Basiszinssatzes nach § 7 Abs. 4 S. 1 GasNEV (ebenso StromNEV) auftrete.⁸⁶

Im Ergebnis zeigen diese Erwägungen, dass der BGH, jedenfalls für den Zeitraum 2006-2015, von einer **tatsächlichen Marktentwicklung** auch auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere ausgegangen ist. Das Gericht nimmt also an, dass sich die Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere insbesondere in den Jahren ab 2010 **marktmäßig** gebildet haben. Angesichts der Marktsituation seien die Zinssätze gesunken – daraus ergebe sich der Durchschnittswert für die letzten zehn Jahre von 2,49 %.

Mit der Frage, ob sich die These des BGH auch dann noch aufrechterhalten lässt, wenn der Durchschnittswert in der bevorstehenden vierten Regulierungsperiode von 2,49 % auf möglicherweise unter 0,81 %, oder sogar auf minus absinken könnte, hat sich der BGH naturgemäß in seinem Beschluss vom 09.07.2019 nicht befasst. Das gleiche gilt für das OLG Düsseldorf und auch für die Festlegung der BNetzA für die dritte Regulierungsperiode.

Die im Folgenden zu vertiefende Frage wird deshalb sein, ob sich die Zinssätze für festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten in den letzten Jahren **tatsächlich marktmäßig** gebildet haben, oder ob das Zusammenbrechen der Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere möglicherweise nicht mehr die Zinsentwicklung widerspiegelt, die nach dem Willen des Normgebers § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV einmal zugrunde lag. Grundlegend für diese Betrachtung ist das Urteil des Bundesverfassungsgerichtes vom 21.06.2016.⁸⁷

IV. Die Eingriffe der EZB in die Finanzmärkte aus Sicht des Bundesverfassungsgerichtes

Das Bundesverfassungsgericht hat sich im Urteil vom 21.06.2016⁸⁸ und mit Urteil vom 05.05.2020⁸⁹ mit mehreren Programmen zum Ankauf von börsengängigen Schuldtiteln, insbesondere Staatsanleihen, von Mitgliedstaaten der Eurozone durch das Eurosystem intensiv beschäftigt. Das Bundesverfassungsgericht hatte das erste Verfahren durch Beschluss vom 14.01.2014 ausgesetzt und dem EuGH zwei Fragen zur Vorabentscheidung vorgelegt.⁹⁰ Der

⁸⁶ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn.52.

⁸⁷ BVerfG, Urt. v. 21.06.2016 – u.a. 2 BvR 2728/13 „OMT-Programm“.

⁸⁸ BVerfG, Urt. v. 21.06.2016 – u.a. 2 BvR 2728/13 „OMT-Programm“.

⁸⁹ 2 BvR 859/15 verbunden mit 1651/15; 2006/15 und 980/16.

⁹⁰ BVerfG, EuGH-Vorlage v. 14.01.2014 – u.a. 2 BvR 2728/13, BVerfGE 134, 366, 369 ff.

EuGH hat mit Urteil vom 16.06.2015 entschieden, dass die von der EZB aufgelegten Programme zum Ankauf von börsengängigen Schuldtiteln im Wesentlichen mit den Befugnissen der EZB im Rahmen der Geldpolitik (Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV) vereinbar seien.⁹¹ Dieser Einschätzung ist das Bundesverfassungsgericht im Urteil vom 21.06.2016 mit bestimmten Einschränkungen gefolgt. Das zweite Verfahren hatte das Bundesverfassungsgericht durch Beschluss vom 18.07.2017 ausgesetzt und dem EuGH ähnliche Fragen zur Vorabentscheidung vorgelegt.⁹²

Im Kern, so entschied das Bundesverfassungsgericht, in beiden Urteilen, darf und durfte sich die Deutsche Bundesbank an der künftigen Durchführung des Programms nur beteiligen, wenn das Volumen der Ankäufe im Voraus begrenzt ist (1), zwischen der Emission eines Schuldtitels und seines Ankaufs durch das ESZB eine im Voraus festgelegte Mindestfrist liegt, die verhindert, dass die Emissionsbedingungen verfälscht werden (2); nur Schuldtitel von Mitgliedstaaten erworben werden, die einen Zugang zum Anleihemarkt haben (3); die erworbenen Schuldtitel nur ausnahmsweise bis zur Endfälligkeit gehalten werden (4) und die Ankäufe begrenzt oder eingestellt werden und erworbene Schuldtitel wieder dem Markt zugeführt werden, wenn eine Fortsetzung der Intervention nicht erforderlich ist (5).⁹³

Diese Erwägungen ergänzte das Bundesverfassungsgericht mit Urteil vom 05.05.2020 und stellte klar, dass die Verhältnismäßigkeit eines Programms zum Ankauf von Staatsanleihen neben seiner Eignung zur Erreichung des angestrebten Ziels und seiner Erforderlichkeit voraussetze, dass das währungspolitische Ziel und die wirtschaftspolitischen Auswirkungen benannt, gewichtet und gegeneinander abgewogen werden. Die unbedingte Verfolgung des währungspolitischen Ziels unter Ausblendung der mit dem Programm verbundenen wirtschaftspolitischen Auswirkungen missachte dagegen offensichtlich den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 und Abs. 4 EUV.⁹⁴

⁹¹ EuGH, Urt. v. 16.06.2015 – C-62/14, ERCLI:EU:C:2015:400, „*Gauweiler u.a.*“; dazu *Ohler*, NVwZ 2015, 1001; *Goldhahn*, ReWir, Nr. 30/2015.

⁹² Einzelheiten im Urteil des BVerfG vom 05.05.2020 – 2 BvR 859/15; 1651/15; 2006/15 und 980/16 – verbundene Rechtssachen ab Rn. 80.

⁹³ Die eben genannten fünf Bedingungen entsprechen dem amtlichen Leitsatz des BVerfG- sie werden vertieft begründet in Rn. 206; in diesem Sinne auch: *Demary/Matthes* IW-Policy-Paper Nr. 13/2013 und Nr. 14/2013.

⁹⁴ BVerfG vom 05.05.2020 a.a.O. Leitsatz 6b.

1. Der Sachverhalt der OMT- und PSPP-Urteile

Es ging einerseits um das Programm für die Wertpapiermärkte („*Security Markets Programme*“ – SMP), das durch Beschluss des Rates der Europäischen Zentralbank vom 14.05.2010 eingeführt wurde.⁹⁵ Dieses Programm sah den Ankauf von öffentlichen und privaten Schuldverschreibungen auf den Sekundärmärkten durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems entsprechend ihrem prozentualen Anteil am Kapitalschlüssel der Europäischen Zentralbank und durch diese selbst vor.⁹⁶ Zur Begründung hieß es, es bestehe eine „*außergewöhnliche ... Situation auf den Finanzmärkten, die durch starke Spannungen in einigen Marktsegmenten geprägt sei, die den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und damit auch die effektive Durchführung einer auf mittelfristige Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik beeinträchtigt*“⁹⁷. Ziel des Programms war es, „*Störungen an den Wertpapiermärkten zu beheben und einen angemessenen geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen*“.⁹⁸

Das SMP wurde zwischen Mai 2010 und März 2011 und zwischen August 2011 und Februar 2012 durchgeführt. Der höchste Abwicklungsbetrag, der insgesamt für das SMP-Portfolio verbucht wurde, belief sich auf 219,5 Mrd. Euro.⁹⁹ Das SMP wurde mit Beschluss vom 06.09.2012 eingestellt.¹⁰⁰

In seiner Sitzung vom 06.09.2012 beschloss der Rat der Europäischen Zentralbank technische Merkmale eines Programms zur Durchführung von Offenmarktgeschäften (Outright Monetary Transactions – OMT). Die im OMT-Beschluss festgelegten Rahmenbedingungen sahen den Ankauf von Staatsanleihen ausgewählter Mitgliedstaaten in unbegrenzter Höhe vor, wenn und solange die Mitgliedstaaten sogleich an einem mit der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), oder dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vereinbarten Reform-Programm teilnahmen. Erklärtes Ziel des OMT-Programms war und ist die Sicherstellung einer ordnungsgemäßen geldpolitischen Transmission und der Einheitlichkeit der Geldpolitik in Europa.¹⁰¹

Darüber hinaus kündigte der Rat der Europäischen Zentralbank am 22.01.2015 (unveröffentlicht) das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector

⁹⁵ EZB/2010/5, ABI L 124 vom 20.05.2010, S. 8 f..

⁹⁶ Vgl. BVerfG, a.a.O., „*OMT-Programm*“, Rn. 3.

⁹⁷ So 2. Erwägungsgrund des EZB-Beschlusses (SMP) vom 14.05.2010.

⁹⁸ 3. Erwägungsgrund des EZB-Beschlusses (SMP) vom 14.05.2010.

⁹⁹ Europäische Zentralbank Jahresbericht 2012, S.88; BVerfG, a.a.O., „*OMT-Programm*“, Rn. 4.

¹⁰⁰ BVerfG, a.a.O., „*OMT-Programm*“, Rn.4.

¹⁰¹ BVerfG, a.a.O., „*OMT-Programm*“, Rn.7.

Asset Purchase Programme -PSPP) an und fasste am 10.03.2016 dieses Programm mit einem anderen unter dem Stichwort EAPP zusammen. Das EAPP war auf eine Ausweitung der Geldmenge und damit auf eine geldpolitische Lockerung gerichtet¹⁰² und sollte die Inflationsrate in der Eurozone erhöhen.¹⁰³ Im Ergebnis sollten Unternehmen und private Haushalte Finanzmittel **günstiger** aufnehmen können, um sich einem Inflationsniveau von **2 %** anzunähern.¹⁰⁴ Das PSPP wurde durch Beschluss (EU 2015/774 vom 04.03.2015) aufgelegt und danach mehrfach geändert. Es läuft auch derzeit weiter.¹⁰⁵ Das im EAPP enthaltene PSPP ist das mit Abstand größte Unterprogramm. Zum 08.11.2019 hatte die EZB im Rahmen des EAPP Wertpapiere im Gesamtwert von knapp 2,6 Billionen Euro erworben, wovon knapp 2,1 Billionen Euro (81,63 %) auf das PSPP entfielen.¹⁰⁶

Erklärtes Ziel war und ist eine weitere Lockerung der Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft und Privathaushalte, um Konsum und Investitionen zu fördern und letztlich die Inflationsrate in der Eurozone auf knapp unter 2 % anzuheben.¹⁰⁷

2. Die Entscheidungen des EuGH

Der **EuGH** hat zunächst am 16. Juni 2015 auf den Vorlagebeschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 14.01.2014¹⁰⁸ entschieden, dass die beiden Programme im Wesentlichen mit dem geltenden Europäischen Recht in Einklang stünden.¹⁰⁹ Es handele sich bei den Programmen um währungspolitische Maßnahmen mit dem Ziel, die Preisstabilität in Europa zu gewährleisten (Art. 127 Abs. 1 AEUV). Es sei nicht ausgeschlossen, dass die Programme auch die Erreichung wirtschaftspolitischer Ziele begünstigen könnten. Dies entspreche Art. 127 Abs. 1 AEUV. Nach dieser Norm wäre das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken die Preisstabilität.¹¹⁰ Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich sei, unterstütze das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um die Verwirklichung der in Art. 3 des Vertrages über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen. Mittelbare Auswirkungen der Ankaufsprogramme sollen jedenfalls nicht bedeuten, dass sie als

¹⁰²EZB, Pressemitteilung vom 22.01.2015.

¹⁰³ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2016, S. 30 ff.

¹⁰⁴ Europäische Zentralbank vom 04.03.2015 über das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten ABl EU Nr.1 121 vom 14.05.2015 S. 20; so auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 6/2016, S. 39.

¹⁰⁵ BVerfG vom 05.05.2020 a.a.O. Rn. 7 ff.

¹⁰⁶ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 11/2019 S. 24.

¹⁰⁷ Vierter Erwägungsrundbeschluss (EU) 2015/774.

¹⁰⁸ BVerfG, EuGH-Vorlage v. 14.01.2014 – u.a. 2 BvR 2728/13, BVerfGE 134, 366, 369 ff.

¹⁰⁹ EuGH, Urt. v. 16.06.2015 – C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400, „Gauweiler u.a.“.

¹¹⁰ EuGH, Urt. v. 16.06.2015 – C-62/14, ECLI: EU:C:2015:400 „Gauweiler, u.a.“, Rn. 43.

eine **wirtschaftspolitische** Maßnahme einzustufen wären.¹¹¹ Entscheidend sei, dass die Ankaufprogramme durch das ESZB (Europäische System der Zentralbanken) zu Gewährleistung der Preisstabilität (Art. 127 Abs. 1 AEUV) erforderlich seien. Dies unterscheide diese Programme von der Tätigkeit des Europäischen Rettungsschirms (ESM), der im Rahmen der Wirtschaftspolitik tätig werde.¹¹² Der Gerichtshof wies ferner darauf hin, dass im Zeitpunkt der Ankündigung des OMT-Programms (Pressemitteilung vom 06.09.2012) die Zinssätze für die Staatsanleihen verschiedener Staaten des Euro-Währungsgebiets eine hohe Volatilität und extreme Unterschiede aufwiesen.¹¹³ Nach den Ausführungen der EZB beruhten diese Unterschiede nicht nur auf makroökonomischen Unterschieden zwischen den Staaten, sondern hatten ihre Ursache teilweise darin, dass für die Anleihen bestimmter Mitgliedstaaten überhöhte Risikoaufschläge verlangt worden seien, mit der Gefahr eines Auseinanderbrechens des Euro-Währungsgebietes. Diese besondere Lage habe den geldpolitischen Transmissionsmechanismus des ESZB erheblich geschwächt und eine Fragmentierung bei den Refinanzierungsbedingungen der Banken und der Darlehenskosten bewirkt, was die Wirksamkeit der vom ESZB an die Wirtschaft ausgesandten Impulse in einem erheblichen Teil des Euro-Währungsgebietes stark verringert habe.¹¹⁴ In einer solchen Lage sei der Ankauf von Staatsanleihen der Mitgliedstaaten an den Sekundärmärkten geeignet die **Senkung dieser Zinssätze** zu befördern, indem unbegründete Befürchtungen eines Auseinanderbrechens des Euro-Währungsgebiets zerstreut und so zu dem Rückgang oder sogar Wegfall der überhöhten Risikozuschläge beigetragen werden könnte.¹¹⁵

Mit Urteil vom 11.12.2018¹¹⁶ hat der EuGH über das Vorabentscheidungsersuchen des Bundesverfassungsgerichts vom 18.07.2017 entschieden und festgestellt, dass die Prüfung der vom Bundesverfassungsgerichts vorgelegten Fragen 1-4 nichts ergeben habe, was die Gültigkeit des Beschlusses der EZB vom 04.03.2015 über das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors auf den Sekundärmärkten beeinträchtigen könne. Die 5. Vorlagefrage hat der EuGH für unzulässig erklärt.¹¹⁷ Im Kern, so zitiert das Bundesverfassungsgericht den

¹¹¹ EuGH, Urt. v. 16.06.2015 – C-62/14, ECLI: EU:C:2015:400 „Gauweiler, u.a.“, Rn. 59.

¹¹² EuGH, Urt. v. 27.11.2012 – C-370/12, ECLI: EU:C:2012:756 „Pringle“, Rn. 56 ff.

¹¹³ EuGH, Urt. v. 16.06.2015 – C-62/14, ECLI: EU:C:2015:400 „Gauweiler, u.a.“, Rn. 72..

¹¹⁴ EuGH, a.a.O., Rn.73.

¹¹⁵ EuGH, a.a.O., Rn.76.

¹¹⁶ Rs. C-493/17, EU: C: 2018: 1000 Weiss u.a..

¹¹⁷ BverfG vom 05.05.2020 a.a.O. ab Rn. 81.

EuGH, sollte der Beschluss der EZB mit Blick auf das PSPP dazu beitragen, „*dass die Inflationsraten sich mittelfristig wieder auf einem Niveau von unter, aber nahe, 2 % annähern.*“¹¹⁸

3. Die Reaktion des Bundesverfassungsgerichts (OMT-Programm) vom 21.06.2016 und vom 05.05.2020 (PSPP)

Nach Meinung des Bundesverfassungsgerichts bewegt sich der Grundsatzbeschluss des EuGH über das OMT-Programm „nicht offensichtlich“ außerhalb der der Europäischen Zentralbank zugewiesenen Kompetenzen.¹¹⁹ Vor allem erteile der EuGH einer unbegrenzten Ausdehnung des Ankaufsprogramms eine Absage; das Volumen künftiger Ankäufe müsse vorab verbindlich festgelegt werden und dürfe das zur Wiederherstellung des Transmissionsmechanismus erforderliche Maß nicht überschreiten.¹²⁰

Diese Grundsätze hat das Bundesverfassungsgericht mit Blick auf das PSPP am 05.05.2020¹²¹ bekräftigt und klargestellt, dass die Verhältnismäßigkeit des Programms zum Ankauf von Staatsanleihen neben seiner Eignung zur Erreichung des angestrebten Ziels und seiner Erforderlichkeit voraussetze, dass das währungspolitische Ziel und die wirtschaftspolitischen Auswirkungen benannt, gewichtet und gegeneinander abgewogen werden.¹²² Ob ein Programm wie das PSPP eine offenkundige Umgehung von Art. 123 Abs. 1 AEUV darstelle, entscheide sich jedoch nicht an der Einhaltung eines einzelnen Kriteriums, sondern nur auf der Grundlage einer wertenden Gesamtbetrachtung.¹²³ Vor allem die Ankaufobergrenze von 33 % und die Verteilung der Ankäufe nach dem Kapitalschlüssel der EZB verhinderten, dass unter dem PSPP selektive Maßnahmen zu Gunsten einzelner Mitgliedstaaten getroffen werden und dass das Eurosystem zum Mehrheitsgläubiger eines Mitgliedstaates werde.¹²⁴ Aus diesen Gründen, so das Bundesverfassungsgericht, sind Bundesregierung und Bundestag verpflichtet, auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung durch die EZB **hinzuwirken**.¹²⁵ Sie dürfen jedenfalls – das gilt auch für die Bundesbank – an Maßnahmen der EZB, die unwirksam sind (ultra-vires), nicht mitwirken.¹²⁶

¹¹⁸ BVerfG vom 05.05.2020 a.a.O. Rn. 81 unter Ziffer 54.

¹¹⁹ BVerfG, Urt. v. 21.06.2016 – u.a. 2 BvR 2728/13, „OMT-Programm“, Rn.190, 193 ff.

¹²⁰ BVerfG, a.a.O., Rn. 195.

¹²¹ 2 BvR 859/15 sowie weitere damit verbundene Rechtssachen.

¹²² Leitsatz 6b.

¹²³ Leitsatz 7.

¹²⁴ Leitsatz 7, S.2.

¹²⁵ Leitsatz 9.

¹²⁶ Leitsatz 10.

Damit bekräftigt das Bundesverfassungsgericht die schon im OMT-Beschluss entwickelten Grundsätze einer angemessenen und zielorientierten Kontrolle des Verhaltens der EZB durch den deutschen Gesetzgeber. Das Bundesverfassungsgericht konkretisiert diesen Gedanken im Urteil vom 05.05.2020, hält aber im Prinzip an der Grundaussage fest, wonach es der EZB erlaubt ist Ankaufprogramme im Rahmen der Finanzpolitik solange zu tätigen, bis die Grenze zur (unerlaubten) Wirtschaftspolitik erreicht ist. In concreto bedeutet dies, dass die Geldpolitik der EZB im Großen und Ganzen durch das Bundesverfassungsgericht konturiert und gestärkt worden ist, mit der weiteren daraus resultierenden Konsequenz, dass Anhaltspunkte für steigende Zinsen am Markt für festverzinsliche Wertpapiere auch nicht ansatzweise erkennbar sind.

Schon im OMT-Beschluss hatte das Bundesverfassungsgericht klargestellt, dass es um **Eingriffe in die Preisbildung am Markt** geht.¹²⁷ Diese Eingriffe in die Preisbildung am Markt würden in ihrer Wirkung dadurch reduziert, dass die Entscheidung bestimmte Anleihen zu erwerben und das Volumen der geplanten Ankäufe nicht angekündigt werden dürfen. Ferner müsse zwischen der Emission eines Schuldtitels und dessen Ankauf im Rahmen des OMT-Programms eine im Voraus veröffentlichte Mindestfrist liegen die verhindere, dass die Emissionsbedingungen verfälscht würden. Schließlich dürften die Marktteilnehmer keine Gewissheit haben, dass erworbene Anleihen bis zur Endfälligkeit gehalten würden. Dies setzte, ebenso wie das Verbot, durch ein Halten bis zur Endfälligkeit, gezielt Ausfallrisiken zu übernehmen, voraus, dass der nur vorübergehende Erwerb die Regel bleibe.¹²⁸ Eine Begrenzung des Volumens des Ankaufs von Anleihen einzelner Mitgliedstaaten werde dadurch erreicht, dass der Umfang einer Sekundärmarktintervention zuvor festgelegt werden müsse, aber nicht angekündigt werden dürfe.¹²⁹ Im Ergebnis dürfe sich die Deutsche Bundesbank an der künftigen Durchführung des OMT-Programmes beteiligen, wenn und soweit die vom EuGH und Bundesverfassungsgericht aufgestellten Maßnahmen erfüllt würden.¹³⁰ Hieran hat sich durch das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 05.05.2020 nichts geändert.

¹²⁷ BVerfG, OMT-Programm; a.a.O., Rn. 202.

¹²⁸ BVerfG, OMT-Programm, a.a.O., Rn. 202..

¹²⁹ BVerfG, OMT-Programm, a.a.O., Rn. 203.

¹³⁰ BVerfG, OMT-Programm, a.a.O., Rn. 206; Die dort beschriebenen Maßnahmen entsprechen denjenigen in den Leitsätzen 5.1/6.27/38.4 und 9.5.

Letztlich festzuhalten ist, dass die Ankaufsprogramme der EZB, die bis heute andauern, Teil der *Geldpolitik* der Union waren und sind und letztlich der Sicherstellung einer ordnungsgemäßen geldpolitischen Transmission und Einheitlichkeit der Geldpolitik dienen und dienen.¹³¹ Zugleich handelt es sich um **Eingriffe in die Preisbildung** am Markt (gemeint ist der Markt für festverzinsliche Wertpapiere).¹³² Mit Blick auf diese Eingriffe hat der BGH – entgegen der Auffassung der BNetzA – festgestellt, „*dass die Situation auf den Finanzmärkten in den für die Beurteilung maßgeblichen Zeiträumen sich als historisch einzigartig darstelle*“.¹³³ Schon das OLG Düsseldorf habe sich mit dem Vorbringen der BNetzA, wonach es vergleichbare Situationen bereits in der Vergangenheit gegeben habe, befasst. Seine Würdigung, die für den Streitfall maßgebliche Situation sei wegen einer Häufung von außergewöhnlichen Phänomenen dennoch nicht vergleichbar mit der Situation der vergangenen Jahre oder Jahrzehnte, lasse weder einen Verstoß gegen Denkgesetze oder Erfahrungssätze, noch einen sonstigen Rechtsfehler erkennen.¹³⁴

V. Auswirkungen der Geldpolitik der EZB auf festverzinsliche Wertpapiere in Deutschland

1. Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages

Der wissenschaftliche Dienst des Deutschen Bundestages hat sich bereits im Oktober 2012 mit dem OMT-Programm beschäftigt und es für zulässig erachtet.¹³⁵ Der Ankauf von Staatsanleihen sei vom EZB-Mandat erfasst. Maßgebliche Vorschrift sei Art. 127 AEUV und der diese Normen konkretisierende Art. 18 EZB-Satzung, der die sogenannten Offenmarkt- und Kreditgeschäfte regelt. Danach sei es der EZB zur Erreichung ihrer Ziele unter anderem gestattet, durch den Kauf und Verkauf von börsengängigen Wertpapieren auf den Finanzmärkten tätig zu werden. Damit verstoße die EZB nicht gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV). Zwar lasse die Zusicherung, Schuldtitel minderer Bonität zu kaufen, mittelfristig eine marktgerechte Verbesserung der Konditionen einzelner mitgliedstaatlicher Kreditaufnahmen erwarten. Dies sei aber lediglich Nebenfolge der Primärziele, unter anderem der

¹³¹ Vgl. BVerfG, OMT-Programm, a.a.O., Rn. 7 (dort zum Inhalt des OMT-Beschlusses des Rates der Europäischen Zentralbank).

¹³² BVerfG, OMT-Programm, a.a.O., Rn. 202.

¹³³ BGH, Beschl. v. 09.07.2019 – EnVR 52/18 „*Eigenkapitalzinssatz II*“, Rn.46.

¹³⁴ BGH, a.a.O., „*Eigenkapitalzinssatz II*“, Rn. 47.

¹³⁵ WD 11-3000-155/12 vom 18.10.2012: „*Der Ankauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank im Rahmen ihres Outright Monetary Transactions-Programmes von der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität oder dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus.*“

Refinanzierungsbedingung der Realwirtschaft mit den Leitzinsen der EZB in Einklang zu bringen und die Finanzierungsbedingung von Banken zu verbessern.¹³⁶ Faktisch fungiere die EZB als „Kreditausfallversicherung“ für die Käufer auf dem Primärmarkt, denn die privaten Inhaber staatlicher Anleihen würden von ihren Risiken befreit werden.¹³⁷ Die **Anleihezinsen** würden somit infolge der Risikominimierung **senken**.

Diese Prognose des Wissenschaftlichen Dienstes des Deutschen Bundestages hat sich in den Jahren danach bis heute bewahrheitet.

2. Working Paper des CSEF

Zu dem gleichen Schluss kommt das Working Paper Nr. 352 des Center for Studies in Economics and Finance vom Januar 2014.¹³⁸ Die Studie wurde von *Carlo Altavilla*, *Domenico Giannone* und *Michele Lenza* formuliert und ist im Internet¹³⁹ veröffentlicht. Die Studie beschäftigt sich mit den finanziellen und makroökonomischen Effekten des OMT-Programms. Im Ergebnis zeigt die Studie, dass das OMT-Programm zur Senkung der Zinsen für Staatsanleihen innerhalb von zwei Jahren (2012-2014) um **2 %** geführt hat. Diese Zinssenkung wurde festgestellt für Italien, Spanien, Deutschland und Frankreich.

3. EZB-Wertpapierankäufe – Folgen für die Anleihemärkte aus Sicht des VÖB

Am 30.11.2017 legte der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) eine Studie zu den Folgen der EZB-Wertpapierankäufe vor.¹⁴⁰ An der Studie haben führende Ökonomen der Mitgliedsbanken des Bundesverbandes Öffentlicher Banken (VÖB) mitgewirkt. Die Studie zeigt, dass die makroökonomischen Ziele der Geldpolitik der EZB im Kern erreicht wurden. Das Ankaufsprogramm hat die mengenmäßige Ausweitung des Geldangebotes (Quantitative Easing: QE) erreicht und damit **die Zinsen für Staatsanleihen** deutlich gesenkt. Die Studie zeigt aber auch, dass diese Geldpolitik eine Reihe von schädlichen Nebenwirkungen auf den Märkten für Kredite und für Investitionsmöglichkeiten bewirkte und bewirkt.

¹³⁶ WD, a.a.O., Ziff. 4.1.1.

¹³⁷ WD, a.a.O., Ziff. 4.1.2.

¹³⁸ Das CSEF ist in Neapel beheimatet und ruht auf den Schultern der Universität von Neapel II, der Universität von Salerno und der Bocconi Universität Mailand.

¹³⁹ Bestätigt durch *Altavilla et al.*, *Measuring euro area monetary policy*, *Journal of Monetary Economics* 108 (2019), 162-179; *ähnlich: Philipp R. Lane*, The yield curve and monetary policy, European Central Bank, Speech, 25.11.2019; *Rieth/Piffer/Hachla*, EZB-Politik erfolgreich im Euroraum und in Deutschland, DIW-Wochenbericht Nr. 8/2016, S. 139ff.; *Eser/Schwab*, Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme, *Journal of Financial Economics* 119 (2016), 147-167; *Diego Valiante*, The „visible Hand“ of the ECB's first quantitative easing, *Int. Econ Policy* (2017) 14: 601-624, published online: 24. August 2016.

¹⁴⁰ Die Studie ist im Internet veröffentlicht.

Zu Beginn der Studie wird darauf hingewiesen, dass die Politik der mengenmäßigen Ausweitung des Geldangebotes (Quantitative Easing: QE) eine lange Geschichte hat. Geistiger Vater dieser Geldpolitik sei der Nobelpreisträger *Milton Friedman* gewesen, der vor allem die US Notenbank Fed für das ökonomische Desaster der Depression in den 1930iger Jahren verantwortlich machte, weil sie die Ausweitung des Geldangebotes damals unterlies und damit nicht nur die USA, sondern die gesamte Weltwirtschaft in eine Krise stürzte, die möglicherweise den Aufstieg des Nationalsozialismus in Deutschland stark begünstigte. Damals wurden, anders als in der Finanzkrise nach 2008, die Zinsen nicht etwa gesenkt, sondern drastisch angehoben. Die Geldbasis schrumpfte. Deflation und Massenarbeitslosigkeit hätten mit der entgegengesetzten Geldpolitik vermieden werden können.¹⁴¹

Japan war das erste Land, das nach der großen Depression eine vergleichbare Situation erlebte und entgegengesetzt reagierte. Nach Platzen der „japanischen Blase“ wurde der Leitzins 1995 auf 0,5 % gesenkt. Der spätere Fed-Präsident *Ben Bernanke* empfahl 1999 ein Programm groß angelegter Ankäufe von ausländischen und nationalen Vermögenswerten. Ein Jahr später war die Null-Zinsgrenze erreicht und die japanische Zentralbank lancierte ihr erstes QE-Programm. Das Programm wurde im Jahre 2018 auf etwa 120 % des Bruttoinlandsproduktes gesteigert.

Auch die **US-Notenbank** senkte im Zuge der Bankenkrise, 2008, den Leitzins massiv und erreichte Ende 2008 die Null-Zinsgrenze. Im März 2009 begann die Fed mit dem Ankauf von *treasuries*. Das Volumen der auf die Renditen der Staatsanleihen und Hypothekenverbriefungen gerichteten Programme stieg bis 2017 bis auf 2,4 Billionen US-Dollar – das entspricht 22 % des US-amerikanischen Bruttoinlandsproduktes.¹⁴² Auch die Bank von England startete im Jahr 2009 ein QE-Programm und kaufte bis 2017 britische Staatsanleihen im Wert von 434 Mrd. Pfund (ca. 16 % des britischen Bruttoinlandsproduktes).¹⁴³

Die **Eurozone** reagierte deutlich langsamer. Zunächst wurden die traditionellen Maßnahmen ergriffen, also der Zinssatz für kurzfristige Geldmarktgeschäfte von 4,25 % langsam in Richtung 0 % abgesenkt. Da Renditen langfristiger Wertpapiere als immer wieder aufgelegte kurzfristige Wertpapiere gesehen werden können, glich sich die Rendite für langfristige Wertpapiere an diejenige kurzfristiger Papiere an.¹⁴⁴ Wenn die Null-Zinsgrenze erreicht ist, greift dieser Mechanismus nicht mehr. Die EZB versuchte mit verschiedenen Maßnahmen, zum Beispiel

¹⁴¹ Studie Ziff. 2.1./2.

¹⁴² VÖB-Studie 2.2.2.

¹⁴³ VÖB-Studie 2.2.3.

¹⁴⁴ VÖB-Studie 2.3.

langfristigen Kreditoperationen („Dicke Bertha“) die langfristigen Zinsen nach unten zu drücken.¹⁴⁵ Außerdem wurden die Banken zu *negativen Zinsen* verpflichtet, um die Liquiditäts-hortung bei der EZB zu erschweren und die Kreditvergabe anzukurbeln.¹⁴⁶ Erst am Ende dieser Maßnahmen der EZB begannen die SMP- und OMT-Programme zum Ankauf von Staatsanleihen, um das Geldangebot mengenmäßig auszuweiten und Risiken von den Schultern der Anleihegläubiger zu nehmen. Sinkende Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen führen, so die Studie, zu einer allgemeinen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen. Wenn die Zentralbank darüber hinaus langfristige (wie im PSP-Programm) oder illiquide (wie im ABS-Programm) Vermögenstitel aufkaufe, so entspanne sich die Liquiditäts- und allgemeine Kreditvergabesituation.¹⁴⁷

Die **außergewöhnlichen Maßnahmen** der EZB in den vergangenen Jahren basierten, so die AutorenInnen der VÖB-Studie, auf einer zentralen historischen Erkenntnis: „Wenn in einer Bankenkrise die Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbank nicht gewährleistet ist, sind die Auswirkungen auf die Realwirtschaft desaströs.“¹⁴⁸ Empirische Analysen deuten jedenfalls daraufhin, dass eine QE-Politik verbunden mit negativen Zinsen für Banken zur Krisenbewältigung erfolgreich sein kann.¹⁴⁹ Die VÖB-Studie beschreibt in Ziff. 3 die Kaufprogramme der EZB und die Entwicklung der EZB Bilanz. Das Volumen der erworbenen Wertpapiere kletterte im Laufe des Jahres 2017 auf über 2,0 Billionen Euro. Unter Berücksichtigung der Altbestände stieg die Bilanzsumme der EZB bis 2017 sogar auf über 4 Billionen Euro an.¹⁵⁰ Ziel war es die Preisstabilität im Europäischen Währungsraum zu sichern, bei einer Inflationsrate nahe 2 %. Um dieses Ziel zu erreichen, senkte die EZB den Hauptrefinanzierungszinssatz auf 0,0 %. Für Einlagefazilitäten mussten und müssen Banken Negativzinsen (um 0,4 %) bezahlen. Darüber hinaus begann die EZB mit dem Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen.

Als Folge der Markteingriffe der EZB wurde das Geldangebot in Deutschland und Europa stark ausgeweitet. Die Zinsen für Staats- und Unternehmensanleihen fielen in kurzer Zeit erheblich. Die Renditen für Unternehmensanleihen mittlerer Bonität sanken von Anfang 2016 von etwa 6 % auf 2,2 % in Juli 2017.¹⁵¹

¹⁴⁵ VÖB-Studie 2.3; instruktiv *Steiger/Steinbrück*, Der perfekte Sturm, 2019, ab S. 164ff.

¹⁴⁶ VÖB-Studie 2.3.

¹⁴⁷ VÖB-Studie S.10, Kasten: Wirkmechanismus.

¹⁴⁸ VÖB-Studie 2.7.

¹⁴⁹ VÖB-Studie 2.7.

¹⁵⁰ VÖB-Studie 3.2.

¹⁵¹ VÖB-Studie 5.2.

Aus alledem folgt, dass die Ankaufprogramme der EZB, die bis heute fortgeführt und Ende 2019 ein Volumen von ca. 2,6 Billionen Euro aufwiesen, zum **Niedrigzinsumfeld** deutlich beigetragen haben.¹⁵²

Ziel, so die VÖB-Studie, müsse es daher sein, das interventionistische System, das sich in der Abwehr von Extrembelastungen des Finanzsystems nach der Finanzkrise herausgebildet habe, in absehbarer Zeit wieder in ein **marktbasiertes System** unter Überwachung der Notenbanken zurückzuführen.

4. Die Sichtweise des Bundesverfassungsgerichts (PSPP-Urteil vom 05.05.2020)

Sehr ähnlich argumentiert auch das Bundesverfassungsgericht im Urteil vom 05.05.2020 zu den Anleiheankaufprogrammen der EZB seit 2015.¹⁵³ Die Eignung des PSPP zur Erreichung des von der EZB angestrebten Inflationsziels von unter, aber nahe, 2 % sei, so das Bundesverfassungsgericht in Übereinstimmung mit dem EuGH, grundsätzlich nicht zu beanstanden, auch wenn Zweifel an dieser Eignung, etwa **wegen der Senkung des allgemeinen Zinsniveaus**¹⁵⁴ wenig thematisiert worden sind. Das PSPP verbessere die Refinanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten, weil sich diese zu deutlich günstigeren Konditionen Kredite am Kapitalmarkt verschaffen könnten.¹⁵⁵ Die mit dem PSPP unterstützte **Senkung des allgemeinen Zinsniveaus** entlaste damit unstreitig die Staatshaushalte der Mitgliedstaaten.¹⁵⁶ Zu den wirtschaftspolitischen Folgen des PSPP, so das Bundesverfassungsgericht, gehörten auch die Auswirkungen auf nahezu alle BürgerInnen, die etwa als Sparer oder als Versicherungsnehmer von Lebensversicherungen wegen des Absinkens der Risikoprämien (gemeint sind die Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere) deutlichen Verlustrisiken ausgesetzt seien.¹⁵⁷

Das Bundesverfassungsgericht stellt im Zusammenhang mit der von ihm geforderten Verhältnismäßigkeitsprüfung weitere wirtschaftspolitische Fragen, die nach Meinung des Gerichts in Zukunft bei der Entscheidungsfindung beim EuGH zu beachten seien.

¹⁵² So auch BVerfG vom 05.05.2020 2BvR859/15;1651/15; 2006/15; 980/16 ab Rn. 8.

¹⁵³ BVerfG vom 05.05.2020 2BvR 859/15; 1651/15; 2006/15; 980/16 ab Rn. 165.

¹⁵⁴ Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2016/17 S. 194; Jahresgutachten 2017/2018 S. 154; Bundesverband öffentlicher Banken, 3 Jahre EZB/Wertpapierankäufe S. 11.

¹⁵⁵ BVerfG vom 05.05.2020 a.a.O. Rn. 170.

¹⁵⁶ BVerfG vom 05.05.2020 a.a.O. Rn. 170 m.w.N..

¹⁵⁷ BVerfG vom 05.05.2020 a.a.O. Rn. 173.

Im vorliegenden Zusammenhang ist es nicht notwendig auf diese Hinweise im Einzelnen einzugehen. Es genügt klarzustellen, dass die Anleihekaufprogramme der EZB, die inzwischen mehr als 2,6 Billionen Euro seit 2015 umfassen, auch nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts maßgeblich dazu beigetragen haben, dass die Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere zusammenbrechen mussten. Die dahinterliegende geldpolitische Logik ist eindeutig: wenn die EZB durch die Anleihekaufprogramme massiv Geld in die Märkte pumpt, steigt das Angebot an Liquidität und umgekehrt sinkt der Zins, den jemand, der Kredit benötigt, zu zahlen bereit ist. Die EZB hofft, dass sich Unternehmen und Privathaushalte durch diesen Effekt zu sehr günstigen Konditionen verschulden und infolgedessen Investitionen in die **Realwirtschaft** tätigen können. Es geht der EZB durch die Anleihekaufprogramme also darum, der Realwirtschaft Wachstumsimpulse zu verschaffen. Diese Impulse sind, so die EZB, so lange mit dem europäischen Recht zu vereinbaren, bis eine Inflationsrate im Euroraum nahe der 2 % Grenze erreicht ist.

Von diesem Ziel ist der Euroraum bis zum Ausbruch der Corona-Krise in Februar 2020 deutlich entfernt gewesen, sodass auch damals schon feststand, dass eine Wende auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere mittel- und langfristig kaum zu erwarten war.

5. Geldpolitik im Zusammenhang mit der Corona-Krise

Dieser Befund wird durch die derzeit aktuelle Corona-Krise erheblich verschärft. Die Corona-Krise hat die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen nicht nur im Euroraum, sondern weltweit massiv zusammenbrechen lassen. Die Märkte sind durch große Unsicherheiten geprägt, die unter anderem dazu führen, dass die Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren noch stärker zurückgegangen ist als vor der Corona-Krise. Schon jetzt ist aber klar, dass sowohl der nationale als auch der europäische Gesetzgeber geldpolitische Maßnahmen in bisher nicht gekannten Dimensionen ergreifen wird. Nur auf diese Weise wird es möglich sein, die Auswirkungen der Corona-Krise in der Realwirtschaft und auf den Arbeitsmärkten einigermaßen abzufedern und den Zusammenbruch ganzer Wirtschaftszweige zu verhindern.

Die Konsequenzen für die Zinsentwicklung sind im Einzelnen noch nicht vorherseh- und beschreibbar. Eines aber ist schon jetzt erkennbar: Die Unternehmen und Märkten zugeführten Geldmengen führen dazu, dass der Zins für festverzinsliche Wertpapiere noch stärker absinken wird, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Dies bedeutet, die Corona-Krise verstärkt die negative Zinsentwicklung der vergangenen Jahre erheblich.

VI. Die Konsequenzen für die Zinsentwicklung

Die bisherigen Überlegungen zeigen, dass die durchschnittliche Rendite festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland seit 2009 kontinuierlich gesunken ist. Im Jahre 2008 betrug die durchschnittliche Rendite noch 4,2 % – im Jahre 2009 sank sie bereits um 1 % auf 3,2 %. Im Jahre 2010 waren es nur noch 2,5 %. Im Jahre 2011 verbesserte sich die Lage leicht auf 2,6 % um danach in 2012 massiv auf 1,4 % abzusinken. Das gleiche Ergebnis wurde 2013 erreicht – in 2014 war die Verzinsung gegenüber 2008 bereits um 75 % auf 1 % gesunken – im Jahre 2015 waren es nur noch 0,5 % und in 2016 sogar nur noch 0,1 %. 2017 betrug der Zinssatz gerade noch 0,3 %. Das änderte sich auch 2018 nicht – im Jahre 2019 senkte sich die Durchschnittsverzinsung erneut auf 0,2 % ab. Das bedeutet, der Zinssatz des Jahres 2019 betrug weniger als ein zwanzigstel des Jahres 2008.

Die **Ursache** für dieses drastische Absinken der Durchschnittsrendite festverzinslicher Wertpapiere dürfte in den oben beschriebenen **geldpolitischen Eingriffen der EZB** liegen. Selbst wenn die Eingriffe der EZB nicht im vollen Umfang für das Niedrigzinsumfeld in Deutschland verantwortlich sein sollten, ändert dies nichts daran, dass die durchschnittlichen Renditen festverzinslicher Wertpapiere im Grunde keinen Gegenwert mehr beinhalten. Dieser Befund wird durch die derzeit aktuelle Corona-Krise noch einmal erheblich verstärkt.

Mit anderen Worten: Die Anknüpfung an den zehn Jahres Durchschnitt festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten in § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV wirft die Frage auf, ob diese Konkretisierung von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG noch die Anforderungen an eine angemessene und wettbewerbsfähige Verzinsung des eingesetzten Kapitals erfüllt. Das Gleiche gilt für den die Eigenkapitalquote übersteigenden Anteil des Eigenkapitals nach § 7 Abs. 7 Strom/GasNEV (EK II).

Die Frage stellt sich auch deshalb, weil es für einen Investor, der in Strom- oder Gasnetze investiert, sachgerecht und plausibel erscheinen müsste, dass der **Basiszins** für das von ihm eingesetzte Kapital in der ersten Regulierungsperiode¹⁵⁸ 4,23 % und in der dritten Regulierungs-

¹⁵⁸ BNetzA, Beschl. v. 07.07.2008, BK4-08-068 und Beschl. v. 31.10.2001, BK4-11-304.

periode noch 3,8 % betrug. In der zweiten Regulierungsperiode sank der Basiszins bereits erheblich auf 2,49 %¹⁵⁹, ohne dass sich für den Investor relevante Rahmendaten auf den internationalen Kapitalmärkten geändert hätten. Für die nun anstehende vierte Regulierungsperiode (Fotojahr 2020) dürfte der Basiszins auf 0,81 % schrumpfen.¹⁶⁰

Im Ergebnis bedeutet dies, dass der Basiszins innerhalb von neun Jahren etwa 75 % seines Wertes eingebüßt hat, ohne dass es hierfür aus der Perspektive nationaler oder internationaler Investoren in Strom- oder Gasinfrastrukturen irgendeinen erkennbaren Sachgrund gibt.

Das Zusammenschmelzen des Basiszinses beruht jedenfalls nicht auf veränderten Refinanzierungsbedingungen auf den Märkten für Investitionen in Strom- oder Gasnetze. Der Verlust beruht ausschließlich auf dem Zusammenbrechen der Durchschnittsverzinsung für festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten. Der Verordnungsgeber hat an diesen Durchschnittszins im Jahre 2005 erkennbar deshalb angeknüpft, weil er davon ausging, dass es sich beim Basiszins um einen **risikolosen** Zinssatz handelte, der zwar nicht aus der durchschnittlichen EK-Verzinsung aus dem Betrieb von Strom- und Gasnetzen gewonnen wurde, aber als Blaupause geeignet schien, die Interessen der Investoren in diese Netze abzubilden, da es sich um Investitionen in natürliche Monopole handelte. Der Grundgedanke für das Anknüpfen an die durchschnittliche Rendite festverzinslicher Wertpapiere bestand allein darin, dass diese ähnlich *risikolos* erschienen wie die Investition in ein Strom- oder Gasnetz, das als natürliches Monopol betrieben wird.

Die Finanzkrise und die daraus resultierenden Eingriffe der Zentralbank in das europäische Geldsystem haben diese Grundannahme inzwischen ad absurdum geführt. Die aktuelle Corona-Krise verstärkt diesen Befund.

Der Investor in ein Strom- oder Gasnetz hat in den letzten Jahren erleben müssen, dass die Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere zusammengebrochen sind. Damit wird seine Investition praktisch entwertet. Die Anforderung, die der Gesetzgeber im Jahre 2005 in der Begründung zu § 21 Abs. 2 EnWG entwickelt hat, läuft mit Blick auf das Basisjahr 2020 quasi ins Leere. Im Jahre 2005 formulierte der Gesetzgeber, dass der Zinssatz so zu gestalten sei, dass *„Kapitalgeber auch im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf der internationalen Kapitalmärkten ein Interesse an einer Investition in die Energieversorgungsnetze hätten“*.¹⁶¹

¹⁵⁹ BK4-16-160 und BK4-16-161.

¹⁶⁰ Prognose von *Julian Schmidt* v. 6.12.2019 (Anlage 1 zu diesem Rechtsgutachten).

¹⁶¹ BT-Drucks. 15/5268 v. 13.04.2005, S. 119.

Ein solches Interesse besteht nicht mehr, wenn der Investor auf den internationalen Kapitalmärkten für vergleichbar sichere, risikolose Kapitalanlagen eine sehr viel höhere Rendite im Bereich des Basiszins erzielen kann.

Genau so stellt sich die Situation derzeit auf den internationalen Kapitalmärkten dar. Dies ergibt sich aus dem Jahresbericht des **Research Instituts der Credit Suisse**.¹⁶² Im Jahresbericht werden seit nunmehr 119 Jahren 21 Länder erfasst, die für Investoren aus aller Welt von hohem Interesse sind. Einbezogen sind Belgien, Spanien, Norwegen, Dänemark, Irland, Schweiz, Schweden, Kanada, UK, Niederlande, Frankreich, USA, Italien, Australien, Deutschland und Japan um einige wichtige zu nennen. Erfasst sind die Jahre 1900 bis 2018. In diesen 21 Ländern liegt die Durchschnittsverzinsung für festverzinsliche Wertpapiere (Bonds) im Durchschnitt bei **3,5 %**. Betrachtet man die **gesamte Welt** so sinkt der Durchschnitt leicht auf **3 %**.¹⁶³

Es handelt sich um den Jahresdurchschnitt über 119 Jahre, beginnend im Jahre 1900. Diese Jahre enthalten den 1. und den 2. Weltkrieg, die große Depression seit 1929, kleinere Finanzkrisen Mitte der 1980er Jahre und die von den US-Immobilienmärkten ausgelöste Finanzkrise seit 2009. Für die Investoren ergibt sich aus diesen Zahlen, dass es wenig Sinn macht in Netzinfrastrukturen zu investieren, wenn die Basiszinsen für das eingesetzte Kapital auf 0,81 % sinken sollten. Es gibt eine Vielzahl von Ländern in dieser Welt, in denen es langfristig möglich ist, ohne weiteres einen mehr als vierfach höheren Basiszins zu erzielen.

Das bedeutet, der nach § 7 Abs. 4 Strom /GasNEV entwickelte Basiszinssatz ist nicht mehr so gestaltet, wie er nach Meinung des Gesetzgebers im Jahre 2005 sein sollte. Kapitalgeber haben in Zukunft im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten **kein Interesse** an einer Investition in die Energieversorgungsnetze in Deutschland. Diese Aussage gilt übrigens auch schon für die Zinsfestsetzung der BNetzA in der **dritten Regulierungsperiode** (Oktober 2016). Denn auch damals erzielten die Kapitalgeber in den 21 von den Credit Suisse gelisteten Ländern eine Durchschnittsrendite für festverzinsliche Wertpapiere (Bonds) von 3,5 % – auch damals waren es weltweit 3 %. Die Bundesnetzagentur hat für die dritte Regulierungsperiode einen Basiszinssatz von 2,49 % gebilligt – dieser Zinssatz wurde vom BGH im Beschluss vom 09.07.2019 akzeptiert.¹⁶⁴ Für die anstehende vierte Regulierungs-

¹⁶² Investment Returns Yearbook 2019, Credit Suisse, Februar 2019, S. 23.

¹⁶³ Investment Returns Yearbook 2019, Credit Suisse, Februar 2019, S. 23.

¹⁶⁴ BGH, Beschl. v. 09.07.2019 – EnVR 52/18 „Eigenkapitalzinssatz II“.

periode stellen sich die Dinge allerdings völlig anders dar, denn der Durchschnittszins für festverzinsliche Wertpapiere wird auf ca. 0,81 % im Jahre 2020 sinken. Ein Investor, der in ein deutsches Energienetz investiert, verliert durch diese Investition fast dreiviertel des Basiszinses, den er auf internationalen Kapitalmärkten alternativ erzielen könnte.

Dieser Befund zeigt, dass der Zinssatz nach § 7 Abs. 4 und Abs. 7 Strom/GasNEV den Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten nicht mehr standhält. Das heißt, der Grundgedanke des Gesetzgebers, der hinter § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG steht, wird spätestens mit der vierten Regulierungsperiode durch das zweistufige Zinsbemessungskonzept der Strom/GasNEV **nicht mehr** erfüllt.

Verstärkt wird dieser Befund, wenn man eine realistische Perspektive eines Investors am internationalen Kapitalmarkt einnimmt. Dieser Investor wird zwischen sehr sicheren und eher risikobehafteten Anlagemöglichkeiten unterscheiden. Bei risikobehafteten Anlagemöglichkeiten, beispielsweise in Start-ups, akzeptieren die Investoren ein hohes Ausfallrisiko, weil diesem umgekehrt die Möglichkeit eines außerordentlichen Gewinns gegenübersteht. Der Zusammenbruch des **Neuen Marktes** Anfang der 2000er Jahre belegt diesen Befund plastisch. Einige Investoren jener Jahre haben exorbitante Gewinne realisieren können. Gemeint sind diejenigen, die in Google, PayPal oder Amazon investiert hatten. Andererseits haben Investoren das eingesetzte Kapital vollständig verloren, weil sie auf Unternehmen gesetzt haben, die letztlich vom Markt verschwunden sind (Beispiel: Nokia).

Um Investitionen dieser Art geht es im vorliegenden Zusammenhang nicht. Hier geht es um einen Investor, der *risikoavers* investiert, so wie es der typische Investor in ein natürliches Monopol tut. Als Folge dieser Investitionsentscheidung akzeptiert der Investor eine deutlich herabgesenkte Rendite im Vergleich zu Unternehmen mit großen Risiken aber auch großen Chancen. Der typische Investor, der sein Geld in einem Unternehmen anlegt, erwartet eine durchschnittliche Eigenkapitalverzinsung zwischen 12 bis 20 %.¹⁶⁵

Demgegenüber erwarten Investoren in Energienetze – gemeint sind sowohl Gas-¹⁶⁶ als auch Stromnetze gleichermaßen – einen deutlich abgesenkten Zinssatz, der dann allerdings sicher,

¹⁶⁵ Das ist ein Schätzwert, der auf einer langjährigen Marktbeobachtung, nicht auf einer empirischen Studie beruht.

¹⁶⁶ Wie sich die Zinsentwicklung bei Gasnetzen präzise gestalten wird, hängt nicht nur von den Entwicklungen am Kapitalmarkt, sondern auch von politischen Grundentscheidungen ab. Sollten Gasnetze, wie intern diskutiert wird, bis zum Jahre 2050 womöglich stillgelegt werden, so wird man über einen völlig anderen EK-Zinssatz nachdenken müssen, um ein Stranded-Investment zu vermeiden.

wenn auch nicht garantiert, sein muss. Ihre Erwartung orientiert sich an der Durchschnittsperformance, die sich ergibt, wenn man sein Geld **diversifiziert** anlegt. Diversifizierende Anlagestrategien werden heute von **Exchange Traded Funds** (ETF's) angeboten. Es handelt sich bei ETF's um an der Börse gehandelte Investmentfonds. Viele ETF's sind Indexfonds, bilden also einen bestimmten transparent gemachten Warenkorb ab. Die Renditeerwartungen schwanken je nach Warenkorb. Die großen ETF-Dachfonds bilden einen Querschnitt über sämtliche Waren und Dienstleistungen, die an den internationalen Kapitalmärkten gehandelt werden ab. Auf diese Weise diversifizieren diese Fonds das Risiko sämtlicher Anlageklassen. Wenn beispielsweise Aktien steigen, während die Rentenpapiere sinken, hedgen sich beide Anlageklassen gegenseitig – dasselbe gilt umgekehrt. Effekte, die bei § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV auf der Hand liegen, kann es im Rahmen eines breit diversifizierten ETF-Fonds nicht geben.

Während § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV auf eine einzige Anlageklasse, nämlich die festverzinslichen Wertpapiere inländischer Emittenten in einem bestimmten Zeitraum setzt, streut der ETF-Fond sein gesamtes Anlageportfolio über alle Anlageklassen, die weltweit angeboten werden. Die Streuung erfasst typischerweise neben Rentenpapieren auch Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle. Da sämtliche Märkte dieser Art miteinander reagieren, gleichen sich die Risiken innerhalb eines ETF's strukturell aus. Brechen, wie derzeit in Deutschland, die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere zusammen, so ist das für den Inhaber eines ETF kein existenzielles Problem, da zeitgleich die Werte für Rohstoffe, Aktien und Edelmetalle in die Höhe gehen und umgekehrt. Das bedeutet, ein Investor, der sein Geld risikoarm anlegen will, wird dies sinnvollerweise tun, indem er seine Anlage breit diversifiziert. Der berühmte deutsche Risikoforscher *Prof. Dr. Gerd Gigerenzer* hat für diese sehr sichere Anlagemethodik die einfache Faustformel entwickelt: 1/N:

*Verteile dein Geld gleichmäßig auf N/ Fonds.*¹⁶⁷

Diese *Faustformel* wurde, so Gigerenzer, mit dem Minimum-Varianz-Portfolio und einem Dutzend anderer komplexer Methoden verglichen. Sieben Anlagemöglichkeiten, wie etwa die Investition in zehn amerikanische Industriefonds, wurden analysiert.¹⁶⁸ Erstaunlich war, dass in den meisten der sieben Tests die Faustformel 1/N besser abschnitt als die Minimum-Varianz-

¹⁶⁷ *Gerd Gigerenzer*, Risiko, Wie man die richtigen Entscheidungen trifft, 2. Aufl. S. 127.

¹⁶⁸ *Gigerenzer* verweist auf Studien von *DeMiguel*, *Garlappi* und *Uppal* aus dem Jahre 2009. Die Bedingungen, unter denen 1-N den Optimierungsmethoden überlegen ist, sind noch nicht alle bekannt: Vgl. *Krizman*, *Page* und *Turkington* 2010.

Methoden. Mehr noch, keine der anderen 12 komplexen Methoden prognostizierte den künftigen Wert der Aktien durchgehend besser.¹⁶⁹

Man kann aus diesen sehr einfachen Überlegungen eine grundlegende Schlussfolgerung ziehen, nämlich diejenige, dass ein Investor, der risikoavers investieren will, also dem Investor in eine Netzinfrastruktur gleicht, seine Renditeerwartungen nicht etwa aus den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere zieht. Damit würde ein solcher Investor einen großen Fehler machen, nämlich hoch risikoreich investieren, denn er weiß, dass die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere mindestens ebenso risikofähig sind, wie alle anderen Kapitalmärkte auf dieser Welt. Erst eine vollständige Diversifizierung aller Anlageklassen führt zu einer sehr risikoarmen Anlagestrategie. Denn das Portfolio, das durch breite Diversifikation gebildet wird, bildet den Durchschnitt der Renditeerwartungen aller Anlageklassen der Welt ab. Die Konsequenz eines derartigen 1/N-Diversifikationsansatzes ist, dass ein Investor eines jedenfalls sagen kann: mit dieser Art der Anlage des eingesetzten Kapitals wird die Durchschnittrendite erreicht, die man am Gesamtkapitalmarkt der Welt erreichen kann. Man ist niemals besser aber auch niemals schlechter als der Gesamtkapitalmarkt. Eine noch sicherere Methode der Geldanlage gibt es bisher nicht.

Der Investor in ein Energienetz wird folglich den Vergleich mit der erwarteten Durchschnittsperformance für die Anlage am Gesamtkapitalmarkt der Welt ziehen. Er wird sich Zahlen, Daten und Fakten von den großen ETF-Dachfonds geben lassen, wie etwa dem **Weltmarktfond (ARERO)** der DWS.¹⁷⁰ Diese Fonds legen das Geld im Sinne der 1/N-Formel von Gigerenzer mit leichten Variationen an.

Ein ähnliches Anlagekonzept verfolgt die reine Beraterbank *Quirin*. Sie verbindet die Theorien der Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften des Jahres 2013 *Eugene Fama* und *Robert J. Shiller*. Letztlich verbinden sich die Theorien beider Nobelpreisträger, so wie es auch Gigerenzer beschrieben hat: „*Keiner schlägt auf Dauer den Markt*“.¹⁷¹

Gewisse Korrekturen erscheinen sinnvoll, weil auf bestimmten Finanzmärkten, etwa für Immobilien, die *Informationseffizienz* nicht immer voll und ganz gegeben ist.¹⁷² Im Ergebnis ist fest-

¹⁶⁹ Gigerenzer a.a.O., S. 127.

¹⁷⁰ Wertentwicklung seit 2008 im Durchschnitt 6,95 % p.a.

¹⁷¹ *Quirin* Navigator, 31.03.2017, S. 5.

¹⁷² *Quirin* Navigator, 31.03.2017, S. 5.

zuhalten, dass der risikoaverse Investor von Kapital seine Investition in ein Energienetz notwendigerweise mit einer Anlagemöglichkeit vergleicht, die eine ähnliche Sicherheit bietet. Das ist nicht der Markt für festverzinsliche Wertpapiere sondern der Gesamtweltmarkt für Kapitalanlagen, so wie er etwa vom Weltmarktfond der DWS (ARERO) abgebildet wird. Bei dieser Abbildung geht es um eine Durchschnittsbetrachtung der letzten Jahre und Jahrzehnte. Dass die Corona-Krise auch auf den Kapitalmärkten der Welt große Einbrüche hinterlassen wird, ändert nichts daran, dass eine Durchschnittsbetrachtung auf diesen Märkten für einen risikoaversen Investor letztlich sinnvoll und zielführend ist.

Diese Perspektive ist die Benchmark für die Frage der Angemessenheit der Verzinsung des eingesetzten Kapitals nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG. Angemessen ist der EK I und EK II Zins dann und nur dann, wenn er im Vergleich zu einem Weltmarktfonds durchschnittlich über mehrere Jahrzehnte ähnliche Zinsen generiert.

Branchenintern wird eine Faustformel diskutiert, für die es allerdings keine empirische Bestätigung gibt. So hat etwa der Finanzwissenschaftler *Prof. Dr. Raimund Maurer*¹⁷³ gegenüber dem Verfasser dieser Studie erklärt, dass der Zinsdurchschnitt der diversifizierten und gewichteten Kapitalanlagen auf Weltmarktniveau in den letzten 100 Jahren bei nominal 8 % und bei real 5 % gelegen hat. *Prof. Maurer* hat aber auch darauf hingewiesen, dass es für diese Durchschnittsbetrachtung zwar eine große Erfahrung unter den Ökonomen gäbe aber keine empirisch belastbare Studie, so wie es auch keinen Dachindex für Weltkapitalanlagen gibt, der etwa als Benchmark für Kapitalanleger herangezogen werden könnte.

Geht man einmal von diesen Erkenntnissen aus, so wird man sagen können, dass das Konzept zur Umsetzung von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG in § 7 Abs. 4/5/7 Strom/GasNEV noch im Zeitpunkt der zweiten Regulierungsperiode durchaus stimmig und akzeptabel war. Denn am 31.10.2011 ergaben sich ein Durchschnitt für festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten von 3,8 % und ein Risikozuschlag von 3,59 %.¹⁷⁴ Der EK-Zins I betrug insgesamt 7,39 %. Bereits fünf Jahre später allerdings sackte die Verzinsung erheblich um mehr als 2 % auf 5,64 % ab. Das lag nicht am Risikozuschlag, der mit 3,51 % nur leicht gegenüber der zweiten Regulierungsperiode vermindert war. Entscheidend schlug die verminderte Rendite für festverzinsliche Wertpapiere zu buche. Während diese Rendite im Durchschnitt in der ersten Regulierungsperiode noch bei 4,23 % lag, schrumpfte sie in der dritten Regulierungsperiode (15.10.2016) auf 2,49

¹⁷³ House of Finance, Universität Frankfurt a.M.

¹⁷⁴ BNetzA, Beschl. v. 31.10.2011, BK4-11-304.

% . Diese Entwicklung wird sich in der vierten Regulierungsperiode (Basisjahr 2020) noch einmal deutlich verstärken. Während der Risikozuschlag mit 3,51 % gleichbleiben wird, bricht die Durchschnittsverzinsung für festverzinsliche Wertpapiere praktisch zusammen. Erwartet werden noch 0,81 %. Damit verliert dieser Baustein der Bestimmung der angemessenen Verzinsung des EK gegenüber der ersten Regulierungsperiode nahezu 80 % seines Wertes und gegenüber der zweiten Regulierungsperiode einen Einbruch von immerhin 2/3 des Wertes.

Der internationale Kapitalinvestor, der nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG so behandelt werden soll, wie er im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten behandelt wird, kann sein Kapital nicht mehr in Energieversorgungsnetze in Deutschland investieren, weil er mit einer Verzinsung rechnen muss, die insgesamt mehr als ein Drittel geringer ist als bei vergleichbaren ebenso risikolosen Investitionen am Weltmarkt. Die Folge wird sein, dass kein internationaler Investor mehr in deutsche Energienetze investieren wird. Darüber hinaus wird jeder, der heute in Energienetze in Deutschland investiert hat, über den Rückzug aus dieser Investition nachdenken, weil es alternative, sehr viel lukrativere Anlagemöglichkeiten auf den Kapitalmärkten der Welt für ihn gibt. Sollten sich die Kapitalanleger auf breiter Front aus ihren Investitionen in deutsche Energienetze zurückziehen, so wird dies den Zweck des EnWG, eine preisgünstige, sichere, effiziente, verbraucherfreundliche und umweltverträgliche Versorgung der Allgemeinheit mit Strom und Gas zu gewährleisten (§ 1 Abs. 1 EnWG), grundlegend gefährden. Die nach § 1 Abs. 2 EnWG aufgetragene Sicherung eines langfristig angelegten leistungsfähigen und zuverlässigen Betriebs von Energieversorgungsnetzen würde auch verfehlt werden.

VII. Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes aus Sicht der BNetzA

Die BNetzA hat in den Beschlüssen zur dritten Regulierungsperiode zur Angemessenheit des Eigenkapitalzinssatzes ausdrücklich Stellung genommen.¹⁷⁵ In beiden Beschlüssen weist die BNetzA darauf hin, dass sie den EK-Zinssatz „unter Berücksichtigung der Vorgaben des § 7 Strom/GasNEV“ ermittelt hat. Die BNetzA setzt fort: „Während die Bestimmung des Wertes für die Umlaufrendite bereits in der Verordnung geregelt wird, hat die Beschlusskammer zur Bestimmung des angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse einen kapitalmarktorientierten Ansatz gewählt.“¹⁷⁶

¹⁷⁵ BNetzA, Beschl. v. 05.10.2016, BK4-16-160 (S. 32) und BK4-16-161 (S. 31).

¹⁷⁶ BNetzA a.a.O.

Die BNetzA überprüft ferner, ob die Sondersituation der Deutschen Energiewende und der damit verbundene Kapitalbedarf eine Anpassung beim Zuschlag zur Abdeckung unternehmerischer Wagnisse erfordert. Letztlich verneint die Beschlusskammer diese Frage.

Ersichtlich geht die Bundesnetzagentur bei ihren Überlegungen davon aus, dass die Bestimmung des Wertes der Umlaufrendite im Sinne des § 7 Abs. 4 S. 1 Strom/GasNEV dem Kriterium der Angemessenheit und der Wettbewerbsfähigkeit des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG entspricht. Jedenfalls diskutiert die BNetzA diese Frage nicht, sondern beschränkt sich auf die schlichte Anwendung des Wortlautes des § 7 Abs. 4 S. 1 Strom/GasNEV mit Blick auf die Ermittlung des Wertes für die Umlaufrendite.

Genau so ist die Bundesnetzagentur schon in ihrer Festlegung zur ersten Regulierungsperiode am 07.07.2008 vorgegangen.¹⁷⁷ Die BNetzA legte die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank (2008)¹⁷⁸ zugrunde. Die Umlaufrenditen schwankten damals zwischen 1997 (5,1 %) und 2007 (4,3 %) der Durchschnitt lag bei **4,23 %**. Der EK-Zinssatz für Neuanlagen wurde **vor** Steuern auf 9,29 % und für Altanlagen auf 7,56 % festgelegt.

Die Zinssätze für die zweite Regulierungsperiode wichen hiervon kaum ab. In der Festlegung vom 31.10.2011¹⁷⁹ wurde der EK-Zinssatz für Neuanlagen auf 9,05 % vor Steuern und für Altanlagen in Höhe von 7,14 % vor Steuern festgelegt. Die **Umlaufrendite** festverzinslicher Wertpapiere sank von 4,23 % in der ersten Regulierungsperiode auf 3,80 %.¹⁸⁰ Der Zuschlag zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse veränderte sich gegenüber der ersten Regulierungsperiode nicht. Er wurde für beide Regulierungsperioden mit 3,59 % festgelegt.¹⁸¹

Erst mit der Festlegung zur dritten Regulierungsperiode am 05.10.2016 brach die Umlaufrendite drastisch ein. Aus den 4,23 % des Jahres 2008 wurden **2,49 %** im Jahr 2016.¹⁸² Innerhalb von weniger als 10 Jahren bedeutete dies fast eine Halbierung der durchschnittlichen Umlaufrendite für festverzinsliche Wertpapiere. Für die bevorstehende vierte Regulierungsperiode wird ein Durchschnittswert von ca. 0,81 % prognostiziert. Das bedeutet im Vergleich zur ersten

¹⁷⁷ BK4-08-68.

¹⁷⁸ Kapitalmarktstatistik 02/2008, S. 36.

¹⁷⁹ BK4-11-304.

¹⁸⁰ BK4-11-304, S. 4.

¹⁸¹ BK4-08-068, S. 10; BK 4-11-304, S. 6.

¹⁸² BK4-16-160 und BK4-16-161, S. 5.

Regulierungsperiode einen Wertverlust von über 80 % und im Vergleich zur dritten Regulierungsperiode einen Wertverlust um ca. 66 %. Zu diesem dramatischen Einbruch der Umlaufrendite für festverzinsliche Wertpapiere nimmt die Bundesnetzagentur in Ihrer Festlegung zur dritten Regulierungsperiode keine Stellung. Sie verweist stattdessen darauf, dass die Bestimmung des Wertes für die Umlaufrendite „bereits in der Verordnung geregelt wird“.¹⁸³

Dies ist überraschend, denn der Begriff der **Angemessenheit** ergibt sich nicht aus § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV, sondern aus § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG. Der Begriff der Angemessenheit wird somit durch § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV inhaltlich konkretisiert. Es hätte also nahegelegen, dass die BNetzA über die Frage nachdenkt, ob trotz massiv fallender Umlaufrenditen die Angemessenheit der EK-Verzinsung für die dritte Regulierungsperiode noch gewährleistet war. Aus der Perspektive der Angemessenheit und auch der Wettbewerbsfähigkeit der EK-Verzinsung nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG hätte es Sachgründe auf den internationalen Kapitalmärkten für eine Absenkung der Umlaufrenditen geben müssen. Denn nach der Gesetzesbegründung muss sich die angemessene Verzinsung an den Marktgegebenheiten im Versorgungsbereich unter Berücksichtigung der Langfristigkeit der Kapitalanlage ausrichten. Insbesondere sei der Zinssatz so zu gestalten, dass Kapitalgeber, auch im Vergleich mit sonstigen Anlagemöglichkeiten, auf den internationalen Kapitalmärkten, ein Interesse an einer Investition in die Energieversorgungsnetze hatten.¹⁸⁴

Ergänzend hat der BGH hinzugefügt, dass die in § 21 Abs. 2 EnWG normierte Vorgabe einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung nicht allein durch die Ermittlung von Marktgegebenheiten oder sonstigen Tatsachen erfüllt werden könne. Sie erfordere eine Gesamtbetrachtung, in die wertende Elemente einzufließen haben, die nicht nur Gegebenheiten in der Vergangenheit, sondern den zukünftigen Anforderungen an dem Betrieb von Netzen Rechnung zu tragen hätten. Diese Bewertung habe der Gesetzgeber der **Regulierungsbehörde** übertragen.¹⁸⁵

Tatsächlich aber hat die BNetzA mit Blick auf die Angemessenheit der Umlaufrendite weder in der Festlegung zur ersten, noch zur zweiten, aber auch nicht zur dritten Regulierungsperiode wertend Stellung genommen, sondern den Wortlaut von § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV statisch angewandt.

¹⁸³ BK4-16-160, S. 32; BK4-16-161, S. 31.

¹⁸⁴ BT-Drucks. 15/5268 vom 13.04.2005, S. 32,119.

¹⁸⁵ BGH, Beschl. v. 27.01.2015 – EnVR 39/13, „Thyssengas GmbH“, Rn. 20.

Die Folgen hiervon liegen auf der Hand: Da die Umlaufrenditen für festverzinsliche Wertpapiere in den vergangenen Jahren, wie oben dargestellt, dramatisch eingebrochen sind, kann von einer angemessenen und zugleich wettbewerbsfähigen Verzinsung des eingesetzten Kapitals keine Rede mehr sein. Da die Umlaufrendite neben dem Risikozuschlag ein grundlegender Faktor für die Bemessung der EK-Verzinsung nach § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV ist, bedeutet dies, dass die Konkretisierung der angemessenen und wettbewerbsfähigen EK-Verzinsung durch § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV heute **ins Leere** läuft.

Dieser Befund ist eindeutig. Er lag auch schon zur dritten Regulierungsperiode geradezu auf der Hand, denn im Jahre 2016 brach die durchschnittliche Umlaufrendite auf 2,49 % zusammen. Das bedeutete im Vergleich zur zweiten Regulierungsperiode einen Einbruch um ca. 30 % innerhalb von 5 Jahren. Im Vergleich zur ersten Regulierungsperiode war die Umlaufrendite in der dritten Regulierungsperiode praktisch halbiert. Das hätte, legt man die Sichtweise des BGH im Beschluss *„Thyssengas GmbH“*¹⁸⁶ zugrunde, bei der BNetzA zu der Frage führen müssen, ob die Gesamtbetrachtung nicht zu einer **wertenden** Einbeziehung der dramatischen Veränderungen auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere hätte führen müssen.

Diese notwendige wertende Gesamtbetrachtung führt mit Blick auf die bevorstehende vierte Regulierungsperiode zu der unumgänglichen Erkenntnis, dass eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste EK-Verzinsung nach § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG für die vierte auf der Grundlage von § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV **nicht mehr möglich** ist. Die durchschnittliche Verzinsung festverzinslicher Wertpapiere wird in der vierten Regulierungsperiode bei ca. 0,81 % liegen. Ganz unabhängig von der Ausgestaltung des Risikozuschlages wird diese durchschnittliche Umlaufrendite in gar keinem Fall mehr ausreichend sein, um das Ziel des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG zu gewährleisten. Das Gleiche gilt aus europarechtlicher Perspektive, weil bei einer derart abgesenkten EK-Verzinsung die *Lebensfähigkeit der Netze nicht mehr gewährleistet* wäre (Art. 59 Abs. 7 Buchst. a) EltRL 2019). Die Entgelte für die Netzbetreiber würden nicht mehr denjenigen eines *effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers* (Art. 18 Abs. 1 VO (EU) 2019/943) entsprechen. Die Refinanzierung der deutschen Strom- und Gasnetze wird somit mittel- und langfristig nicht mehr gewährleistet sein. Damit stehen zugleich alle Ziele der Energiewende, insbesondere beim ambitionierten Netzausbau, auf dem Spiel.

¹⁸⁶ BGH, a.a.O., „*Thyssengas GmbH*“, Rn. 20.

Diese rein faktische Analyse ist eindeutig. Sie ergibt sich aus den dramatisch zusammengebrochenen Umlaufrenditen für festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten.

Die daraus resultierende Frage lautet, wie die Rechtsordnung auf diesen Befund reagiert, bzw. reagieren **muss**. Welche Konsequenzen hat es, wenn die den Tatbestand von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG konkretisierende Rechtsverordnung (§ 7 Abs. 4, Abs. 5 und Abs. 7 Strom/GasNEV) ihre Aufgabe nicht mehr erfüllt?

VIII. Die rechtlichen Anforderungen an Verordnungen nach Art. 80 GG

Die Strom/GasNEV aus dem Jahre 2005 beruht auf Verordnungsermächtigungen (§§ 24, 29, EnWG). Diese sind ihrerseits an Art. 80 GG zu messen. Im Grundsatz heißt es in Art. 80 Abs. 1 GG, dass durch Gesetz Rechtsverordnungen erlassen werden können. Dabei müssen Inhalt, Zweck und Ausmaß der erteilten Ermächtigung im Gesetz bestimmt werden. Dies ist zunächst einmal durch § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG geschehen. Dort heißt es, dass die Netzentgelte unter Berücksichtigung einer *angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals* gebildet werden. Diese gesetzlichen Vorgaben wurden durch § 7 Abs. 4, Abs. 5 und Abs. 7 Strom/GasNEV, wie oben im Einzelnen dargestellt, konkretisiert.

Diese Art der Entgeltregulierung ist im deutschen Recht ein zulässiger Weg. Die Verordnungsermächtigung in § 24 EnWG zielt auf die Umsetzung der in § 21 EnWG genannten Bedingungen und Entgelte für den Netzzugang. Dazu gehört auch die angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung des eingesetzten Kapitals (§ 21 Abs. 2 S. 1 EnWG). Um dieses Konzept zu verwirklichen, ist anerkannt, dass die gesetzlichen Bestimmungen (*angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst*) in der Verordnungsermächtigung (§ 24 Nr. 1 und Nr. 2 EnWG) fortwirken.¹⁸⁷ Der Ordnungsgeber seinerseits ist bei Wahrnehmung der Ermächtigungen des § 24 EnWG mit Blick auf die Ausgestaltung und Umsetzung der Tatbestandsmerkmale (*angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst*) an die darüber liegenden Grundsätze der Angemessenheit, Diskriminierungsfreiheit, Transparenz und Kostenorientierung gebunden.¹⁸⁸ Dies wiederum ist erforderlich, da § 24 EnWG selbst nur wenige konkrete Vorgaben zur Umsetzung der Entgeltbildung trifft.¹⁸⁹

¹⁸⁷ *Missling* in: Danner/Theobald, EnWG § 24 Rn. 3.

¹⁸⁸ *Sauer* in: Elspas/Graßmann/Rasbach (Hrsg.), EnWG (2018), § 24 Rn.7.

¹⁸⁹ *Lüdemann/Große Gehling*, EnWZ 2016, 147, 148 f..

Die Berücksichtigung dieser materiellen Maßstäbe ist insbesondere vor dem Hintergrund des Art. 80 Abs. 1 GG von Bedeutung, nach welchem die Ermächtigungsgrundlage (hier: § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV) *Inhalt, Zweck und Ausmaß* der erteilten Ermächtigung zu bestimmen hat. Dies wird auch in der Gesetzesbegründung noch einmal ausdrücklich betont, was heißt, dass die grundlegenden Programmsätze näher auszugestalten sind, um nicht zuletzt den verfassungsrechtlichen Anforderungen des Art. 80 Abs. 1 GG Rechnung zu tragen.¹⁹⁰

Das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot erfordert umgekehrt nicht, dass sämtliche Einzelheiten der zu treffenden Regelung in der Verordnungsermächtigung abschließend zu determinieren sind.¹⁹¹ Die Anforderungen an die Regelungsintensität, so das Bundesverfassungsgericht, ergeben sich letztlich aus dem Regelungszusammenhang.¹⁹² Es genüge, wenn die Grenzen der Ermächtigung durch Auslegung anhand der allgemein anerkannten Auslegungsgrundsätze bestimmbar sind.¹⁹³

Während in grundrechtssensiblen Bereichen eine höhere Regelungsdichte erforderlich sei, könne bei der Normierung vielschichtiger bzw. steten Änderungen der tatsächlichen Verhältnisse unterworfenen Sachverhalte ein geringeres Maß an Bestimmtheit genügen.¹⁹⁴

Der mit der Strom/GasNEV ausgeformte Preisbildungsmechanismus insgesamt zeichnet sich durch eine hohe Komplexität aus. Er vollzieht letztlich betriebswirtschaftliche Grundsätze der Kostenrechnung nach. Eine verordnungsrechtliche Ausgestaltung dieses Verfahrens stellt in der Tat eine regelungstechnische Herausforderung dar. Deshalb muss sich eine Verordnungsermächtigung letztlich auf die Vorgabe abstrakter Programmsätze, möglicherweise auch unter Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe, beschränken.¹⁹⁵ Letztlich geht es darum, das Ziel und die Grenzen der Ermächtigungsgrundlage hinreichend bestimmt zu erkennen.

Im vorliegenden Fall geht es der Ermächtigungsgrundlage (§ 21 Abs. 2 S. 1 EnWG) um eine *angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste* Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Der *Verordnungsgeber* ging davon aus, dass er dieses Ziel durch den **Doppelschritt** in § 7

¹⁹⁰ So *Sauer* in: Elspas/Graßmann/Rasbach (Hrsg.), EnWG (2018), § 24 Rn.26.

¹⁹¹ BVerfG Beschl. v. 12.11.1958 – u.a. 2 BvL 4/56 (NJW 1959, 475); BVerfG, Beschl. v. 18.07.2005 - 2 BvF 2/01 (NVwZ 2006, 559).

¹⁹² BVerfG, Beschl. v. 27.01.1976 - 1 BvR 2325/73 (NJW 1976, 1309); BVerfG, Beschl. v. 19.04.1978 - 2 BvL 2/75 (NJW 1978, 2143); BVerfG, Beschl. v. 01.07.1987 - 1 BvL 21/82 (NVwZ 1988, 345).

¹⁹³ BVerfG, Beschl. v. 04.02.2009 - 1 BvL 8/05, BVerfGE 123, 1,78.

¹⁹⁴ BVerfG, Beschl. v. 12.11.1958 - 2 BvL 4,26,40/56 (NJW 1959, S.475); BVerfG, Beschl. v. 20.10.1981 - 1 BvR 640/80 (NJW 1982, 921); vertiefend *Burgi*, NJW 2006, 2439.

¹⁹⁵ So auch *Salje*, EnWG (2006), § 21 Rn.6; *Lüdemann/ Große Gehling*, EnWZ 2016, 147,148 f.; *Eifert* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Abmann/Voßkuhle (Hrsg.), Grundlagen des Verwaltungsrechts (2012), § 19 Rn.45.

Abs. 4 S. 1 Strom/GasNEV angemessen, diskriminierungsfrei, transparent und kostenorientiert umsetzen könnte. Er konnte noch im Jahr 2005 unterstellen, dass die Anknüpfung an die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere der letzten 10 Jahre zuzüglich eines Risikozuschlages zu der angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des Eigenkapitals für Investoren in Strom- und Gasnetze führen würde. Der Ordnungsgeber knüpfte an eine in Ökonomie und Recht allgemein anerkannte Grundregel an, wonach davon auszugehen war, dass die durchschnittliche Verzinsung festverzinslicher Wertpapiere im langjährigen Mittel zwischen 3,5 - 4,5 % schwankte. Diesen Zinssatz konnte in den Jahrzehnten vor dem Jahre 2005 ein risikoaverser Investor bei der Anlage in festverzinsliche Wertpapiere (Staatsanleihen/Unternehmensanleihen und Hypothekenpfandbriefe) im Mittel erwarten. Hier- von ausgehend erwies sich, so die Annahme des Ordnungsgebers, eine Eigenkapitalverzinsung, jedenfalls dann als angemessen, risikoangepasst und wettbewerbsfähig, wenn der durchschnittlichen Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere ein angemessener **Risikozuschlag** hinzugefügt wurde.

Dieses im Jahre 2005 implizit sachlogische Konzept diente der Konkretisierung der Tatbestandsmerkmale des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG, ohne dass dies ausdrücklich hervorgehoben wurde. Zu jener Zeit konnte der Ordnungsgeber die Verwerfungen vor allem durch die Finanzkrise (aktuell verschärft durch „Corona“) in Europa nicht voraussehen. Er konnte insbesondere nicht voraussehen, dass die durchschnittlichen Zinssätze für festverzinsliche Wertpapiere ab dem Jahr 2010 massiv zusammenbrechen und inzwischen im Jahr 2020 um 0,2 % pendeln würden.

Die ausgesprochen niedrige Entwicklung der Realzinsen, insbesondere seit 2013, ist, so die Deutsche Bundesbank, vermutlich die Folge des Staatsanleiheankaufprogramms der Europäischen Notenbank, das die Renditen senkt.¹⁹⁶

Im August 2019 waren die Renditen sämtlicher deutscher Staatsanleihen erstmals negativ. Negative Nominalzinsen für Bundesanleihen hat Deutschland vor 2016 **noch nie erlebt**¹⁹⁷, überhaupt hat es eine solche Niedrigzinsphase für festverzinsliche Wertpapiere, insoweit sind sich die Ökonomen weltweit einig, noch nie zuvor auf den Finanzmärkten gegeben.¹⁹⁸ Dies wird

¹⁹⁶ Monatsbericht Oktober 2017 S.33.

¹⁹⁷ Michael Menhart, Chefvolkswirt bei Munich RE, ifo Schnelldienst20/2019, 72.Jahrgang;24.10.2019, S.15.

¹⁹⁸ So Prof. Dr. Andreas Hackethal, Frankfurter Leibniz Institut SAFE am House of Finance im Faktencheck zur Sendung „Hart aber Fair“ am 27.01.2020, s.a. Philip R. Lane, Mitglied des Executive Board der EZB, Vortrag vom 25.11.2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191125~b0ecc8e6f0.en.html>; ferner Altvilla (ECB)et al.in <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393219301497> unter dem Titel mea-

durch die geldpolitischen Maßnahmen von Staat und EZB im Rahmen der Corona-Krise derzeit massiv verstärkt.

Ein solcher Zinszusammenbruch war für den Ordnungsgeber im Jahr 2005 nicht vorhersehbar. Das bedeutet, dass der in § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV damals durchaus sachlogisch entwickelte **Doppelschritt** zur Konkretisierung der angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten EK-Verzinsung **heute** nicht mehr trägt. Die ursprünglich sachlogische Umsetzung der Begriffe angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst erweist sich als Folge des Zusammenbruches der Märkte für festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten als **funktionale Zweckverfehlung**. Die Grundlage für die Anknüpfung an die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere ist als Folge der Entwicklungen auf dem internationalen und nationalen Kapitalmarkt **weggefallen**. Das bedeutet, heute im Jahre 2020 erweist sich die Konkretisierung der EK-Verzinsung für Neu- und Altanlagen als nicht mehr angemessen, sondern stattdessen als diskriminierend und **zweckverfehlend**.

IX. Rechtsfolgen für den Ordnungsgeber

In ständiger Rechtsprechung weist das Bundesverfassungsgericht darauf hin, dass der Ordnungsgeber einen **Gestaltungsspielraum** innerhalb der ihm durch Art. 80 Abs. 1 GG gezogenen Grenzen hat. Er muss in diesem Raum nach dem Gleichheitssatz (Art. 3 Abs. 1 GG) im wohlverstandenen Sinne der ihm erteilten Ermächtigung handeln und darf keine Differenzierungen vornehmen, wenn sie über die Grenzen einer formell und materiell verfassungsgemäßen Ermächtigung hinaus eine Korrektur der Entscheidungen des Gesetzgeber bedeuten würden.¹⁹⁹ Dies bedeutet, dass der Ordnungsgeber mit dem Doppelschritt zur Bestimmung der angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten EK-Verzinsung in § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV die vom Gesetz gezogenen Grenzen der formell und materiell verfassungsgemäßen Ermächtigung nicht überschreiten darf.

Genau das ist aber dann der Fall, wenn – wie hier – die Anknüpfung an die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere die Erreichung des mit den europarechtlichen Vorgaben und mit § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG angestrebten Zwecks nicht mehr erfüllen kann, weil

suring euro area monetary policy; ähnlich *Alexander Ludwig* <https://safe-frankfurt.de/de/policy-blog/details/fundamentale-faktoren-druecken-das-zinsniveauehtml>; so auch im Interview der US-Ökonom *Kenneth Rogoff*, der Spiegel Nr.4/18.01.2020, S.68.

¹⁹⁹ So bereits Beschl. v. 23.07.1963 - 1 BvR 265/62, BeckRS 1963,103696 unter C Ziff.2; Urt. v. 12.10.1976 - 1 BvR 197/73, BeckRS 1976, 30703617 unter C II 2 b, s.a. BVerfGE Urt. v. 13.12.1961 - 1 BvR 1137/59, 1 BvR 278/6013, 248, 255,257; BVerfG, Beschl. v. 23.07.1963 - 1 BvR 265/62; BVerfG, Beschl. v. 09.06.1971 - 2 BvR 225/69.

die Umlaufrenditen auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere nachhaltig und dauerhaft **zusammengebrochen** sind. § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV konkretisiert somit nicht mehr die verfassungsgemäße Ermächtigung des § 24 EnWG, sondern beinhaltet eine **sachwidrige, zweckverfehlende Korrektur der Entscheidung des Gesetzgebers aus dem Jahre 2005**. Aus diesem Grund ist § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV im Sinne der Zwecke und der Ziele des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG vom Ordnungsgeber zu korrigieren, denn dem Sinn und Zweck von Art. 80 GG ist immanent, dass die die Konkretisierung bewirkenden Tatbestandsmerkmale der jeweiligen Rechtsverordnung den Gesetzeszweck **dynamisch**, das heißt nicht nur im Zeitpunkt des Inkraftsetzens der Verordnung, sondern zu jedem späteren Zeitpunkt in dem die Verordnung gilt, angemessen, diskriminierungsfrei und transparent umzusetzen haben. Andernfalls würde nämlich der Zweck des die Verordnung ermächtigenden Gesetzes leerlaufen können. Dies wiederum bedeutet, dass der Ordnungsgeber verfassungsrechtlich gehalten ist, die Verordnung in dem Augenblick zu korrigieren, in dem das in ihr angelegte Regelungskonzept letztlich zu einer formellen und materiellen Korrektur der Grundentscheidung des Gesetzgebers (hier: in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG) führt.

Das Gleiche gilt aus der Perspektive des **Europäischen Rechts**, das den nationalen Gesetzgeber auffordert die Netzentgelte so zu bemessen, dass die *Lebensfähigkeit der Netze gewährleistet ist* (Art. 59 Abs. 7 Buchst. a) RL 2019/944). Die Netzentgelte müssen denen eines effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers entsprechen (Art. 18 Abs. 1 VO (EU) 2019/943).

Rechtsverordnungen, die, wie im vorliegenden Fall, über die Grenzen der Ermächtigungsgrundlage (§ 24 i.V.m. § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG) hinausgehen, sind nach allgemeiner Meinung in Literatur und Rechtsprechung nicht nur unanwendbar, sondern **nichtig**.²⁰⁰

Infolgedessen ist der Ordnungsgeber gehalten die Regelung **zu korrigieren**.²⁰¹ Dies bedeutet für die vorliegende Fragestellung, dass der Ordnungsgeber aufgefordert ist, die Regelungen zur Bemessung der durchschnittlichen Umlaufrenditen (hier: § 7 Abs. 4, Abs. 5 und Abs.

²⁰⁰ BVerwG, Urt. v. 26.01.1995 – 8 B 193/94, DÖV 1995, 469 f.; Grzeszick in: Maunz/Dürig, GG-Kom., Werkstand: 88.EL August 2019, Art. 20 Rn.143 m.w.N; Pieroth in : Jarass/Pieroth, GG-Kom. 15. Aufl., 2018, Art. 80 Rn. 31 mit zahlreichen Nachweisen aus der Rechtsprechung des BVerfG; OLG Stuttgart, Beschl. v. 21.01.2010 - 202 EnWG 3/09, NJOZ 2010,1629, 1637; BVerfG, Beschl. v. 31.01.2001 - 6 CN 2/00, NVwZ 2001, 1035, 1037 m.w.N.

²⁰¹ BVerfG, Nichtannahmebeschluss v. 31.08.2005 - 1 BvR 700/05 Rn. 29; BVerfG, Beschl. v. 17.03.2004 - 1 BvR 1266/00, BVerfGE 110, 177 Rn. 44; BVerfG, Beschl. v. 16.03.2004 – 1 BvR 1778/01, BVerfGE 110, 141 Rn. 67; BGH, Beschl. v. 17.02.2005 – IX ZB 144/04 LS. 3 Anm. *Rattunde*: in jenem Fall lag die Verfassungswidrigkeit nicht von Anfang an vor.

7 Strom/GasNEV) aus der Perspektive des Regelungszweckes in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG zeitgemäß anzupassen.

X. Rechtsfolgen aus der Perspektive der BNetzA

Bestehen, wie hier, hinreichende Bedenken gegen die Rechtmäßigkeit von § 7 Abs. 4, Abs. 5 und Abs. 7 Strom/GasNEV, so hat die Verwaltung – hier die BNetzA – deren Vollzug *grundsätzlich auszusetzen* und darf die Norm nicht anwenden, bis der Gesetzgeber oder Gerichte darüber verbindlich entschieden haben.²⁰² Dies bedeutet nicht, dass die BNetzA eine eigenständige **Verwerfungskompetenz** für die als ungültig erkannten EK-Zinsregelungen in § 7 Abs. 4, 5 und 7 Strom/GasNEV innehat. Ob eine solche Verwerfungskompetenz für die Verwaltung besteht, ist streitig, kann hier aber auch dahingestellt bleiben.²⁰³ Jedenfalls, so das OVG Niedersachsen, ist es Behörden zwar verwehrt eine als ungültig erkannte städtebauliche Satzung für nichtig zu erklären. Wohl aber sind sie nach Art. 20 Abs. 3 GG verpflichtet, die als unwirksam erkannte Satzung **nicht anzuwenden**.²⁰⁴ Auch das Bundesverwaltungsgericht geht davon aus, dass eine Behörde, die davon überzeugt ist, dass der Bebauungsplan rechtswidrig ist, die Gemeinde zu dieser Frage zu hören und ihr Gelegenheit zu geben hat, Rechtssicherheit herzustellen.²⁰⁵

Aus der Perspektive des **Europäischen Rechts** hat der EuGH schon am 22.06.1989²⁰⁶ entschieden, dass nicht nur die Gerichte sondern auch die Verwaltung verpflichtet ist, diejenigen Bestimmungen des nationalen Rechts unangewendet zu lassen, die mit dem Europäischen (Richtlinien-)Recht nicht in Einklang stehen. Wenn und soweit ein Betroffener sich vor dem nationalen Gericht auf eine Bestimmung einer europäischen Richtlinie berufen kann, sind danach alle Träger der Verwaltung verpflichtet diese Bestimmungen anzuwenden.²⁰⁷ Im vorliegenden Zusammenhang ist zu beachten, dass die EK-Verzinsung die *Lebensfähigkeit der Netze gewährleisten* muss (Art. 59 Abs. 7 Buchst. a) RL 2019/944). Dies bedeutet, dass die Netzentgelte, die tatsächlichen Kosten insofern zum Ausdruck bringen müssen, *als sie denen eines effizienten und*

²⁰² BVerfG, Beschl. v. 12.02.1961 – 1 BvR 314/60, 12, 180, 186; BVerwG, Beschl. v. 31.01.2001 – 6 CN 2/00, BVerwGE 112, 373, 381f.; OVG Lüneburg, Beschl. v. 15.10.1999 – 1 M 3614/99, ZfBR 2000, 141, 143 m.w.N.; Grzeszick in: Maunz/Dürig GG-Komm. Werkstand 88. EL August 2019, Art. 20 Rn. 142 m.w.N.

²⁰³ Wie hier OLG Stuttgart, Beschl. v. 21.01.2010 – 201 EnWG 3/09, NJOZ 2010, 1629, 1637 m.w.N.; OVG Lüneburg, Beschl. v. 15.10.1999 – 1 M 3614/99, ZfBR 2000, 141, 142 m.w.N.; BVerwG, Beschl. v. 31.01.2001 – 6 ZN 2/00, NVwZ 2001, 1035, 1037f.

²⁰⁴ OVG Lüneburg, Beschl. v. 15.10.1999 – 1 M 3614/99, ZfBR 2000, 141, 142.

²⁰⁵ BVerwG, Beschl. v. 31.01.2001 – 6 CN 2/00, NVwZ 2001, 1035, 1037 unter Hinweis auf BVerwG, Beschl. v. 21.11.1986 – 4 C 22/83, NJW 1987, 1344 m.w.N.

²⁰⁶ EuGH, Urt. v. 22.06.1989, Rs C-103/88, NVwZ 1990, 649.

²⁰⁷ So zuvor bereits EuGH, Urt. v. 19.01.1982 – Rs. C-8/81, NJW 1982, 499 Becker; EuGH, Urt. v. 26.02.1986 – Rs. C-152/84, NJW 1986, 2178 Harschall.

strukturell vergleichbaren Netzbetreibers entsprechen (Art. 18 Abs. 1 VO (EU) 2019/943). Auf diese Bestimmungen können sich die Netzbetreiber vor den nationalen Gerichten berufen. Alle Träger der Verwaltung, somit auch die BNetzA, sind verpflichtet die europarechtlichen Bestimmungen anzuwenden und umgekehrt, die ihnen entgegenstehenden nationalen Vorschriften (hier: § 7 Abs. 4 und Abs. 7 Strom/GasNEV) unangewendet zu lassen

Aus alledem folgt, dass die BNetzA § 7 Abs. 4, 5 und 7 Strom/GasNEV vor der Festlegung der vierten Regulierungsperiode nach § 29 EnWG nicht anwenden darf. Zunächst einmal hat der Verordnungsgeber die Norm im Sinne des Zweckes von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG materiellrechtlich zu korrigieren. Sollte der Verordnungsgeber diese gebotene Korrektur nicht vornehmen, so würde er zugleich gegen die eben beschriebenen europarechtlichen Vorgaben verstoßen. Damit würde der Verordnungsgeber Gefahr laufen, einem Vertragsverletzungsverfahren, ausgelöst durch die Kommission, ausgesetzt zu werden.

Im Ergebnis bedeutet dies, dass der Verordnungsgeber aufgerufen ist, § 7 Abs. 4, 5 und 7 Strom/GasNEV im Sinne des nachstehend entwickelten Konzeptes **zu korrigieren**. Die **BNetzA** ist gehalten ihre Festlegung für die vierte Regulierungsperiode auszusetzen, bis der Gesetzgeber die Korrektur vorgenommen hat.

XI. Auswirkungen der Absenkung des Basiszinses auf den Zuschlag

Der BGH hat am 09.07.2019²⁰⁸ darauf hingewiesen, dass Basiszins und der Zuschlag zur Abdeckung unternehmerischer Wagnisse nach § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV grundsätzlich getrennt voneinander zu entwickeln sind. Er hat ferner darauf hingewiesen, dass bei Ermittlung des Zuschlags anhand von Datenreihen, so wie es die BNetzA für die dritte Regulierungsperiode getan hatte, dennoch nicht außer Betracht bleiben dürfe, in welcher Weise, der in diesen Datenreihen ausgewiesene Zinssatz für **risikolose Anlagen** ermittelt worden sei. Der Umstand, dass eine Änderung des Zinsniveaus nicht sofort Eingang in die Datenreihen finde, spreche jedoch nicht gegen sondern eher für deren Heranziehung, wenn ein vergleichbarer Effekt auch bei der Bestimmung des Basiszinssatzes nach § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV auftrete.

Mit diesen Überlegungen bestätigte der BGH zunächst einmal, dass sich das Zinsniveau für (scheinbar) risikolose Anlagen auch in den Jahren vor der Festlegung im Jahre 2016 bereits deutlich abgesenkt hatte. Während die Umlaufrendite im Jahre 2007 noch 4,3 % betrug, war sie bereits im Jahre 2010 auf 2,5 % abgesunken. Im Jahre 2012 betrug sie gerade noch 1,4 %

²⁰⁸ BGH, Beschl. v. 09.07.2019 – EnVR 52/18 „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 52.

und im Jahre 2015, dem letzten Jahr des Zehnjahreszeitraums für die dritte Regulierungsperiode noch 0,5 %. Diese Änderung des Zinsniveaus, so der BGH, wirkte sich bei den sehr langen Datenreihen, die die BNetzA ihren Berechnungen für den Zuschlag zugrunde legte (über 115 Jahre²⁰⁹) letztlich moderat aus. Das heißt die Änderungen des Zinsniveaus nach unten, insbesondere in den Jahren 2012 bis 2015 schlugen nicht in vollem Umfang auf die Durchschnittsberechnungen des Zuschlages durch. Dies, so der BGH, spreche nicht gegen, sondern eher für eine Heranziehung der niedrigen Basiszinsen beim Zuschlag auch in den Jahren 2012 bis 2015.²¹⁰ Dies gelte insbesondere, so der BGH, weil ein vergleichbarer Effekt auch bei der Bestimmung des Basiszinssatzes nach § 7 Abs. 4 S. 1 Strom/GasNEV auftrete.

Der BGH geht somit bei seinen Überlegungen davon aus, dass die Ermittlung des Basiszinses als durchschnittliche Umlaufrendite zehnjähriger festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten die BNetzA bei der Festlegung des EK-Zinssatzes bindet. Die Tatsache, dass diese Bindung zugleich auch zu einer Absenkung des Risikozuschlages führen könne, nimmt der BGH als in der Logik von § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV liegend hin. Im Vorstehenden wurde darauf hingewiesen, dass diese Hinnahme bereits im Zeitpunkt der Festlegung für die dritte Regulierungsperiode problematisch war, denn auch damals schon sank der Basiszins eklatant auf nur noch 2,49 % ab, während er in der ersten Regulierungsperiode fast doppelt so hoch war.

Mit Blick auf die nun bevorstehende vierte Regulierungsperiode ist ein Absinken des Basiszinses auf 0,81 % oder weniger zu erwarten. Dies ist, wie oben im Einzelnen dargestellt, mit dem Sinn und Zweck von § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV zur Ausfüllung von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG nicht mehr zu vereinbaren. Aus diesem Grund ist nach der hier entwickelten Auffassung der Verordnungsgeber aufgefordert, § 7 Abs. 4 Strom/GasNEV im Sinne ihres Sinn und Zweckes zu korrigieren.

Bei der Festlegung zur vierten Regulierungsperiode wird die Bundesnetzagentur zu beachten haben, dass die Korrektur des Basiszinses, im hier vorgeschlagenen Sinne, **sich auch auf den Zuschlag auswirkt**. Der BGH hat zutreffend darauf hingewiesen, dass die BNetzA bei der Ermittlung des Zuschlages nach § 7 Abs. 5 Strom/GasNEV ohnehin an die Vorgaben aus § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG gebunden ist. Das heißt, der Zuschlag und die sich daraus ergebene Höhe

²⁰⁹ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 49.

²¹⁰ So der BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 52.

der Eigenkapitalverzinsung muss letztlich das Ziel einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung widerspiegeln.²¹¹

Dies bedeutet, die Korrektur des Basiszinses, die für die vierte Regulierungsperiode auf Grund des historisch einzigartigen Absinkens der Umlaufrenditen für festverzinsliche Wertpapiere der letzten zehn Jahre erforderlich ist, wird auch bei der Bemessung des Zuschlages zu berücksichtigen sein.

XII. Die verfassungsgemäße Korrektur in § 7 Abs. 4, 5 und 7 Strom/GasNEV

Der folgende Gesetzgebungsvorschlag fußt auf der Erkenntnis, dass die Anknüpfung an eine durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere der vergangenen zehn Jahre letztlich das Ziel und den Zweck einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoorientierten Eigenkapitalverzinsung (§ 21 Abs. 2 S. 1 EnWG) verfehlt. Die Gleichung: Durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere + Risikozuschlag = Angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste EK-Verzinsung stimmt nicht mehr.

Diese Gleichung wird, nach Meinung nahezu aller Ökonomen der Welt, auch in Zukunft nicht wieder stimmig werden, weil die Zinsen für Staats- und Unternehmensanleihen dauerhaft niedrig bleiben werden. Als Gründe hierfür wird auf die Demografie entwickelter Staaten, also insbesondere darauf hingewiesen, dass in den westlichen Industrienationen dauerhaft eine immer kleiner werdende Gruppe jüngerer Menschen eine immer größer werdende Gruppe von Rentnern ernähren müssen. Die damit verbundenen Wachstumshemmnisse drücken auf die Zinshöhe, das heißt, die Nachfrage nach Staats- und Unternehmensanleihen wird niedrig bleiben. Genau dies wird durch geldpolitischen Maßnahmen von Staat und EZB in der aktuellen Corona-Krise noch einmal deutlich verstärkt werden. Ob und in welchem Umfang Künstliche Intelligenz und Robotik diesen Effekt kompensieren wird, lässt sich quantitativ messbar nicht seriös beantworten.

Hiervon unabhängig wurde auch in der Vergangenheit in der Literatur schon darauf hingewiesen, dass die „Bindung der Eigenkapitalverzinsung vor Risikozuschlag an die durchschnittliche Rendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten in den letzten zehn Jahren **schwer verständlich** sei“.²¹² Für die Kosten des Eigenkapitals komme es, so von Colbe/Säcker,

²¹¹ BGH, a.a.O., „Eigenkapitalzinssatz II“, Rn. 44 unter Hinweis auf BGH, Beschl. v. 27.01.2015 – EnVR 39/13, ZNER 2015, 116 Rn. 80 „Thyssengas GmbH“.

²¹² Busse von Colbe/Säcker, BerlKommEnR vor §§ 21 ff. EnWG Rn. 67.

auf die für die **Zukunft** erwartete Verzinsung an, für die die aktuellen Zinssätze je nach Restlaufzeit als gute Schätzwerte angesehen würden. Gehe man jedoch davon aus, dass die Zinssätze sich in einem so genannten mean-reverting Process zyklisch entwickelten, dann würde ein aus einem wesentlich länger als zehn Jahre dauernden Zeitraum, etwa ein aus einem *40-jährigen* Durchschnitt, ermittelter Wert auch für die Zukunft gelten können.²¹³ Für diese Argumentation verweisen *Busse von Colbe/Säcker* darauf, dass die Umlaufrenditen von Anleihen der deutschen öffentlichen Hand seit Mitte der 80er Jahre eher sinkende Tendenz zeigten. Vor allem dürfe eine „*allein rückwärtsgewandte Betrachtung*“ der Finanz- und Kapitalmärkte die zukunftsbezogenen Wagnisse, die sich aus Betrieb, Wartung und digitalem Ausbau der Netze ergäben, nicht zu niedrig einschätzen.²¹⁴ Diese Überlegungen sind zutreffend. Sie werden durch die Zinsentwicklung der vergangenen zehn und insbesondere der vergangenen fünf Jahre noch einmal deutlich verstärkt. Diese Zinsentwicklung erfordert ein *dynamisches* Konzept, um den Zweck des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG nicht nur kurz, sondern auch mittel- und langfristig, also nachhaltig, zu gewährleisten.

Das hiervon ausgehende Korrekturkonzept löst sich von der Statik des bisherigen Regelungskonzeptes in § 7 Abs. 4, Abs. 5 und Abs. 7 Strom/GasNEV und ersetzt dieses, um ein dynamisches Konzept. Zugleich bekräftigt dieses Konzept der *dynamischen EK-Zinsanpassung* nach § 7 Abs. 4 und Abs. 7 Strom/GasNEV die Festlegungskompetenz der BNetzA für die Bestimmung der Netzentgelte nach § 21 EnWG. Damit dürften Bedenken der Kommission, die seit Sommer 2018 Gegenstand eines **Vertragsverletzungsverfahrens beim EuGH** sind²¹⁵, an Gewicht verlieren.

Vor dem Gerichtshof vertritt die Kommission die Auffassung, Art. 37 Abs. 6 Buchst. a) und b) RL 2009/72/EG (Strom) und RL 2009/73/EG (Gas) seien nicht ordnungsgemäß umgesetzt, weil die Zuweisung von Zuständigkeiten im EnWG die ausschließliche Zuständigkeit der nationalen Regulierungsbehörde verletze.²¹⁶ Schlussanträge zu diesem Verfahren liegen bisher nicht vor. In der Literatur wird angenommen, dass ein Erfolg der Kommission bei dieser Frage eine *substanzielle Neuausrichtung des Regulierungsrahmen im Energiesektor unumgänglich* machen würde.²¹⁷ Unabhängig davon, wie der EuGH die von der Kommission gestellten Fragen beantwortet wird, ist festzuhalten, dass der hier entwickelte *dynamische* Festlegungsansatz der

²¹³ Ähnlich *Gerke*, Risikoadjustierte Bestimmung des Kalkulationszinses, S. 41.

²¹⁴ Ebenso OLG Düsseldorf, Beschl. v. 22.03.2018 - 3 Kart 143/16, EnWZ 2018, S. 174ff.

²¹⁵ Rechtssache C-718/18 (Klage eingereicht am 16.11.2018).

²¹⁶ So BGH, Beschl. v. 08.10.2019 – EnVR 58/18 „Normativer Regulierungsrahmen“, Rn. 57.

²¹⁷ So *Ludwigs* N&R 2018, 262, 263; ähnlich *Strauss/Meyer*, EWeRK 2018, 196, 201; *Gundel*, RdE 2019, S. 493.

BNetzA, jedenfalls mit Blick auf die Festlegung des EK-Zinses, eine Unabhängigkeit zuweist, die über das bisherige, eher starre, Verordnungskonzept deutlich hinausweist und damit den Weg beschreitet, den die Kommission im Rahmen des Vertragsverletzungsverfahrens möglicherweise vor Augen hat. Auch aus dieser, eher kompetenziellen, Perspektive erweist sich der hier entwickelte Vorschlag als zukunftsorientiert und rechtssicher.

Ausgangspunkt ist die Zinsentwicklung, die den Gesetzgeber im Jahre 2005 bei der Schaffung dieses Regelungsrahmens (objektiv) veranlasst hat, an die Durchschnittsrenditen festverzinslicher Wertpapiere anzuknüpfen. Die Situation war von einer Durchschnittsverzinsung für festverzinsliche Wertpapiere von 4,23 % p. a. geprägt.²¹⁸ Diese Durchschnittsrendite, ergänzt um einen angemessenen Risikozuschlag, der ebenfalls dynamisch bestimmt wird, führt zu einer den Sinn und Zweck von § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG ausfüllenden EK-Verzinsung.

Da die Höhe einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten EK-Verzinsung im Zeitablauf gewissen Schwankungen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten unterworfen sein wird, geht es bei der Korrektur um die Schaffung eines **dynamischen** Konzeptes, das es erlaubt diesen Regelungszweck durch die Regulierungsbehörde bei jeder Festlegung zu berücksichtigen. Deshalb wird der Regulierungsbehörde erlaubt von der durchschnittlichen Verzinsung der ersten Regulierungsperiode (4,23 %) **mit Sachgrund** abzuweichen.

Ein solches dynamisches Konzept vermeidet den Fehler der Vergangenheit, der nur deshalb entstehen konnte, weil der Ordnungsgeber im Jahre 2005 offenbar davon ausging, dass die Entwicklung auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere auch in Zukunft relativ derjenigen entsprechen wird, die die Jahrzehnte zuvor gestimmt hatten. Diese implizite Annahme hat sich inzwischen als falsch und demnach als korrekturbedürftig erwiesen.

Auch der oben dargestellte Vorschlag statt eines dynamischen Konzeptes statisch an den Durchschnitt der jeweils zurückliegenden 40 Jahre anzuknüpfen, ist mittel- und langfristig nicht zielführend, weil er zu den gleichen Problemen führen wird, die die derzeitige Diskussion prägen.²¹⁹ Wie sich in den nächsten 20, 30 oder 40 Jahren die Zinsen auf den Märkten für Staats- und Unternehmensanleihen entwickeln werden, kann niemand vorhersagen. Um dieses strukturelle Defizit, das die Regelungstechnik in § 7 Strom/GasNEV derzeit prägt, zu überwinden,

²¹⁸ So die Festlegung der ersten Regulierungsperiode BK4-08-68.

²¹⁹ So *Busse von Colbe/Säcker*, BerlKommEnR vor §§ 21 ff. EnWG Rn. 67.

wird hier der Vorschlag für ein die Zukunft dauerhaft tragendes dynamisches EK-Zinsbestimmungskonzept gemacht.

Die vorstehenden Erwägungen zeigen, dass eine angemessene, wettbewerbsfähige Verzinsung des eingesetzten Kapitals, heute verfehlt wird, weil zum ersten Mal in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland die Realzinsen für festverzinsliche Wertpapiere im Minus notieren. Diese Entwicklung deutet sich seit nunmehr fast zehn Jahren an. Während die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland im Jahr 2007 bei 4,3 % lag, ermäßigte sie sich im Jahr 2009 auf 3,2 %, im Jahr 2010 auf 2,5 % und sackte dann in 2012 auf 1,4 %. Im Jahr 2014 lag die Durchschnittsverzinsung gerade noch bei 1 %, im Jahr 2015 halbierte sie sich erneut auf 0,5 %. Seit 2015 bis heute liegt die Durchschnittsverzinsung um 0,2-0,3 % mit weiter abnehmender Tendenz. Genau besehen bedeutet dies, dass die durchschnittliche Rendite festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland zur 0 %-Grenze tendiert. Im August 2019 waren die Renditen sämtlicher deutscher Staatsanleihen **negativ**.²²⁰

Die Konsequenz aus dieser Entwicklung ist, dass der Grundgedanke des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG, das eingesetzte Kapital angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst zu verzinsen durch die Formulierungen in § 7 Strom/GasNEV nicht mehr umgesetzt wird. Das gilt auch aus der Perspektive des europäischen Rechts, wonach die Netzentgelte die *Lebensfähigkeit der Netze zu gewährleisten* haben (Art. 59 Abs. 7 Buchst. a) RL 2019/944). Aus diesem Grund müssen die Netzbetreiber Kosten erheben, die jenen eines *effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers* entsprechen (Art. 18 Abs. 1 VO (EU) 2019/943). Deshalb ist der Verordnungsgeber nunmehr nach Art. 80 Abs. 1 GG aufgerufen, den Verordnungstext im Sinne der verfassungsgemäßen Ermächtigungsgrundlage so zu korrigieren, dass sich das eingesetzte Kapital in Zukunft wieder angemessen, wettbewerbsfähig und risikoangepasst verzinsen wird.

Um diese Korrektur zu bewirken wird vorgeschlagen, § 7 Abs. 4 S. 1 Strom/GasNEV wie folgt zu korrigieren:

„Der auf das betriebsnotwendige Eigenkapital, das auf Neuanlagen entfällt, anzuwendende Eigenkapitalzinssatz darf von dem auf die letzten zehn abgeschlossenen Kalenderjahre vor 2005 bezogenen Durchschnitt der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Umlaufrendite festverzinslicher

²²⁰ Menhart a.a.O., S.15.

Wertpapiere inländischer Emittenten zuzüglich eines angemessenen Zuschlags zur Abdeckung netzbetriebspezifischer unternehmerischer Wagnisse nach Abs. 5 nur abweichen, wenn dies zur Erreichung des Gesetzeszweckes (§ 21 Abs. 2 S. 1 EnWG) sachlich erforderlich ist. Dies gilt auch für die Ermittlung des Zinssatzes nach § 7 Abs. 7 Strom/GasNEV.“

Der bisherige Satz 2 wird zu Satz 3.

Begründung:

Diese Korrektur in § 7 Abs. 4 S.1 Strom/GasNEV, die in gleicher Weise in § 7 Abs. 7 Strom/GasNEV vorzunehmen ist, sorgt für eine konsequente Umsetzung des in § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG formulierten Gesetzeszweckes. Zugleich wird damit der Grundgedanke des europäischen Rechts, wonach die Netzentgelte und damit auch die EK-Verzinsung die *Lebensfähigkeit der Netze* gewährleisten müssen, adäquat umgesetzt. Im Jahr 2005 war die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere wie in den Jahren 1995-2005, aber auch in den Jahrzehnten zuvor, nahezu konstant. Aus diesem Grunde eignete sich die durchschnittliche Umlaufrendite zuzüglich des Risikofaktors als Bestimmung einer *angemessen, wettbewerbsfähigen und risikoorientierten* Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Um dieses Konzept auch in Zeiten extrem niedriger Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere aufrechtzuerhalten, wird nunmehr klargestellt, dass die Regulierungsbehörde von der durchschnittlichen Umlaufrendite der Jahre 1995-2005 nur dann mit Sachgrund abweichen darf, wenn dies aus der Perspektive des Gesetzeszweckes (§ 21 Abs.2 S.1 EnWG) erforderlich ist. Damit wird zugleich den europäischen Vorgaben Rechnung getragen, wonach die Lebensfähigkeit der Netze gewährleistet sein muss (Art. 59 Abs. 7 a RL 2019/944). Dies bedeutet auch, dass die Kosten für den Zugang zu den Netzen denen eines effizienten und strukturell vergleichbaren Netzbetreibers entsprechen müssen (Art. 18 Abs. 1 VO (EU) 2019/943).

Dies gilt sowohl für Abweichungen nach unten als auch nach oben. In jedem Fall überprüft die Regulierungsbehörde, ob die Abweichung aus der Perspektive des Gesetzeszweckes (§ 21 Abs. 2 S. 1 EnWG) sachlich erforderlich ist. Wenn dies der Fall ist, so korrigiert die Regulierungsbehörde im Sinne einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals den Durchschnittzinssatz der Jahre 1995-2005, der als Benchmark wirkt, nach oben oder nach unten.

Die Durchschnittsumlaufsrendite der Jahre 1995-2005 wurde, mit gewissen, leichten Abweichungen für die Zukunft, der Strom/GasNEV objektiv im Jahre 2005 zugrunde gelegt. Im Zusammenwirken mit dem Risikozuschlag, dessen Berechnungsweise durch die BNetzA, bestätigt durch Entschluss des BGH vom 11.12.2018 (EnVR 48/17) sachlich zutreffend entwickelt wurde, entstand auf diese Weise eine durchschnittliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals, die den Anreiz in Energienetze zu investieren angemessen, wettbewerbsfähig und risikoorientiert verwirklichte. Auf diese Weise sorgte die Verordnung zunächst dafür, dass ein hinreichender und zugleich angemessener Anreiz bestand, in deutsche Energienetze zu investieren.

Sachgründe, die eine Abweichung von der durchschnittlichen Umlaufsrendite der Jahre 1995-2005 zuzüglich eines angemessenen Risikozuschlags rechtfertigen könnten, können sich insbesondere aus europa- oder weltweit sinkenden oder steigenden Zinssätzen für das eingesetzte Kapital bei (international) tätigen Netzbetreibern oder vergleichbaren Unternehmen ergeben. Sachgründe können sich aber auch aus netzpolitischen Maßnahmen herleiten, etwa aus der Stilllegung von Gasnetzen zum Jahr 2050. Eine solche Maßnahme würde sich auf die EK-Verzinsung eines Gasnetzbetreibers, zur Vermeidung eines Stranded-Investments, erheblich auswirken können.