

**Replik zur Stellungnahme von Prof. Richard Stehle, Ph.D. vom 17.03.2011  
zu unserem Gutachten**

**„Differenzierung von Zinssätzen zur Kapitalkostenermittlung  
regulierter Telekommunikationsvorleistungsprodukte“**

erstellt im Auftrag des  
Verbands der Anbieter von Telekommunikations-  
und Mehrwertdiensten (VATM) e.V.

von

Prof. Dr. Gunther Friedl  
Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Ulrich Küpper

München, 20. April 2011

## **1. Unser Gutachten vom 09.02.2011 und die Stellungnahme von Prof. Stehle**

Die beiden zentralen Anliegen unseres Gutachtens bestanden darin,

- die Notwendigkeit einer leistungsspezifischen Berücksichtigung von Risiken aufzuzeigen, ohne die eine Erreichung der Regulierungsziele nicht möglich ist und
- eine Methode vorzuschlagen, mit der diese leistungsspezifischen Risiken kategorisiert und quantifiziert werden können.

In seiner Stellungnahme geht Prof. Stehle auf beide Aspekte ausführlich ein. Wir werten seine Stellungnahme in weiten Teilen als Bestätigung unseres Vorgehens. Auf die wesentlichen der von ihm angesprochenen Punkte gehen wir im Folgenden ausführlicher ein.

## **2. Notwendigkeit einer leistungsspezifischen Differenzierung der Risiken.**

Prof. Stehle stimmt dem wichtigsten Punkt unseres Gutachtens in seiner Stellungnahme ausdrücklich zu. Auch er ist der Auffassung, dass bei der „Festlegung der angemessenen Verzinsung des eingesetzten Kapitals die leistungsspezifischen Risiken nach Möglichkeit berücksichtigt werden sollten“ (S. 5 seiner Stellungnahme). Damit folgt er unserer Analyse. Dies läuft darauf hinaus, dass auch in seinem Sinn die im TK-Gesetz festgeschriebene „kann“-Bestimmung zwar einen Ermessensspielraum eröffnet, dieser jedoch durch die sachlich begründete Notwendigkeit einer Differenzierung faktisch eingeschränkt wird. Dies gilt insbesondere für die Entgeltregulierung der TAL.

## **3. Gegensatz zwischen konzeptionell-theoretisch begründetem und objektiv messbarem Zinssatz**

Prof. Stehle stimmt der Notwendigkeit einer Differenzierung zu, hält sie aber für zu „schwierig“ und vertraut nur auf objektiv messbare Marktdaten. Damit wird das Ergebnis zwar anhand empirischer Daten belegt (und erscheint dadurch gerichtlich gut nachprüfbar), ist jedoch konzeptionell mit hoher Wahrscheinlichkeit falsch. Wir

sind der Auffassung, dass die beiden Anforderungen der Richtigkeit und der Objektivität bei der Ermittlung des Zinssatzes eine Rolle spielen müssen. Diskutieren lässt sich über deren Gewichtung. Ein objektiv zwar messbarer, aber offensichtlich falscher Durchschnittzinssatz kann jedenfalls nicht die Basis für eine Entgeltregulierung einer Einzelleistung sein, die vom Durchschnitt aller Leistungen in erheblicher Weise abweicht.

#### **4. Methodischer Bruch bei Stehle: Einheitlicher Zinssatz für Festnetz und Mobilfunk aus Marktdaten – mit Plausibilitätsdaten „gegriffener“ differenzierter Zinssatz für Glasfaserbereich**

Prof. Stehle stimmt uns ausdrücklich zu, dass er bei der Berechnung des Glasfaserbetas einen methodischen Bruch begangen hat. Dabei wählt er ein Vorgehen, das er an anderer Stelle uns als unzulässig vorwirft. Bei seinen Plausibilitätsüberlegungen zum Risiko des Glasfaserbereichs unterscheidet er nicht zwischen systematischen und unsystematischen Risiken. Seine Peergroup ist im Hinblick auf die ökonomischen Merkmale des Glasfaserausbaus deutlich weniger nachvollziehbar als unsere Peergroup, die wir für den TAL-Bereich verwenden.

Sein Vorgehen, das als vereinfachte Anwendung unseres Konzepts interpretiert werden kann, wird von ihm als methodischer Bruch akzeptiert, in seiner Stellungnahme aber als „kleiner“ Bruch heruntergespielt und mit der Bitte verbunden, baldmöglichst belastbare Marktdaten zu verwenden. Auch wenn sich sein Vorschlag nur auf einen Übergangszeitraum beziehen soll, steht er in klarem Gegensatz zu der ansonsten von Stehle vertretenen Auffassung der alleinigen Orientierung an Marktdaten. Zudem geht es um einen wichtigen Marktbereich. Offensichtlich ist Stehle bereit, seine grundsätzlich vertretene Konzeption zu durchbrechen, wenn und solange keine belastbaren Marktdaten vorliegen.

Demgegenüber enthält unser Konzept einer Kombination von Marktdaten mit konzeptionell-theoretisch begründeten Überlegungen keinen Bruch. Es trägt vielmehr der Tatsache Rechnung, dass sich aus Marktdaten keine differenzierten Zinssätze objektiv ableiten lassen, wenn die relevanten Unternehmungen ein Produktportfolio anbieten. Nach unserer Auffassung kann man in einem solchen Fall die Festlegung

eines Zinssatzes nicht nur an der objektiven Messbarkeit von Daten festmachen, sondern muss die theoretisch-konzeptionellen Argumente ebenso wichtig nehmen. Da differenzierte Zinssätze (auch entsprechend Punkt 2 nach der Meinung von Stehle) sachlich geboten sind, diese aber nicht eindeutig aus Marktdaten herleitbar sind, muss man eine wie von uns vorgeschlagene Ermittlungsmethode anwenden – wie dies Stehle für den Glasfaserbereich ebenfalls vorschlägt.

#### **5. Abhängigkeit konzeptionell begründeter Ansätze von Zeitpunkt der (objektiven) Messbarkeit?**

Die von uns als wichtig erachtete unternehmensspezifische Differenzierung von Risiken hält Prof. Stehle ebenfalls für richtig. Allerdings will er eine entsprechende Empfehlung erst zu einem späteren Zeitpunkt machen (vgl. S. 19 seiner Stellungnahme), nämlich, wenn entsprechende Marktdaten vorliegen. Es verwundert, dass dieses Argument für den Glasfaserbereich nicht gelten soll. Hier schlägt er trotz fehlender Marktdaten eine sofortige Verwendung eines leistungsspezifischen Zinssatzes auf Basis von Plausibilitätsüberlegungen vor. Auch dies ist ein Bruch in der Argumentation. Unserer Auffassung nach (und der von Prof. Stehle für den Glasfaserbereich) müssen Ansprüche an die Objektivität des Verfahrens und die Messbarkeit der Daten am Markt reduziert werden, wenn dafür die konzeptionell-theoretische Richtigkeit deutlich erhöht wird. Die Übergewichtung der Messbarkeit aus Marktdaten muss zu fehlerhaften Resultaten führen.

#### **6. „Differenz“-Methode der Kombination von Marktdaten mit systematisch begründetem Vorgehen**

Die von uns entwickelte „Differenz“-Methode zur Ermittlung von spezifischen Zinsen wird von Prof. Stehle offensichtlich grundsätzlich akzeptiert. Sonst hätte er kaum in entsprechender Weise einen spezifischen Zinssatz für den Glasfaserausbau abgeleitet.

## **7. Differenzierte Zinssätze für Festnetz und Mobilfunk**

Auch Prof. Stehle sieht nun entsprechend unseres Gutachtens explizit unterschiedliche Risiken im Festnetz- und Mobilfunkbereich. Unter Verweis auf die unterschiedlichen Eigenkapitalquoten von Festnetz- und Mobilfunkanbietern schreibt er, dass das „nicht diversifizierbare Risiko [von Festnetzanbietern] niedriger ist“ (S. 9 seiner Stellungnahme). Dies sei jedenfalls ein wichtiger Grund für unterschiedliche Eigenkapitalquoten. Daher verwundert auch nicht, dass er in seiner Stellungnahme nun selbst unterschiedliche Betawerte für Festnetz und Mobilfunk berechnet. Dabei weicht er im Detail von unserem Vorgehen ab. Er folgt zwar unserer Schätzung der Assetbetas (vgl. S. 8), fordert aber bei der Ermittlung der Branchen-Assetbetas eine Berücksichtigung der unterschiedlichen Eigenkapitalquoten für Festnetz- und Mobilfunkanbieter, die er mit unterschiedlichen Risiken begründet.

Wir haben damals eine einheitliche Eigenkapitalquote verwendet, weil Prof. Stehle in seinem ursprünglichen Gutachten selbst von einem „Scheinzusammenhang“ gesprochen hat. Wir stimmen ihm aber ausdrücklich zu, dass die Verwendung von branchenspezifischen Eigenkapitalquoten das fundiertere Vorgehen ist. Die entsprechenden Berechnungen führt er in seiner Stellungnahme selbst durch und errechnet auf dieser Basis unterschiedliche Branchen-Assetbetas für Festnetz und Mobilfunk, die allerdings keine so starke Spreizung aufweisen, wie in unserem Gutachten. Insgesamt ist die Stellungnahme von Stehle als weiterer Beleg zu werten, dass eine leistungsspezifische Berücksichtigung von Risiken für den Festnetz- und Mobilfunkbereich möglich und notwendig ist.

## **8. Unterscheidung von unterschiedlichen Risiken innerhalb des Festnetzes**

Prof. Stehle selbst nimmt eine leistungsspezifische Differenzierung von Risiken im Festnetzgeschäft vor, indem er zwischen Glasfaserausbau und übrigen Festnetzaktivitäten unterscheidet. Er folgt allerdings nicht unserem Vorgehen, zusätzlich das Risiko der TAL zu differenzieren. Auch das begründet er im Wesentlichen mit Argumenten der Messbarkeit. Konkret kritisiert er die von uns verwendete Peer-Group von börsennotierten britischen Versorgern. Eines seiner zentralen Argumente ist, dass sich die Betas dieser Peer-Group anders entwickeln

als die Betas des Festnetzanbieters BT. Das überrascht kaum, da die TAL nur ein Teil des Geschäfts eines Festnetzanbieters ist, und die anderen Geschäfte (z.B. Glasfaserausbau) offenbar andere Risiken aufweisen. Wir sind der Auffassung, dass unsere Peer-Group eine höhere ökonomische Passgenauigkeit zu den Risiken der TAL aufweist als ein Durchschnittsbeta von europäischen Telekommunikationsunternehmen. Denn letzteres enthält beispielsweise Risiken aus dem Glasfaserausbau und dem Mobilfunkgeschäft, die teilweise deutlich höher sind als die Risiken der TAL. Dies haben wir in unserem Gutachten ausführlich begründet. Dagegen dürften sowohl das Gesamt- als auch das nicht diversifizierbare Risiko von Versorgern dem Risiko der TAL stärker ähneln, da diese Unternehmen ebenfalls ein Grundversorgungsprodukt anbieten und sie über ein natürliches Monopol verfügen. Darüber hinaus unterliegen sie einer vergleichbaren Regulierung.

#### **9. Geringeres systematisches Risiko der TAL**

In unserer Risikoanalyse haben wir auf eine Unterscheidung von systematischen und nicht systematischen Risiken verzichtet. Unsere Aussagen gelten aber nicht nur für die Gesamtrisiken, sondern auch für die systematischen Risiken. Eine höhere Wettbewerbsintensität kann nicht nur zu Marktanteilsverschiebungen führen (das wäre entsprechend der Stellungnahme von Stehle, S. 16, ein diversifizierbares Risiko). Sie führt auch zu einem erhöhten Risiko von Preiskämpfen, die eine ganze Branche betreffen (das ist ein nicht-diversifizierbares, systematisches Risiko). Die TAL dagegen wird auch in Zukunft kaum dem Wettbewerb ausgesetzt sein.

#### **10. Marktrisiko als Aggregat der verschiedenen Geschäftsbereichsrisiken einer Unternehmung**

Ein für die Ermittlung des Betas der TAL zentrales Argument unseres Gutachten greift Prof. Stehle in seiner Stellungnahme überhaupt nicht auf. Das am Kapitalmarkt ablesbare Risiko ergibt sich aus der Aggregation der verschiedenen Geschäftsbereichsrisiken einer Unternehmung. Also muss bei feststellbarem oder plausibel festgelegtem höherem Risiko in einem Bereich (z. B. Glasfaserausbau) das Risiko anderer Bereiche (z.B. der TAL) eben unter dem Gesamtrisiko liegen. Eine wichtige Konsequenz seiner Überlegung für den Glasfaserbereich, die bislang noch

nicht berücksichtigt wurde, ist daher, dass die Verwendung eines Betas von 1,3 für den Glasfaserausbau in jedem Fall das Beta für die übrigen Geschäftsaktivitäten eines Telekommunikationsanbieters unter den beobachtbaren Wert von 0,78 senken muss.

Die Neuheit des Geschäfts kann dem jedenfalls nicht entgegengehalten werden, da nicht das Alter oder das aktuelle Umsatzvolumen des Geschäfts entscheidend sind, sondern vielmehr die Erwartungen der Investoren über die künftige Bedeutung und die künftigen Einzahlungsüberschüsse dieses Geschäfts. Je höher diese Erwartungen sind, desto stärker muss der entsprechende Betawert bei der Berechnung des Gesamtbetas einfließen und desto stärker senkt er das Beta der übrigen Aktivitäten. Es ist davon auszugehen, dass der geplante Glasfaserausbau und die daraus zu erwartenden Einzahlungsüberschüsse in der Einschätzung von Investoren eine erhebliche Rolle spielen. Das Beta von 1,3 für den Glasfaserausbau muss daher bei der Ermittlung des Betas für die übrigen Festnetzaktivitäten eine dementsprechende wichtige Rolle spielen.

