



Deutsche Telekom AG
Postfach 20 00, 53105 Bonn

Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas,
Telekommunikation, Post und Eisenbahnen
BK3
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

Referenzen GPRA-PRP37
Ansprechpartner Astrid Karabek-Broich
Durchwahl +49 228 181 63109
Datum 05.08.2020
Betrifft **BK3c-20/013, Stellungnahme im Rahmen der nationalen Konsultation**
- keine Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse

Sehr geehrter Herr Wilmsmann,
sehr geehrte Damen und Herren,

mit der Veröffentlichung des Konsultationsentwurfs in diesem Verfahren hat BNetzA auch den Entwurf für eine neue Berechnung des kalkulatorischen Zinssatzes (im Folgenden mit „WACC“ bezeichnet) veröffentlicht. Da dies eine wichtige Weichenstellung auch für nachfolgende Entgeltgenehmigungsverfahren darstellt, möchten wir hierzu ausführlicher Stellung nehmen.

Zentrale Punkte in Kürze

Historisch stärkste Absenkung trotz „Übergangs-WACC“

In dem Konsultationsentwurf wurde der WACC zum einen auf Basis der bisher von der BNetzA angewendeten Methode, zum anderen auf Basis ihrer Interpretation der neuen Maßgaben durch die Mitteilung der Europäischen Kommission¹ berechnet und schließlich als neuer Wert für den WACC ein Wert in Höhe von 3,64% festgelegt. Dieser Wert wurde als Mittelwert aus dem bisherigen Wert (4,39%)

¹ Mitteilung der Kommission über die Berechnung der Kapitalkosten für Altinfrastrukturen im Zusammenhang mit der Prüfung nationaler Notifizierungen im Sektor der elektronischen Kommunikation in der EU durch die Kommission vom 6.11.2019.

DEUTSCHE TELEKOM AG

Hausanschrift: Service Zentrale, Friedrich-Ebert-Allee 140, 53113 Bonn | Besucheradresse: Service Zentrale, Friedrich-Ebert-Allee 140, 53113 Bonn
Postanschrift: Postfach 20 00, 53105 Bonn | Pakete: Postfach 20 00, 53105 Bonn
Telefon: +49 228 181-0 | Telefax: +49 228 181-71915 | E-Mail: info@telekom.de | Internet: www.telekom.com
Konto: Postbank Saarbrücken (BLZ 590 100 66), Kto.-Nr. 166 095 662 | IBAN: DE095 9010 0660 1660 9566 2 | SWIFT-BIC: PBNKDEFF590
Aufsichtsrat: Prof. Dr. Ulrich Lehner (Vorsitzender) | Vorstand: Timotheus Höttes (Vorsitzender), Adel Al-Saleh, Birgit Bohle, Srinivasan Gopalan, Dr. Christian P. Illek, Dr. Thomas Kremer, Thorsten Langheim, Claudia Nemat, Dr. Dirk Wössner
Handelsregister: Amtsgericht Bonn HRB 6794, Sitz der Gesellschaft Bonn | Gläubiger-ID: DE06ZZZ00000077752

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 2

und dem auf Basis der BNetzA Interpretation der Mitteilung der Europäischen Kommission berechneten Wert (2,9%) ermittelt.

Dieser Ansatz widerspricht dem Grundsatz der langfristigen wirtschaftlichen Stabilität bei der Entgeltregulierung gem. § 32 Abs. 3 Nr. 4 TKG. Wir erkennen zwar das Bestreben der BNetzA an, disruptive Absenkungen des Zinssatzes für das Jahr 2020 zu vermeiden. Allerdings ist schon die jetzt vorgenommene Absenkung um 0,75%-Punkte ausgehend vom derzeitigen Niveau des WACC disruptiv. Dies wäre mit 17% die höchste prozentuale Absenkung des WACC seit Beginn der Regulierung. Bislang haben Absenkungen nie mehr als 11% betragen. Zudem würde der dem vorliegenden Entwurf zugrundeliegende Ansatz – nach Auslaufen der Übergangsregelung in 2021 – zu einer weiteren disruptiven Absenkung führen. Dies würde insbesondere bei einigen Produkten mit mehrjährigen Genehmigungszeiträumen zwischen zwei Entgeltgenehmigungen zu eben der massiven Absenkung des Zinsniveaus führen, die es nach den Vorgaben des TKG zu vermeiden gilt.

Unverhältnismäßig niedriger WACC gefährdet Investitionen

Die BNetzA Interpretation der Mitteilung der Europäischen Kommission und die konkrete Berechnungsmethode, die zu einem Wert von 2,9% für das Jahr 2020 und einem möglicherweise nochmals niedrigeren Wert im Jahr 2021 kommen würde, führt zu einem unverhältnismäßig niedrigen WACC. Wir halten eine solche Gesamtkapitalrendite auch mit Blick auf die Investitionserfordernisse im deutschen Breitbandmarkt für nicht mehr zumutbar.

Aufgrund eines geringeren Mittelzuflusses und einer verringerten Rentabilität wird die Investitionsfähigkeit vermindert. Dies gilt auch, wenn die Berechnungsmethode aus der WACC-Mitteilung auf zukünftige Glasfaserinvestitionen nicht unmittelbar Anwendung findet. Denn eine regulatorisch erzwungene Absenkung des Preisniveaus für Produkte, die mit Kupfer-Anteilen produziert werden, wie etwa VDSL-Vectoring, vermindert die Zahlungsbereitschaft für noch höherwertige Glasfaserprodukte und verschlechtert die Möglichkeit, rentabel in Glasfaserinfrastrukturen zu investieren.

Eine so niedrige Gesamtkapitalrendite würde die Telekom zudem massiv im Vergleich zu anderen Telekommunikationsunternehmen benachteiligen, denen auf ihren Heimatmärkten teilweise erheblich höhere Gesamtkapitalrenditen zuerkannt werden. Damit kommt es zu einer Wettbewerbsverzerrung zwischen den europäischen Telekommunikationsunternehmen, die nicht zu rechtfertigen ist.

Erhebliche Inkonsistenzen der Berechnung

Die Inkonsistenzen der Berechnung auf Basis der WACC-Mitteilung werden dadurch verursacht, dass nahezu durchgängig europäische Durchschnitte oder Durchschnitts einer europäischen Peer-Group gebildet werden und diese Durchschnittswerte dann mit einem rein national ermittelten risikolosen Zins

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 3

kombiniert werden, der jeweils aus der Rendite der nationalen Staatsanleihen ermittelt wird. Hieraus ergeben sich erhebliche Differenzen zwischen den europäischen Netzbetreibern und eine Benachteiligung für die Deutsche Telekom, da deutsche Staatsanleihen in der zugrunde gelegten 5-Jahresbetrachtung nur noch knapp positiv rentieren und die Rendite bald womöglich auch in der 5-Jahresberachtung negativ sein wird. Deutsche Bundesanleihen haben die niedrigste Rendite aller Staatsanleihen in der EU.

Statt auf den risikolosen Zins deutscher Staatsanleihen könnte die BNetzA auf einen EU-Durchschnitt der Staatsanleihen oder zumindest einen Durchschnitt der Eurozone zurückgreifen. Dies wäre zu den Berechnungen der übrigen Parameter konsistent und würde dem Umstand Rechnung tragen, dass es einen integrierten europäischen Kapitalmarkt gibt und in der Euro-Zone Anleger kein Währungsrisiko tragen müssen.

Inkonsistenz führt zur Wettbewerbsverzerrung

Die Berechnungsmethode, die die BNetzA aus der WACC-Mitteilung ableitet, leidet unter schwerwiegenden Inkonsistenzen und benachteiligt die Deutsche Telekom gegenüber anderen europäischen Telekommunikationsunternehmen erheblich. Die Methode schafft kein Level-Playing-Field, sondern führt zu erheblichen Wettbewerbsverzerrungen.

Der risikolose Zins ist für die Bestimmung der Gesamtkapitalverzinsung (WACC) ein wesentlicher Summand, da er sowohl bei dem Fremdkapital als auch bei dem Eigenkapital in Ansatz gebracht wird. Der von der BNetzA angesetzte Zins für das Fremdkapital besteht aus der Summe von nationalem risikolosen Zins und dem Durchschnitt des Spreads der europäischen Unternehmen der Peer-Group. Der für das Eigenkapital angesetzte Wert ergibt sich aus der Summe von nationalem risikolosen Zins und dem Produkt aus Europa-durchschnittlicher Marktrisikoprämie und Europa-durchschnittlichem Beta-Faktor.

Zu welchen Inkonsistenzen und Wettbewerbsverfälschungen der gewählte Ansatz führt, zeigt ein Vergleich der Zinssätze, die die BNetzA für die Telekom berechnet hat, mit dem Zins, der sich auf der Basis des Verständnisses der BNetzA und der Daten von GEREK für Telefonica ergäbe. Sowohl Telekom als auch Telefonica sind international tätige Unternehmen, die nur rd. 50% ihres Umsatzes in der EU erzielen und die jeweils deutlich unter 50% auf den jeweiligen Heimatmärkten erzielen. Beide Unternehmen verfügen aktuell bei S&P über ein „BBB“-Rating², sind also etwa gleich solvent bzw. risikoreich anzusehen.

Telefonica als Emittent mit gleichem Rating von €-Unternehmensanleihen mit einem von Renditeabstand von 0,27% zur Telekom auf Basis der von GEREK berechneten Fremdkapitalkosten

² Für die Deutsche Telekom weisen GEREK und BNetzA noch ein Rating von BBB+ aus. Dies ist nicht mehr aktuell.

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 4

bekäme bei der von der BNetzA angewendeten Methode mit einem um 1,23% höherem Fremdkapitalzins fast doppelt so hohe Fremdkapital Zinsen anerkannt wie die Telekom. Das zeigt die systematische Fehlerhaftigkeit des Ansatzes, einerseits mit europäischen Durchschnitten, andererseits mit nationalen risikolosen Zinssätzen zu rechnen.

Etwas ähnliches ergibt sich für den Eigenkapitalzinssatz. Hier kombiniert die BNetzA einen EU-Durchschnitt des Beta-Faktors mit einem EU-Durchschnitt des Equity-Risk-Premiums und addiert den nationalen risikolosen Zins. Auch hier zeigt ein Vergleich der Werte von Telekom und Telefonica, welche Auswirkungen die Kombination von Mittelbildungen einerseits und reinen nationalen Werten andererseits hat.

Diese Vorgehensweise würde bei ähnlichen internationalen Konzernen wie Telefonica und Deutsche Telekom, die über ein identisches Rating verfügen (Telefonica BBB und Deutsche Telekom BBB, im GEREK-Report noch BBB+) zu stark divergierenden Eigenkapitalzinssätzen führen, nur weil das Rating des Bundes als Schuldner mit AAA deutlich besser ist als das des spanischen Staates mit A. Dies würde bei Telefonica zu einer um 1,13 Prozentpunkte höheren Eigenkapitalrendite führen, was eine knapp um ein Fünftel höhere Eigenkapitalverzinsung bedeutet, obwohl beide Unternehmen Zugang zum internationalen Kapitalmarkt haben.

BNetzA an Mitteilung der Kommission nicht gebunden

Die BNetzA wird durch die Mitteilung der Kommission nicht gehindert, auch für den risikofreien Zins einen europäischen Mittelwert anzusetzen und damit zu einem stabilen WACC zu gelangen, da die Mitteilung insoweit keine eindeutige Festlegung enthält. Zudem ist die Mitteilung kein Rechtsakt und entfaltet damit keinerlei Bindungswirkung. Selbst wenn die Kommission sich im Verfahren nach Art. 7 Rahmenrichtlinie auf die Mitteilung beruft, kann sich die BNetzA entscheiden, einer solchen Stellungnahme jedenfalls aus den Gründen des Einzelfalls, insbesondere aus nationalen Besonderheiten, nicht zu folgen. Ein Veto hat die Kommission nicht.

Anpassungsbedarf für den Konsultationsentwurf

Wir fordern die Bundesnetzagentur auf, in ihrer finalen Entscheidung eine Berechnungsmethode für den WACC zu wählen, die den Stabilitätsvorgaben des TKG auch perspektivisch gerecht wird, eine ausreichende Kapitalrendite gewährt, die Investitionen im deutschen Breitbandmarkt nicht gefährdet und keine Wettbewerbsverzerrungen schafft. Dies sollte durch eine Interpretation der WACC-Mitteilung der EU-Kommission in Einklang mit den Regulierungszielen erreicht werden. Konkret muss hierzu bei Verwendung europäischer Mittelwerte zwingend auch der risikofreie Zins konsistent auf einem europäischen Mittelwert basieren. Dies werden wir im Folgenden detaillierter darstellen. Sollte die Behörde einer solchen Interpretation nicht folgen, so muss jedenfalls ein disruptives Absinken in Abweichung von der Mitteilung auf Grundlage nationaler Besonderheiten verhindert werden.

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 5

Dazu im Einzelnen:

1. Fehlende Verbindlichkeit der Mitteilung

Bei der Mitteilung der Kommission und erst recht bei dem Report von GEREK handelt es sich um keine Rechtsakte im Sinne des Art. 288 AEUV. Es handelt sich auch nicht um eine Empfehlung im Sinne von Art. 19 Abs. 1 Rahmenrichtlinie oder um eine Stellungnahme im Sinne von Art. 7 Abs. 5 Rahmenrichtlinie. Die Mitteilung der Kommission ist daher rechtlich unverbindlich. Dies wird auch in der Pressemitteilung von GEREK und dem Staff Working Document der Kommission betont.

Die Kommission charakterisiert ihre Mitteilung in Rz. 1 als „Bezugswert bei der Prüfung von Maßnahmenentwürfen“, damit geht die Kommission selbst davon aus, dass es sich um kein rechtlich bindendes Dokument handelt.

Dies gilt erst recht für die Parameter, die GEREK ermittelt. Sie haben ihre Grundlage in Ziff. 7 der Mitteilung. Dort wird ausdrücklich von einer Schätzung der Parameter durch GEREK gesprochen, die den nationalen Regulierungsbehörden die regelmäßigen WACC-Überprüfungen wie auch die Überprüfung der betreffenden Mitteilung durch die Kommission erheblich erleichtern sollen. Von einer Verbindlichkeit der ermittelten Parameter kann daher keine Rede sein.

Gleichwohl ist die Mitteilung natürlich für den Prozess des Konsolidierungsverfahrens von Bedeutung, da sie die Kommission bei der Prüfung von Maßnahmenentwürfen heranziehen wird. Sie macht allerdings eine Betrachtung der Umstände des Einzelfalls durch die nationale Regulierungsbehörde, insbesondere auch nationaler Besonderheiten, keinesfalls entbehrlich. Dort wo Abweichungen von Empfehlungen und Stellungnahmen der Kommission zulässig und geboten sind, gilt dies erst recht für Abweichungen von einer Mitteilung.

Bereits 2007 hat das EuG (Urt. vom 12.12.2007, T-109/06) zu dem Verfahren nach Art. 7 Rahmenrichtlinie klargestellt, dass der Kommission insoweit nur eine „beratende Rolle“ zukommt (Rz. 97). Ihre Beteiligung ist dort, wo sie über kein Veto verfügt, auf eine Anhörung beschränkt (Rz. 102). Es besteht keine Bindung an die Stellungnahme der Kommission. Vielmehr löst eine Abweichung lediglich ein Begründungserfordernis aus. Eine rechtliche Bindung der BNetzA wird also weder durch die Mitteilung noch durch eine Stellungnahme im Art. 7-Verfahren ausgelöst.

Zu dem Spannungsverhältnis, dass sich aus der Unverbindlichkeit von Empfehlungen nach Art. 288 AEUV – und erst Recht von Stellungnahmen und Mitteilungen – einerseits, und der Verpflichtung der nationalen Regulierungsbehörden aus Art. 19 Abs. 2 Rahmenrichtlinie, den Empfehlungen der Kommission weitestgehend Rechnung zu tragen hat der EuGH am Beispiel der Terminierungsempfehlung folgendes entschieden:

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 6

„Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass gemäß Art. 288 AEUV eine solche Empfehlung grundsätzlich nicht verbindlich ist. Darüber hinaus gestattet es Art. 19 Abs. 2 Unterabs. 2 der Rahmenrichtlinie den NRB ausdrücklich, von den nach Art. 19 Abs. 1 der Rahmenrichtlinie erlassenen Empfehlungen der Kommission abzuweichen, sofern sie ihr dies unter Angabe ihrer Gründe mitteilen.

Demnach ist die NRB beim Erlass einer Entscheidung, mit der sie den Betreibern aufgrund der Art. 8 und 13 der Zugangsrichtlinie Preisverpflichtungen auferlegt, nicht an die Empfehlung 2009/396 gebunden.

Insoweit ist festzustellen, dass der Gerichtshof bereits entschieden hat, dass die NRB bei der Wahrnehmung dieser hoheitlichen Funktionen über eine weitreichende Befugnis verfügen, um die Regulierungsbedürftigkeit eines Marktes in jedem Einzelfall beurteilen zu können (Urteil vom 3. Dezember 2009, Kommission/Deutschland, C-424/07, EU:C:2009:749, Rn. 61 und die dort angeführte Rechtsprechung). So verhält es sich bei der Preiskontrolle, wobei nach dem 20. Erwägungsgrund der Zugangsrichtlinie die Methode der Kostendeckung auf die Umstände abgestimmt sein und das Erfordernis berücksichtigen soll, die wirtschaftliche Effizienz und einen nachhaltigen Wettbewerb zu fördern und für die Verbraucher möglichst vorteilhaft zu sein.

Art. 19 Abs. 2 Unterabs. 2 der Rahmenrichtlinie verlangt jedoch, dass die NRB den Empfehlungen der Kommission bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben „weitestgehend Rechnung tragen“.

Erlegt die NRB Preiskontroll- und Kostenrechnungsverpflichtungen im Sinne von Art. 13 der Zugangsrichtlinie auf, hat sie daher grundsätzlich den in der Empfehlung 2009/396 gegebenen Hinweisen zu folgen. Nur wenn sie im Rahmen ihrer Beurteilung einer konkreten Situation den Eindruck hat, dass das in dieser Empfehlung empfohlene „reine Bulric“-Modell den Umständen nicht angemessen ist, kann sie unter Angabe ihrer Gründe von ihr abweichen.“ (EuGH, Urteil vom 15.09.2016, C-28-15, Rz. 34-38).

Aus dem Urteil des EuGH ergibt sich deutlich, dass die Verantwortung für die Entscheidung weiterhin allein bei der nationalen Regulierungsbehörde liegt, die prüfen muss, ob eine empfohlene Vorgehensweise „den Umständen angemessen“ ist. Eine Abweichungsbefugnis besteht nicht nur bei nationalen Besonderheiten, aber selbstverständlich insbesondere bei nationalen Besonderheiten, wie der EuGH mit Blick auf die Kontrollperspektive der nationalen Gerichte hervorgehoben hat Rz. 43).

2. Die Mitteilung der Kommission schreibt nicht zwingend nationalen risikolosen Zins fest

BNetzA schreibt auf Seite 83 des Konsultationsentwurfs, dass die Mitteilung der Kommission keinen Spielraum bezüglich der konkreten Wahl des sicheren Zinses für die nationale WACC-Ermittlung lasse. Dies ist nicht richtig. Vielmehr ist in der Mitteilung (Ziffer 34) eher weich formuliert:

„Staatsanleiherenditen spiegeln den risikofreien Zinssatz des entsprechenden Landes meistens angemessen wider. Die Kommission ist der Ansicht, dass durch die Verwendung

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 7

inländischer Staatsanleihen als Näherungswert und durch eine einheitliche Methodologie sichergestellt werden kann, dass Unterschiede bei risikofreien Zinssätzen die tatsächlichen Unterschiede bei den Finanzierungsbedingungen verschiedener Mitgliedstaaten widerspiegeln.“

Schon aus der Formulierung dieser Ziffer ergibt sich, dass die Kommission sich bewusst ist, dass dies nicht immer der Fall ist. Das Abstellen auf einen nationalen risikolosen Zins, der aus den Renditen nationaler Staatsanleihen hergeleitet wird, spiegelt dann nicht die unterschiedlichen Bedingungen auf den Finanzmärkten wieder, wenn die Renditeunterscheide auf der unterschiedlichen Bonität der verschiedenen Staaten beruhen und nicht etwa auf Unterschieden der Zentralbankpolitiken, insbesondere nicht auf unterschiedlichen Zinssätzen der Zentralbanken. Eine solche Situation ist aber unter den Bedingungen der Kapitalverkehrsfreiheit und der einheitlichen Währung zumindest im Euroraum gegeben. Daher spiegelt die besonders niedrige Rendite der Bundesanleihen im Vergleich zu anderen Staatsanleihen des Euroraums keine besonders günstige Refinanzierungssituation für deutsche Unternehmen wider, sondern ist Ausfluss der besonders hoch eingeschätzten Bonität des Bundes. Daher ist jedenfalls für Deutschland die Situation gegeben, dass die mit dem Attribut „meistens“ geschilderte Situation nicht gegeben ist.

Die BNetzA verweist für ihre Auffassung auf das „Staff Working Document“, das der Mitteilung beigegeben wurde. Bei diesem Dokument handelt es sich um kein Papier, das der Kommission als Kollegialorgan zuzurechnen wäre. Es hat damit eine noch geringere Bedeutung, als es Begründungen zu Gesetzentwürfen im deutschen Recht haben. Auch unionsrechtlich sind solche Papiere, die von den Kommissionsdienststellen verfasst werden, äußerst problematisch, weil sie nicht durch die Kommission als Kollegialorgan verabschiedet werden sowie gegen die Kompetenzen des Europäischen Parlaments, des Rates und der Mitgliedstaaten verstoßen (Ehricke, EuZW 2004, 359 ff.). Sie stellen jedenfalls keine authentische Interpretation der Empfehlung dar.

Für einen weiten Spielraum der BNetzA spricht zudem, dass die Mitteilung bezüglich des an GEREK gerichteten Auftrags in unterschiedlichen Sprachfassungen unterschiedliche Regelungen enthält. Hierbei kann das Abweichen in der deutschen Sprachfassung nicht als Übersetzungsfehler beiseitegeschoben werden, da alle Sprachfassungen gleich verbindlich sind. Vielmehr zeigen die unterschiedlichen Sprachfassungen, dass die Mitteilung keine eindeutige Aussage zur Verwendung nationaler oder europäischer risikoloser Zinssätze enthält.

Aufgrund der Unklarheit und Widersprüchlichkeit der Mitteilung sollte sich die BNetzA die restriktive Auslegung der Mitteilung nicht zu Eigen machen sondern einen Zins festlegen, der weiterhin einen Beitrag leistet, die Refinanzierungsfähigkeit und Investitionsfähigkeit der Telekom zu sichern.

3. Inkonsistenz der Kombination eines nationalen risikolosen Zins mit EU-Durchschnittsspread beim FK-Zins und Durchschnittsrisikoprämie beim EK-Zins

Zudem ist die Mitteilung in sich widersprüchlich, wenn im Zusammenhang mit der Marktrisikoprämie von einem sich jedenfalls vereinheitlichendem Kapitalmarkt ausgegangen wird, beim risikolosen Zins demgegenüber auf nationale Kapitalmärkte abgestellt werden soll.

Die Inkonsistenzen der Berechnung auf Basis der WACC-Mitteilung werden wie oben dargelegt dadurch verursacht, dass nahezu durchgängig europäische Durchschnitte oder Durchschnittswerte einer europäischen Peer-Group gebildet werden und diese Durchschnittswerte dann mit einem rein national ermittelten risikolosen Zins kombiniert werden, der jeweils aus der Rendite der nationalen Staatsanleihen ermittelt wird. Hieraus ergeben sich erhebliche Differenzen und eine Benachteiligung für die Deutsche Telekom, da deutsche Staatsanleihen in der zugrunde gelegten 5-Jahresbetrachtung nur noch knapp positiv rentieren und sich die Rendite bald womöglich auch in der 5-Jahresbetrachtung negativ ist. Deutsche Bundesanleihen haben die niedrigste Rendite aller Staatsanleihen in der EU.

Statt auf den risikolosen Zins deutscher Staatsanleihen könnte die BNetzA auf einen EU-Durchschnitt der Staatsanleihen oder zumindest einen Durchschnitt der Eurozone zurückgreifen. Dies wäre zu den Berechnungen der übrigen Parameter konsistent und würde dem Umstand Rechnung tragen, dass es einen integrierten europäischen Kapitalmarkt gibt und in der Euro-Zone Anleger kein Währungsrisiko tragen müssen.

Der risikolose Zins ist für die Bestimmung der Gesamtkapitalverzinsung (WACC) ein wesentlicher Summand, da er sowohl bei dem Fremdkapital als auch bei dem Eigenkapital in Ansatz gebracht wird. Der von der BNetzA angesetzte Zins für das Fremdkapital besteht aus der Summe von nationalem risikolosen Zins und dem Durchschnitt des Spreads der europäischen Unternehmen der Peer-Group. Der für das Eigenkapital angesetzte Wert ergibt sich aus der Summe von nationalem risikolosen Zins und dem Produkt aus europa-durchschnittlicher Marktrisikoprämie und europa-durchschnittlichem Beta-Faktor.

Zu welchen Inkonsistenzen und Wettbewerbsverfälschungen der gewählte Ansatz führt, zeigt ein Vergleich der Zinssätze, die die BNetzA für die Telekom berechnet hat, mit dem Zins, der sich auf der Basis des Verständnisses der BNetzA und der Daten von GEREK für Telefonica ergäben. Sowohl Telekom als auch Telefonica sind international tätige Unternehmen, die nur rd. 50% ihres Umsatzes in der EU erzielen und die jeweils deutlich unter 50% auf den jeweiligen Heimatmärkten erzielen. Beide Unternehmen verfügen aktuell bei S&P über ein „BBB“-Rating³, sind also etwa gleich solvent bzw. risikoreich anzusehen.

³ Für die Deutsche Telekom weisen GEREK und BNetzA noch ein Rating von BBB+ aus. Dies ist aber nicht mehr aktuell.

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 9

Bei der Bestimmung des Zinssatzes für Fremdkapital wird zunächst von der Nach-Steuer-Rendite der Anleihen des jeweiligen Unternehmens der jeweilige nationale risikolose Zins abgezogen und so der spread berechnet. Dann wird ein durchschnittlicher europäischer Spread berechnet. Anschließend wird der durchschnittliche europäische Spread zu dem nationalen risikolosen Zins addiert (Beschlussentwurf Bl. 76 f. Berec Report Bl. 25).

Für die Telekom bedeutet dies: Tatsächliche Kosten der Telekom-Anleihen nach Steuern: 1,48 %, Nationaler Risikoloser Zins 0,17%, Spread 1,31%, EU-Spread 1,24%: Anerkannter FK Zins: 1,41%, also leichte Absenkung gegenüber tatsächlichen Kosten.

Für Telefonica bedeutet dies: Tatsächliche Kosten der Telefonica-Anleihen nach Steuern: 1,75 %, Nationaler Risikoloser Zins 1,30%, Spread 0,45%, EU-Spread 1,24%: Anzuerkennender FK Zins (EU-Spread plus nationaler risikoloser Zins: 2,54 %. Telefonica als gleich gearteter Emittent von €-Unternehmensanleihen mit einem Renditeabstand von 0,27% zur Telekom bekäme mit einem um 1,23% höherem Fremdkapitalzins fast doppelt so hohe FK Zinsen anerkannt wie die Telekom. Das zeigt die systematische Fehlerhaftigkeit des Ansatzes, einerseits mit europäischen Durchschnitten, andererseits mit nationalen risikolosen Zinssätzen zu rechnen.

Etwas ähnliches ergibt sich für den Eigenkapitalzinssatz. Hier kombiniert die BNetzA einen EU-Durchschnitt des Beta-Faktors mit einem EU-Durchschnitt des Equity-Risk-Premiums und addiert den nationalen risikolosen Zins. Auch hier zeigt ein Vergleich der Werte von Telekom und Telefonica, welche Auswirkungen die Kombination von Mittelbildungen einerseits und reinen nationalen Werten andererseits hat.

Für die Telekom ergibt sich folgendes: Nationales ERP 8,2%, nationaler risikofreier Zins 0,17%, Beta-Faktor 0,91. EU-ERP 5,31 % und EU-Beta 0,88. Hieraus folgt nach der Vorgehensweise, die nationale Werte und EU-Durchschnitte mischt, ein EK-Zinssatz von 4,82% nach Steuern. Würde man rein mit den nationalen Zahlen rechnen, ergäbe sich ein Satz von 7,63% (vgl. Szenario 5 auf Blatt 13), unter Berücksichtigung des durchschnittlichen risikolosen Zinssatzes von 1,35% ein Satz von 6,02% (vgl. Szenario 3 auf Blatt 13).

Für Telefonica ergibt sich folgendes: Nationales ERP 3,5%, nationaler risikofreier Zins 1,30%, Beta-Faktor 1,07, EU-ERP 5,31%, EU-Beta 0,88. Auf nationale Werte gerechnet ergäbe sich ein Zinssatz von 4,91%, nach der Vorgehensweise der BNetzA von 5,97%. Ein Abstellen auf den EU-Durchschnitt des risikolosen Zinses würde zu einem FK-Zinssatz von 6,02% führen.

Hier zeigt sich, dass das durchgängige Abstellen auf Durchschnittswerte zu sinnvollen und wettbewerbsneutralen Ergebnissen führt.

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 10

Zusammenfassend ist für den EK-Zins festzuhalten:

Diese Vorgehensweise würde bei ähnlich internationalen Konzernen, die weniger als die Hälfte ihres Umsatzes auf den Heimatmärkten umsetzen, wie Telefonica und Deutsche Telekom, die über ein identisches Rating verfügen (Telefonica BBB und Deutsche Telekom BBB, im Berc-Report noch BBB+) zu stark divergierenden Eigenkapitalzinssätzen führen, nur weil das Rating des Bundes als Schuldner mit AAA deutlich besser ist als des spanischen Staates mit A. Dies würde bei Telefonica zu einer um 1,13 Prozentpunkte höheren Eigenkapitalrendite führen, was eine knapp um ein Fünftel höhere Eigenkapitalverzinsung bedeutet, obwohl beide Unternehmen Zugang zum internationalen Kapitalmarkt haben.

Soweit die Beschlusskammer ausführt, dass ein unionsweit gebildeter Zins zu einer Verzerrung des Investitionsumfeldes führen würde, ist dieser Einwand nicht berechtigt. Er beruht auf der unzutreffenden Prämisse, dass in Ländern mit niedrigerer Bonität des Staates die Investitionen risikobehafteter wären bzw der Kapitalmarkt die Investition in in diesen Ländern tätige Unternehmen als risikobehafteter ansehen würde. Dies wird aber dadurch widerlegt, dass kein Zusammenhang zwischen dem Rating des jeweiligen Sitzstaates und des jeweiligen Unternehmens besteht. So verfügt der Bund über ein besseres Rating als der belgische Staat, Proximus aber über ein besseres Rating als die Deutsche Telekom.

Zudem ist zu berücksichtigen, dass die nationalen Regulierungsbehörden den Umständen des Einzelfalls Rechnung tragen müssen. Sie müssen daher nicht einheitlich vorgehen. Dabei sollen Sie auch berücksichtigen, wenn in Einzelfällen weniger stark integrierte Kapitalmärkte vorliegen, wie das insbesondere bei den Staaten außerhalb der Euro-Zone der Fall sein kann. In diesen Staaten wird die Zinspolitik nämlich nicht unmittelbar durch die EZB gestaltet, sondern durch die nationalen Zentralbanken. Zudem würden Anleger Währungsrisiken in Fremdwährungen jenseits des Euro berücksichtigen. Daher können nationale Zinssätze für risikolose Zinsen etwa in Staaten außerhalb der Eurozone angemessen sein. Hierüber zu entscheiden ist Aufgabe der jeweiligen nationalen Regulierungsbehörden.

Schließlich führt das Abstellen auf nationale risikofreie Zinsen zu stark abweichenden Bestimmungen des WACC in den einzelnen Mitgliedstaaten eine Zielrichtung der Mitteilung, über eine Angleichung der Methode auch eine Angleichung der WACC zu erreichen, würde gerade nicht erreicht. Die Differenzen werden wahrscheinlich eher größer werden.

4. Freiräume für die Ermittlung von Parametern auf Basis der GEREK Berechnungen ungenutzt – fehlende Konsequenz der Vorgehensweise der BNetzA

Die Mitteilung sieht zwar grundsätzlich nur für einen Parameter – nämlich die Marktrisikoprämie - die Verwendung eines EU-weit einheitlichen Wertes vor, gibt den nationalen Regulierungsbehörden aber auch die Möglichkeit, auf Basis der von GEREK ermittelten nationalen Werte auch auf europäische Durchschnittswerte abzustellen. Wenn die BNetzA außer beim risikolosen Zins auf europäische Durchschnittswerte abstellt, wählt sie damit jeweils die für die Telekom ungünstigste Variante und verfehlt damit auch die unternehmensindividuelle Betrachtungsweise nach § 32 Abs. 3 Nr. 1 und 2 TKG.

Die BNetzA nutzt diese Spielräume auch bei der Ermittlung des Beta-Wertes, des Eigenkapitalanteils, des Fremdkapitalanteils sowie der Risikoprämie für das Fremdkapital. Auch hier hat GEREK selbst keinen europäischen Wert berechnet, sondern jeweils Einzelwerte für die einzelnen Unternehmen berechnet. Die von der BNetzA in ihrer Berechnung „WACC nach Mitteilung der EU-Kommission“ verwendeten Werte für das Beta, den Eigenkapitalanteil, den Fremdkapitalanteil und die Risikoprämie des Fremdkapitals sind von BNetzA als Mittelwerte über die verschiedenen von GEREK jeweils einzeln ermittelten nationalen Werte ermittelt worden. Auch hier hatte GEREK nicht selbst einen europäischen Wert ermittelt, sondern jeweils nationale Werte ermittelt. BNetzA hat hier jedoch bewusst nicht auf die von GEREK ermittelten nationalen Werte abgestellt, sondern auf Basis der von GEREK berechneten Werte selbst einen Durchschnittswert abgeleitet und für die Berechnung des WACC in Deutschland verwendet. BNetzA würde, wenn sie einen Mittelwert über die einzelnen nationalen Werte für den sicheren Zins ermittelt, also konsequent den Ansatz einer europäischen Betrachtung verfolgen.

Würde BNetzA die von GEREK ermittelten Werte übernehmen, ohne aus diesen europäische Durchschnittswerte abzuleiten, würde sie auch für den Beta-Wert, den Eigenkapitalanteil, den Fremdkapitalanteil und den Risikoaufschlag für das Fremdkapital die von GEREK für die Deutsche Telekom ermittelten Werte übernehmen. GEREK Berechnungen weisen für die Deutsche Telekom ein Beta von 0,91, einen Fremdkapitalanteil von 42,57%, einen Eigenkapitalanteil von 57,43% und eine Risikoprämie für das Fremdkapital von 1,48% aus. In Kombination mit dem von GEREK für Deutschland ermittelten Wert für den sicheren Zins in Höhe von 0,17% ergäbe sich dadurch jedoch ein WACC nach Mitteilung der EU-Kommission in Höhe von **3,04%** statt der von BNetzA ausgewiesenen 2,9%. Für die Berechnung des Übergangs-WACC ergäbe sich dann ein Wert von **3,72%** (statt 3,64%). Dabei missachtet die BNetzA zudem, dass nach § 32 Abs. 3 Nr. 1 TKG zwingend die Kapitalstruktur des regulierten Unternehmens zugrunde zu legen ist und zudem der Verweis auf die Bewertung des regulierten Unternehmens auf den Märkten die Anwendung des Beta-Faktors der Telekom fordert.

Würde BNetzA jedoch konsequenterweise ihren Ansatz europäischer Durchschnittswertbildung auf Basis der GEREK Daten auch auf den sicheren Zins anwenden, so ergäbe sich ein sicherer Zins in Höhe

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 12

von 1,35%, wenn auch hier eine größengewichtete⁴ Durchschnittsbetrachtung angewendet wird. Im Ergebnis ergäbe sich dadurch ein WACC in Höhe von **4,46%**. Ein Übergangs-WACC wäre hier nicht mehr erforderlich, da sich nur eine sehr geringe Abweichung zum Vorjahres-WACC (4,39%) ergäbe.

Die Mitteilung der Europäischen Kommission macht keine Vorgaben, wie nationale Regulierungsbehörden Durchschnittswerte berechnen sollen. Von daher haben Regulierungsbehörden auch hier Spielräume. BNetzA hat den Ansatz einer gewichteten Durchschnittsbildung gewählt. In dem Gutachten von Warth&Klein (2019), das wir im Rahmen von Entgeltverfahren im Jahr 2019 der BNetzA vorgelegt hatten, empfahlen die Gutachter die Verwendung eines einfachen arithmetischen Mittels an Stelle einer gewichteten Durchschnittsbildung. Wendet man nun eine einfache arithmetische Durchschnittsbildung an Stelle einer gewichteten Durchschnittsbildung sowohl für den Beta-Wert, die Kapitalanteile und die Risikoprämie des Fremdkapitals als auch für den sicheren Zins so ergeben sich wieder andere Werte, wie in der folgenden Tabelle dargestellt. Im Ergebnis würde der WACC bei **4,89%** liegen. Auch in diesem Fall wäre die Bildung eines Übergangs-WACC nicht erforderlich.

In Szenario 5 erfolgt die Kalkulation auf Basis der GEREK Werte, die für Deutschland und die Deutsche Telekom ermittelt wurden. Hier wird auch die für Deutschland ermittelte Marktrisikoprämie in Höhe von 8,2% verwendet. Dies führt im Ergebnis zu einem WACC von 5,4%.

Die folgende Tabelle zeigt eine Übersicht der verschiedenen Berechnungsvarianten, die auf der Mitteilung der Europäischen Kommission und der einheitlichen Berechnungsmethode von GEREK basieren.

⁴ Wir haben für die Berechnung von Gewichten den Bevölkerungsanteil des jeweiligen Landes auf Basis der Eurostat Bevölkerungsstatistik berechnet.

	2020	2020	2020	2020	2020
	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3	Szenario 4	Szenario 5
	Konsultationse- ntwurf vom 22.7.2020 S. 77	GEREK Werte ohne Durch- schnittsbildung (außer ERP)	GEREK Werte gewicht. Durch- schnittsbildung	GEREK Werte arithm. Durch- schnittsbildung	GEREK Werte ohne Durch- schnittsbildung (inkl. ERP)
Beta	0,88	0,91	0,88	0,79	0,91
x ERP (Equity risk premium)	5,31%	5,31%	5,31%	5,31%	8,20%
= Eigenkapital- Risikoprämie	4,65%	4,67%	4,67%	4,21%	7,46%
+ Risikoloser Zinssatz	0,17%	0,17%	1,35%	1,42%	0,17%
= Eigenkapitalkostensatz nach Steuer	4,82%	4,84%	6,02%	5,63%	7,63%
x Steuererhöhungsfaktor	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47
= Eigenkapitalkostensatz vor Steuer	7,03%	7,12%	8,85%	8,27%	11,22%
x Eigenkapitalquote	56,27%	57,43%	56,27%	63,05%	57,43%
= Gewichteter Eigenkapitalsatz vor Steuer	3,96%	4,09%	4,98%	5,21%	6,44%
Fremdkapital:					
Risikoloser Zinssatz	0,17%	0,17%	1,35%	1,42%	0,17%
+ Risikozuschlag	1,24%	1,31%	1,24%	2,16%	1,31%
= Fremdkapitalkostensatz nach Steuer	1,41%	1,48%	2,59%	3,58%	1,48%
x Steuererhöhungsfaktor	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
= Fremdkapitalkostensatz vor Steuer	1,47%	1,54%	2,69%	3,72%	1,54%
x Fremdkapitalquote	43,73%	42,57%	43,73%	36,95%	42,57%
= Gewichteter Fremdkapitalsatz vor Steuer	0,64%	0,66%	1,18%	1,38%	0,66%
Gesamtkapital:					
Gewichteter Gesamtkapitalsatz vor Steuer- nominal	4,60%	4,74%	6,16%	6,59%	7,10%
- Inflationsrate	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%
= Gewichteter Gesamtkapitalsatz vor Steuer- real	2,90%	3,04%	4,46%	4,89%	5,40%
"Übergangs-WACC"	3,64%	3,72%			
WACC 2019	4,39%				

Berechnungsvarianten im Rahmen der Mitteilung der Europäischen Kommission und auf Basis der Werte von GEREK

Es zeigt sich damit, dass es Spielräume für die Umsetzung der Mitteilung der Europäischen Kommission und die Anwendung der von GEREK berechneten Daten gibt. Die von BNetzA vorgenommene Berechnung, die zu einem Wert von 2,9% führt, ist jedoch methodisch inkonsistent und unterschätzt systematisch die erforderliche Kapitalverzinsung für Investitionen in Telekommunikationsnetze in Deutschland.

Eine Korrektur der Berechnung mit einer durchgängigen Berechnung europäischer Durchschnittswerte ist geboten. Nach einer solchen Korrektur ergibt sich ein Wert von **mindestens 4,46%**.

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 14

5. Jedenfalls Abweichung aufgrund der Umstände des Einzelfalls zulässig

Selbst wenn die BNetzA der Auffassung wäre, dass sie durch die Mitteilung daran gehindert wäre, Konsistenz durch die Anwendung eines europäischen Durchschnittszinses herzustellen, rechtfertigen Umstände des Einzelfalls und nationale Besonderheiten im Fall Deutschlands, von der Anwendung eines nationalen risikofreien Zinses, wie er von GEREK ermittelt wurde, abzusehen. Durch verschiedene Umstände wird nämlich der Zins von Bundesanleihen im Vergleich zu den Anleihen anderer Mitgliedstaaten nach unten verzerrt.

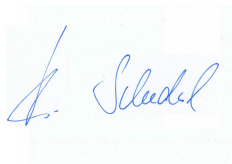
- Bundesanleihen spielen im internationalen Finanzsystem eine Rolle als „sicherer Hafen“. Die Anleihen keines anderen Mitgliedstaates haben eine vergleichbare Bedeutung.
- Von den Anleihen der großen Mitgliedstaaten verfügen allein die Bundesanleihen bei S&P über ein AAA-Rating. Die weiteren Mitgliedsstaaten, die über ein AAA-Rating verfügen sind von der Einwohnerzahl, der Wirtschaftsleistung und dem Emissionsvolumen nicht einmal zusammen mit Deutschland vergleichbar (Luxemburg, Dänemark, Niederlande und Schweden – in der Reihenfolge des risikolosen Zinses).
- GEREK betrachtet ausschließlich die Anleihen des Zentralstaates. Dies führt in einem stark föderalen System wie dem Deutschen zu einer deutlichen Verzerrung. Der Zinssatz der Anleihen der Bundesländer ist tendenziell höher als der Zinssatz der Bundesanleihen. Nicht alle Bundesländer verfügen über ein Rating bei S&P. Bei S&P divergieren die Ratings der Bundesländer von AAA (Sachsen) über AA+ (Hessen und Sachsen-Anhalt) bis zu AA- (NRW). Hierdurch weist GEREK einen nach unten verzerrten nationalen Zins aus.
- Aufgrund der guten Haushaltslage des Bundes hat es in den vergangenen Jahren keine Netto-Neuemissionen gegeben. Die neu emittierten Bundesanleihen sind nur in einem solchen Volumen aufgelegt worden, wie es notwendig war, um auslaufende Bundesanleihen zu ersetzen. Dem Markt wurden damit keinen neuen Anlagemöglichkeiten zur Verfügung gestellt, was in anderen Mitgliedstaaten grundsätzlich anders war. Hierin liegt eine Sondersituation, die – anders als die die Liquidität ebenfalls reduzierenden quantitative easing Programme des EZB-Systems – zu einer deutlichen Reduzierung des Angebots an Bundesanleihen bei hoher Nachfrage geführt hat. Auch dies hat den Zinssatz als nationale Besonderheit gedrückt.

Die vorgehend geschilderten Umstände haben dazu geführt, dass die Anleihen des Bundes über weite Strecken negativ rentieren. Auch dies ist eine nationale Besonderheit, die so im Regelfall der Mitgliedstaaten der EU nicht vorliegt und die sich aufgrund des enormen Kreditbedarfs des Bundes aufgrund der Corona Krise wohl auch in Deutschland nicht dauerhaft einstellen wird. Für den Investor in Unternehmen, der sich in einem einheitlichen europäischen Finanz- und Kapitalmarkt bewegt, sind diese nationalen Besonderheiten aber irrelevant. Er wird sich nicht mit einer um gut 1%-Punkten

Datum 05.08.2020
Empfänger BK3
Blatt 15

niedrigeren Rendite begnügen, nur weil das Unternehmen in Deutschland sitzt bzw. hier einen erheblichen Teil der Geschäftstätigkeit ausübt. Ein entsprechend niedriger WACC würde daher für die Telekom zu einem erheblichen Nachteil am Kapitalmarkt führen und die Finanzierung von Investitionen einschließlich solcher in neue Glasfasernetze erheblich beeinträchtigen.

Sollte sich BNetzA trotz allem gegen eine Ermittlung des risikolosen Zinses auf europäischer Basis entscheiden, weisen wir darauf hin, dass dann jedenfalls eine Fortführung der exponentiellen Glättung in den auf 2020 folgenden Jahren erfolgen muss, um die langfristige wirtschaftliche Stabilität der Entgelte sicherzustellen und Wettbewerbsverzerrungen im europäischen Binnenmarkt sowie Investitionshemmnisse im deutschen Markt zu vermeiden.



für
Carsten Gottschalk



Astrid Karabek-Broich