

Stellungnahme

# Die Bemessung von Entschädigungsleistungen im Zuge des Kohleausstiegs<sup>1</sup>

Bernhard Kreße<sup>1\*</sup>, Peter N. Posch<sup>2</sup>

<sup>1</sup> TU Dortmund; Handels- und Gesellschaftsrecht, bernhard.kreße@udo.edu

<sup>2</sup> TU Dortmund, Finance, peter.posch@udo.edu

\* Korrespondenz: Friedrich-Wöhler-Weg 6, 44221 Dortmund, Tel.: +49-231-755-4603

Eingereicht: 19.11.2020; Überarbeitet: 15.12.2020; Veröffentlicht: 19.12.2020

**Zusammenfassung:** Wir untersuchen den rechtlichen Rahmen des geplanten Kohleausstiegs sowie dessen Wirkung auf Aktienanalysten anhand von Analysereports und Markteinschätzungen.

**Schlagworte:** Kohleausstieg, Klimapolitik, Analystenreports, Entschädigungsleistungen

**Danksagung:** Wir danken Benjamin Lünenbürger für wertvolle Hinweise zum ersten Entwurf des Gutachtens.

---

## 1. Der rechtliche Rahmen: Rechtswissenschaftliche Begriffe und Leitfragen

Potenzielle Kläger fühlen sich durch den geplanten Kohleausstieg in ihrem verfassungsrechtlich verbürgten Eigentum sowie in ihrem Vertrauen auf den Bestand ihrer Investitionen verletzt. Im ersten Kapitel dieses Gutachtens werden zunächst die Grundzüge der eigentumsrechtlichen Entschädigungserfordernisse im deutschen Verfassungsrecht und nach den europäischen Grund- und Menschenrechten dargestellt, sowie der von internationalen Schiedsgerichten angewandte investitionsrechtliche Entschädigungsstandard nach dem im April 1998 in Kraft getretenen Vertrag über die Energiecharta (Energy Charter Treaty – ECT) skizziert. Dabei wird, soweit geboten, auf die Besonderheiten der Braunkohleindustrie eingegangen.

### 1.1 Verfassungsrechtliche Entschädigungserfordernisse für gesetzliche Inhalts- und Schrankenbestimmungen von an Kohlekraftwerken bestehenden Eigentumspositionen

#### 1.1.1 Ausgleichsmechanismen zur Herstellung der Verhältnismäßigkeit von Inhalts- und Schrankenbestimmungen

Gemäß Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG werden Inhalt und Schranken des Eigentumsgrundrechts durch die Gesetze bestimmt. Zur Vermeidung unverhältnismäßiger oder gleichheitswidriger Belastungen kann es dabei nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts verfassungsrechtlich geboten sein, in einem eigentumsbeschränkenden Gesetz Ausgleichsregelungen vorzusehen, die gegebenenfalls

---

<sup>1</sup> Der Text beruht auf einem Sachverständigengutachten im Auftrag des Umweltbundesamtes unter dem Titel „Standards zur Unternehmensbewertung vor dem Hintergrund der deutschen und europäischen Klimapolitik – Analyse des Marktwertes ausgewählter internationaler Unternehmen“.

auch eine finanzielle Entschädigung für die betroffenen Unternehmen zum Gegenstand haben<sup>2</sup>, wenngleich Entschädigungs- gegenüber anderen Ausgleichsregelungen subsidiär sind.<sup>3</sup> Dies stellt einen wesentlichen Unterschied zur Enteignung dar, die gemäß Art. 14 Abs. 3 GG stets einer finanziellen Entschädigung bedarf. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist das Erfordernis einer Güterbeschaffung zugunsten der öffentlichen Hand oder eines anderen Begünstigten allerdings konstitutives Merkmal einer Enteignung.<sup>4</sup> Daran fehlt es beim Kohleausstieg ebenso wie beim Atomausstieg.<sup>5</sup> Ein zur Entschädigung verpflichtender enteignungsgleicher oder enteignender Eingriff ist im Kohleausstieg ebenfalls nicht zu sehen, und zwar schon deshalb, weil ein solcher von vorneherein nicht in Betracht kommt, wenn – wie beim Kohleausstieg – die Eigentumsbeeinträchtigung durch förmliches Gesetz<sup>6</sup> erfolgt.<sup>7</sup>

Auch dürfte die Tatsache des Kohleausstiegs für sich genommen keinen durchgreifenden verfassungsrechtlichen Bedenken unterliegen, sodass ein enteignungsgleicher Eingriff auch aufgrund des Rechtswidrigkeitserfordernisses der staatlichen Maßnahme ausscheidet. In ständiger Rechtsprechung betont das Bundesverfassungsgericht, dass der verfassungsrechtlich gewährleistete Vertrauensschutz die Grundrechtsträger nicht grundsätzlich vor Enttäuschungen ihrer in die Dauerhaftigkeit der Rechtslage gesetzten Erwartungen bewahrt, und zwar in Bezug sowohl auf konkret vorhersehbare als auch noch nicht konkret vorhersehbare Änderungen der Rechtslage.<sup>8</sup> Der Grund liegt auf der Hand: Dem Gesetzgeber wäre es anderenfalls nicht möglich, seiner Gemeinwohlverpflichtung unter Wahrnehmung seiner demokratischen Verantwortung nachzukommen.<sup>9</sup>

Trotz des expliziten Hinweises der grundsätzlichen Subsidiarität finanzieller Entschädigungsregelungen bei gesetzlichen Inhalts- und Schrankenbestimmungen durch das Bundesverfassungsgericht auch in seinem Urteil zum Atomausstieg<sup>10</sup> hat das Bundesverfassungsgericht an anderer Stelle dieses Urteils das Gestaltungsermessen des Gesetzgebers besonders betont und ausgeführt, dass der Gesetzgeber in der Wahl und

---

<sup>2</sup> Vgl. bereits BVerfG, Beschl. v. 14.7.1981 – 1 BvL 24/78, BVerfGE 58, 137-152 – Pflichtexemplar, juris Rn. 48 ff.; BVerfG, Beschl. v. 30.11.1988 – 1 BvR 1301/84, BVerfGE 79, 174-202 – Erbbaurecht, Straßenverkehrslärm, juris Rn. 73 ff.; BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfG, Beschl. v. 9.1.1991 – 1 BvR 929/89, BVerfGE 201-216 – Vorkaufsrecht, juris Rn. 46 ff.; BVerfG, Beschl. v. 2.3.1999 – 1 BvL 7/91, BVerfGE 100, 226-248 – Denkmalschutz, juris Rn. 88 ff., 94; aus neuerer Zeit s. insb. BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 258 ff.; zuletzt BVerfG, Beschl. v. 29.9.2020 – 1 BvR 1550/19 – 16. AtG-Novelle, juris Rn. 70 ff.; vgl. allgemeiner zu Entschädigungserfordernissen in Fällen enttäuschten berechtigten Vertrauens BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 157 ff., 172.

<sup>3</sup> BVerfG, Beschl. v. 2.3.1999, 1 BvL 7/91, BVerfGE 100, 226, juris Rn. 94; BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 260.

<sup>4</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 246 ff.

<sup>5</sup> Vgl. zum Atomausstieg insoweit BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 265.

<sup>6</sup> G zur Reduzierung und zur Beendigung der Kohleverstromung und zur Änderung weiterer Gesetze (Kohleausstiegsgesetz) v. 8.8.2020, BGBl. 2020, I-1818.

<sup>7</sup> St. Rspr., z. B. BGH, Urt. v. 12.3.1987 – III ZR 216/85, BGHZ 100, 136-147, juris Rn. 31 ff.; BGH, Urt. v. 10.12.1987 – III ZR 220/86, BGHZ 102, 350-368, juris Rn. 25; BGH, Urt. v. 24.10.1996 – III ZR 127/91, BGHZ 134, 30-41, juris Rn. 11; BGH, Urteil v. 16.4.2015 – III ZR 333/13, BGHZ 205, 63-83, juris Rn. 34.

<sup>8</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 124 f.

<sup>9</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 125.

<sup>10</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 260.

Ausgestaltungsmöglichkeiten der erforderlichen Ausgleichsmechanismen frei und es ihm insbesondere unbenommen sei, einen angemessenen finanziellen Ausgleich für die betroffenen Unternehmen vorzusehen.<sup>11</sup> Die grundsätzliche Subsidiarität finanziellen Ausgleichs zur Vermeidung der Unverhältnismäßigkeit einer gesetzlichen Eigentumsinhalts- und -schränkenbestimmung ist somit kontextabhängig zu verstehen und schließt im Einzelfall Abweichungen nicht aus.

In diesem Gutachten wird von der verfassungsrechtlichen Möglichkeit einer finanziellen Ausgleichsregelung ausgegangen. Gegenstand des rechtswissenschaftlichen Kapitels des Gutachtens sind hauptsächlich die Bemessungsgrundlagen für Entschädigungszahlungen.

### *1.1.2 Allgemeine Anforderungen an die Bemessung finanziellen Ausgleichs*

Das Bundesverfassungsgericht hat bisher davon abgesehen, dem Gesetzgeber konkrete Vorgaben zur Bemessung eines für die Herstellung der Verhältnismäßigkeit einer Inhalts- und Schrankenbestimmungen erforderlichen finanziellen Ausgleichs zu machen. Freilich lässt die Rechtsprechung gewisse Leitlinien erkennen, die den für Enteignungsentschädigungen i. S. d. Art. 14 Abs. 3 S. 3 GG entwickelten Grundsätzen entsprechen, sodass die Entschädigung daher unter Berücksichtigung der gegebenenfalls „komplexe[n] Sach- und Rechtslage“<sup>12</sup> stets unter gerechter Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten zu bestimmen ist.<sup>13</sup>

Ausgangspunkt der Entschädigungsbemessung ist grundsätzlich der „Wert des abverlangten Guts“, worunter das Bundesverfassungsgericht den Verkehrswert versteht.<sup>14</sup> Erfolgt die ausgleichspflichtige Inhalts- und Schrankenbestimmung zugunsten Privater, bleibt es dabei; es ist dann die grundrechtlich relevante Einbuße vollständig zu kompensieren<sup>15</sup>, sodass der Verkehrswert die Untergrenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung darstellt.<sup>16</sup> Anders liegt es jedoch bei Inhaltsbeschränkungen und Entziehungen des Eigentums zum Wohl der Allgemeinheit. Bei solchen muss nicht notwendigerweise der volle Verkehrswert ausgeglichen werden<sup>17</sup>, wengleich eine gesetzlich vorgesehene Entschädigung nach dem Verkehrswert stets verfassungskonform ist.<sup>18</sup> Da der Ausgleichsanspruch für eine im Interesse des Gemeinwohls erfolgende Beschränkung des Eigentumsrechts nur der Kompensation eines Sonderopfers dient, muss

---

<sup>11</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 404.

<sup>12</sup> BVerfG, Beschl. v. 29.9.2020 – 1 BvR 1550/19 – 16. AtG-Novelle, juris Rn. 80.

<sup>13</sup> BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 44; vgl. BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 157 ff.

<sup>14</sup> BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 43.

<sup>15</sup> BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289-313 – Aktiengesellschaft, juris Rn. 47;

BVerfG, Beschl. v. 20.1.2005 – 1 BvR 290/01, BVerfGK 5, 50-56 – Erdgasnutzung, juris Rn. 13; BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 43.

<sup>16</sup> BVerfG, Beschl. v. 2.3.1999 – 1 BvL 7/91, BVerfGE 100, 226-248 – Denkmalschutz, juris Rn. 63.

<sup>17</sup> BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289-313 – Aktiengesellschaft, juris Rn. 47;

BVerfG, Beschl. v. 20.1.2005 – 1 BvR 290/01, BVerfGK 5, 50-56 – Erdgasnutzung, juris Rn. 13; BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 43; BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 404.

<sup>18</sup> BVerfG, Urt. v. 18.12.1968 – 1 BvR 638/64 u. a., BVerfGE 24, 367-424 – Hamburger Deichordnungsgesetz, juris Rn. 178.

er auch nur diejenige Belastung ausgleichen, die die von der Sozialgebundenheit gerechtfertigte Belastung des Eigentums übersteigt.<sup>19</sup>

Es trifft daher nicht zu, dass einem Enteigneten stets das „volle Äquivalent für das Genommene gegeben werden muss“.<sup>20</sup> Vielmehr ist eine „starre Fixierung auf die Verkehrswertentschädigung“<sup>21</sup> sowohl in Bezug auf Enteignungen als auch auf Inhalts- und Schrankenbestimmungen dem Grundgesetz fremd. Sie beruht auf der Unterstellung des „Alles-oder-Nichts-Prinzips“, das dem Regelungssystem des verfassungsrechtlichen Eigentumsschutzes nicht gerecht wird, weil es unberücksichtigt lässt, dass Wertminderungen bis zu einem gewissen Grade von Eigentümern als entschädigungsfreie Sozialbindung hingenommen werden müssen. Die Entschädigungsbemessung hat sich daher nicht starr am Marktwert zu orientieren.<sup>22</sup> Dementsprechend war auch im Atomausstiegsurteil des Bundesverfassungsgerichts der Hinweis zentral, dass ein angemessener Ausgleich nicht zwingend dem vollen Wertersatz für entwertete Eigentumspositionen oder frustrierte Investitionen – auch unter Berücksichtigung des Vertrauens auf die weitere Verstrombarkeit von Energieträgern<sup>23</sup> – entsprechen muss.<sup>24</sup> Eine bloß nominelle Entschädigung ist freilich nicht ausreichend.<sup>25</sup>

Wie insbesondere der Bundesgerichtshof herausgearbeitet hat, orientiert sich der eigentumsrechtliche Entschädigungsanspruch somit keineswegs funktional oder inhaltlich an einem Anspruch auf Schadensersatz<sup>26</sup>, dessen Höhe sich aus §§ 249 ff. BGB ergibt. Während nämlich die eigentumsrechtliche Entschädigung auf den Ausgleich eines durch rechtmäßiges staatliches Handeln auferlegten Sonderopfers gerichtet ist, knüpft der Schadensersatzanspruch im Allgemeinen an einen Unrechtstatbestand an.<sup>27</sup> Auch inhaltlich sind die beiden Institute nicht vergleichbar: Während jedenfalls die Enteignungsentschädigung, deren Bemessungsgrundsätze freilich, wie bereits erwähnt, auf die ausgleichspflichtige Inhalts- und Schrankenbestimmung zu erstrecken sind<sup>28</sup>, die durch die staatliche Maßnahme herbeigeführte Vermögensverschiebung ausgleichen soll, sollen Schadensersatzleistungen dem Geschädigten die vermögensmäßige Stellung verschaffen, die er hätte, wenn das schädigende Ereignis nicht eingetreten wäre<sup>29</sup>, sie sind also auf die Herstellung einer fiktiven Vermögenslage gerichtet.<sup>30</sup> Dementsprechend betont der Bundesgerichtshof mit Recht, dass eigentumsrechtliche

---

<sup>19</sup> BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 43.

<sup>20</sup> BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 44.

<sup>21</sup> BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 45.

<sup>22</sup> BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 44 f.

<sup>23</sup> Vgl. BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 374.

<sup>24</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 404, 406.

<sup>25</sup> *Papier/Shirvani*, in: Maunz/Dürig, GG, Stand: 91. EL 04/2020, Art. 14 Rn. 700, 714.

<sup>26</sup> BGH, Urt. v. 29.11.1965 – III ZR 34/64, NJW 1966, 497-498, juris Rn. 12; BGH, Urt. v. 20.12.1971 – III ZR 79/69, BGHZ 57, 359-370 – Frankfurter U-Bahn, juris Rn. 29; BGH, Urt. v. 28.9.1972 – III ZR 44/70, BGHZ 59, 250-261, juris Rn. 31.

<sup>27</sup> *Papier/Shirvani*, in: Maunz/Dürig, GG, Stand: 91. EL 04/2020, Art. 14 Rn. 701.

<sup>28</sup> BVerfG, Beschl. v. 23.2.2010 – 1 BvR 2736/08, BVerfGK 17, 68-88 – Flughafen Berlin-Schönefeld, juris Rn. 44.

<sup>29</sup> BGH, Urt. v. 20.12.1971 – III ZR 79/69, BGHZ 57, 359-370 – Frankfurter U-Bahn, juris Rn. 29; BGH, Urt. v. 28.9.1972 – III ZR 44/70, BGHZ 59, 250-261, juris Rn. 31.

<sup>30</sup> BGH, Urt. v. 28.9.1972 – III ZR 44/70, BGHZ 59, 250-261, juris Rn. 31; vgl. BGH, Urt. v. 29.11.1965 – III ZR 34/64, NJW 1966, 497-498, juris Rn. 12.

Entschädigungsleistungen anders als Schadensersatzansprüche ihrem Wesen nach gerade nicht darauf gerichtet sind, den in Rede stehenden Eingriff ungeschehen zu machen.<sup>31</sup>

Angesichts dieser grundlegenden Unterschiede ist insbesondere eine analoge Anwendung des § 252 BGB auf die Bemessung der Entschädigungsleistung von vorneherein ausgeschlossen. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs bestimmt sich die Enteignungsentschädigung

„vielmehr grundsätzlich nach der durch den Eingriff herbeigeführten Wertänderung des betroffenen Vermögens. Der Geldwert, den der Betroffene anstelle des entzogenen Sachwertes erhalten soll, ist deshalb am Verkehrswert der entzogenen ‚Substanz‘ und nicht an einer hypothetischen Vermögensentwicklung auszurichten.“<sup>32</sup>

Maßgebend ist daher der Substanzwert im Augenblick der Entziehung; die hypothetische Wertentwicklung – beispielsweise durch eine Zuwachsrate – ist bei der Entschädigungsbemessung nicht zu berücksichtigen.<sup>33</sup> Insbesondere bleiben Zukunftshoffnungen und Gewinnchancen außer Betracht.<sup>34</sup> Vor dem Hintergrund der oben wiedergegebenen Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist freilich auch der Substanzwert nicht zwingend voll zu ersetzen, weil insoweit auch der entschädigungsfreie Teil der Sozialbindung zu beachten ist.

### 1.1.3 Wertermittlung

#### 1.1.3.1 Grundsätzliches

Obwohl also Ertragsverluste im Rahmen einer eigentumsrechtlichen Entschädigung nicht nach schadensersatzrechtlichen Vorschriften wie § 252 BGB zu kompensieren sind, kann ihnen gleichwohl im Rahmen der Wertermittlung Bedeutung zukommen.<sup>35</sup> Dies gilt insbesondere für die Ermittlung des objektiven Wertes eines Unternehmens, weil der Ertrag aus der entzogenen Vermögenssubstanz als die angemessene Nutzung des in dem Unternehmen steckenden Substanzwertes betrachtet werden kann. Insoweit wird also das Ertragswertverfahren angewandt, welches den Unternehmenswert auf Grundlage der erwarteten, auf den Bewertungsstichtag abgezinsten und dadurch zum Ertragswert kapitalisierten Gewinne in der Zukunft bestimmt.<sup>36</sup> Auch das Bundesverfassungsgericht weist ausdrücklich – zwar in dem anders gelagerten Kontext der Bestimmung der Ausgleichshöhe für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre gemäß §§ 304, 305, 320b AktG, aber unter ebenfalls expliziter Bezugnahme auf seine Rechtsprechung zur Höhe von Enteignungsentschädigungen<sup>37</sup> – darauf hin, dass Art. 14 Abs. 1 GG für die Ermittlung des Wertes von Unternehmensbeteiligungen keine bestimmte Methode vorsehe, sich insoweit aber zur Bestimmung des „wahren“ Unternehmenswertes die

<sup>31</sup> BGH, Urt. v. 20.12.1971 – III ZR 79/69, BGHZ 57, 359-370 – Frankfurter U-Bahn, juris Rn. 29.

<sup>32</sup> BGH, Urt. v. 20.12.1971 – III ZR 79/69, BGHZ 57, 359-370 – Frankfurter U-Bahn, juris Rn. 29; in diesem Sinne ebenso BGH, Urt. v. 27.4.1964 – III ZR 136/63, WM 1964, 968-972, juris Rn. 44; BGH, Urt. v. 29.11.1965 – III ZR 34/64, NJW 1966, 497-498, juris Rn. 12; BGH, Urt. v. 28.9.1972 – III ZR 44/70, BGHZ 59, 250-261, juris Rn. 31; BGH, Urt. v. 19.1.1989 – III ZR 6/87, NVwZ-RR 1989, 525-526, juris Rn. 7.

<sup>33</sup> BGH, Urt. v. 20.12.1971 – III ZR 79/69, BGHZ 57, 359-370 – Frankfurter U-Bahn, juris Rn. 32. f

<sup>34</sup> BGH, Urt. v. 29.11.1965 – III ZR 34/64, NJW 1966, 497-498, juris Rn. 12.

<sup>35</sup> BGH, Urt. v. 27.4.1964 – III ZR 136/63, WM 1964, 968-972, juris Rn. 44; BGH, Urt. v. 20.12.1971 – III ZR 79/69, BGHZ 57, 359-370 – Frankfurter U-Bahn, juris Rn. 30 f.

<sup>36</sup> Vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 27.5.2009 – I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, 2220-2228, juris Rn. 106.

<sup>37</sup> BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289-313 – Aktiengesellschaft, juris Rn. 47.

Ertragswertmethode durchgesetzt habe und in der Judikatur praktisch allein Anwendung finde; dies begegne keinen verfassungsrechtlichen Bedenken.<sup>38</sup>

Da sich der Verkehrswert an dem Preis orientiert, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für den betroffenen Gegenstand im Sinne des objektiven Tauschwertes<sup>39</sup> zu erzielen wäre<sup>40</sup>, für die Preisbildung aber im Falle von Unternehmen oder Investitionen insbesondere deren erwartbaren Erträge entscheidend sind, ist es in der Tat geboten, die Entschädigungshöhe im Ausgangspunkt anhand des Ertragswertes des Unternehmens oder der Investition, in die eingegriffen wird, zu bestimmen.

#### 1.1.3.2 Berücksichtigung des Strompreises

Just im Bereich der Braunkohleverstromung kommt insoweit dem hierfür erzielbaren Strompreis entscheidende Bedeutung zu, weil dieser neben der vermarkteten Strommenge der wesentliche Faktor zur Bestimmung der Höhe der aus der Unternehmenssubstanz erzielbaren Erträge darstellt.<sup>41</sup> Als Maßstab für die Strompreisentwicklung kann der jeweilige Börsenstrompreis an der Leipziger Strombörse EEX oder auch am EPEX-Spotmarkt dienen. Ein detailliertes Anzeigetool für die historischen Spotmarktpreise stellt die öffentlich zugängliche private Plattform „Bricklebrit Lastgangbepreisung“ zur Verfügung.<sup>42</sup>

Bei Eingabe der entsprechenden Kalenderdaten ergibt sich im Anschluss an eine in der Tendenz steigenden Strompreisentwicklung des Börsenstrompreises zu Beginn des Jahres 2000 ein erster Einbruch von Dezember 2001 (41,10 EUR/MWh) bis Mai 2002 (17,63 EUR/MWh), Nach einer längeren Erholung stürzte der Börsenstrompreis von Februar 2006 bis Mai 2006 von 68,53 EUR/MWh auf 34,07 EUR/MWh ab, erholte sich sodann erneut auf einen Wert von 68,30 EUR/MWh im Juli 2006, bevor er in den Folgemonaten bis März 2007 wieder auf 25,92 EUR/MWh sank. Es folgte eine Phase der Erholung bis September 2008 (88,30 EUR/MWh), gefolgt von einem rapiden Sinken des Börsenstrompreises bis Mai 2009 auf 30,93 EUR/MWh. Im Grundsatz konnte sodann eine gering steigende Tendenz bis Mai 2011 (56,83 EUR/MWh) verzeichnet werden und im Anschluss ein oszillierendes Sinken auf 27,93 EUR/MWh bis August 2014 sowie auf 21,99 EUR/MWh bis Februar 2016. Ab diesem Zeitpunkt kehrte sich die Tendenz wieder leicht um; bis Januar 2017 erfolgte ein Anstieg auf zunächst 52,37 EUR/MWh und nach einem neuerlichen Rückgang bis April 2017 auf 28,87 EUR/MWh ein nunmehr in der Tendenz stetiger Anstieg auf 56,68 EUR/MWh im November 2018, bevor nach langem Sinken im April 2020 ein neuer Tiefpunkt von 17,09 EUR/MWh erreicht wurde.

Betrachtet man die Jahresdurchschnittspreise auf der Plattform, so lässt sich vom Jahr 2000 (18,54 EUR/MWh) bis zum Jahr 2008 (65,76 EUR/MWh) ein (in der Tendenz) stetiger Preisanstieg feststellen, das von einem tendenziell kontinuierliche Sinken bis 2020 (20,70 EUR/MWh) gefolgt wird, mit gewissen Erholungen 2009-2011 (von 38,86 EUR/MWh im

<sup>38</sup> BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289-313 – Aktiengesellschaft, juris Rn. 61.

<sup>39</sup> BGH, Urt. v. 8.11.1962 – III ZR 86/61, BGHZ 39, 198-220, juris Rn. 33.

<sup>40</sup> BGH, Urt. v. 27.4.1964 – III ZR 136/63, WM 1964, 968-972, juris Rn. 45.

<sup>41</sup> Vgl. Vattenfall, Interim Report January-June 2016, <<https://group.vattenfall.com/de/siteassets/2.-dokumentablage/3.-pressemeldungen/Vattenfall-Quartalsbericht-2-2016.pdf>>, S. 2: „While we can thus note a number of positive developments, the business situation remains tough, *with low electricity prices and essentially unchanged market volumes.*“ (Hervorhebung von den Gutachtern, Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>42</sup> <[http://www.bricklebrit.com/stromboerse\\_leipzig.html](http://www.bricklebrit.com/stromboerse_leipzig.html)> (Abrufdatum: 19.12.2020).

Jahr 2009 auf 51,12 im Jahr 2011) und 2016-2018 (von 28,98 EUR/MWh im Jahr 2016 auf 44,47 im Jahr 2018).

Für den EPEX-Spotmarkt weist das Statistikportal Statista für den dort allein abgebildeten Zeitraum von 2010 bis 2018 eine ganz ähnliche, wenngleich lediglich jahrgenau nachgezeichnete Preisentwicklung aus.<sup>43</sup> Die Tendenz entspricht derjenigen der Jahresdurchschnittspreise bei Bricklebrit für EEX. Allerdings läuft die erste Erholungsphase in diesem Zeitraum nach dem Diagramm von Statista bis 2012 (5,99 Cent/kWh, von 5,55 Cent/kWh ab Beginn der Grafik 2010). Wie bei Bricklebrit findet sodann jedoch ein stetiger Preisabfall statt, der sich erst 2018 ein wenig erholt (von 2,87 Cent/kWh im Jahr 2017 auf 3,34 Cent/kWh).

Das Weißbuch „Ein Strommarkt für die Energiewende“ des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie mit Stand Juli 2015<sup>44</sup> zeichnet in einer Grafik zur Entwicklung des Großhandelsmarktes für Strom das gleiche Bild<sup>45</sup>: Nach einem Preisanstieg bis zum Jahr 2008 auf ca. 65 EUR/MWh sank der Strompreis bis 2014 – dort endet die Grafik – weitgehend kontinuierlich auf etwa 33 EUR/MWh ab, freilich mit einer gewissen Erholungsphase von 2009 (knapp unter 30 EUR/MWh) bis 2011 (knapp über 50 EUR/MWh).

Die gesamte dargestellte Strompreisentwicklung deckt sich mit der entsprechenden Grafik zur Entwicklung der Börsenstrompreise im Spotmarkt und Terminhandel in dem zweiten Fortschrittsbericht des Bundeswirtschaftsministeriums zur Energiewende mit Stand Juni 2019.<sup>46</sup> Im Ergebnis wird deutlich, dass seit 2008 und in noch stärkerem Maße seit 2011/2012 bis 2020 in Deutschland ein starker Abwärtstrend der Strompreise gegeben war, mit einer kleinen Erholung 2018. In den Jahren 2019 und 2020 sank der Strompreis wieder.

#### 1.1.3.3 Rückläufige Verstromungsmöglichkeiten fossiler Energieträger

Die geschilderte Entwicklung der Strompreise ist bei der Ermittlung des Ertragswertes vom Kohleausstieg betroffener Unternehmen maßgeblich zu berücksichtigen, ebenso wie die sich verschlechternden Möglichkeiten zur Verstromung fossiler Energieträger. Auch der zuletzt genannte Aspekt hat eine Verringerung der in der Braunkohleindustrie erzielbaren Erträge zur Folge gehabt und damit den Wert der jeweiligen Unternehmen und deren Investitionen in die Braunkohleverstromung vermindert. Ursachen hierfür sind etwa der seit 1.4.2000 mit Inkrafttreten des Erneuerbare-Energien-Gesetzes eingeführte Einspeisevorrang für erneuerbare Energien (§ 3 EEG 2000, heute § 11 EEG 2017) sowie die Verschiebungen der Merit Order durch EEG-Strom.<sup>47</sup> Bereits in ihrem Weißbuch von 2015 hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie angekündigt, dass sich die

---

<sup>43</sup> <<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/154012/umfrage/grosshandelspreise-fuer-strom-in-deutschland-seit-2008/>> (Abrufdatum: 19.12.2020)

<sup>44</sup>

<[https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Energie/weissbuch.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=33](https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Energie/weissbuch.pdf?__blob=publicationFile&v=33)>, S. 37 (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>45</sup> BMWi, Weißbuch: „Ein Strommarkt für die Energiewende“, 2015, S. 37.

<sup>46</sup> <[https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Energie/zweiter-fortschrittsbericht-zur-energiewende.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=20](https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Energie/zweiter-fortschrittsbericht-zur-energiewende.pdf?__blob=publicationFile&v=20)>, S. 153 (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>47</sup> Vgl. den Merit Order Forecast (2030) bei Vattenfall, Präsentation mit Datum Januar 2015, S. 17, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

Mindesterzeugung fossiler Kraftwerke verringern<sup>48</sup> und der Anteil der Stromerzeugung aus fossilen Energieträgern mit dem wachsenden Anteil der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien sinken werde.<sup>49</sup>

#### 1.1.3.4 Durch die Marktentwicklung erlittene Verluste am Beispiel von Vattenfall

Ganz konkret hat vor diesem Hintergrund etwa der schwedische Konzern Vattenfall AB im ersten Halbjahr 2016 aufgrund der Marktsituation erhebliche Wertminderungen an ihren Vermögenswerten beklagt, von denen 21 Mrd. SEK auf die deutschen Braunkohleanlagen entfielen<sup>50</sup>; der CEO von Vattenfall machte hierfür „low electricity prices and essentially unchanged market volumes“ verantwortlich.<sup>51</sup> Im 3. Quartalsbericht 2016 wies Vattenfall einen der Veräußerung der deutschen Braunkohlesparte an EPH/PPF zuzurechnenden Verlust in Höhe von 21,9 Mrd. SEK aus<sup>52</sup>, der freilich nach Ansicht des Managements laut Pressemitteilung vom 18.4.2016 angesichts der prognostizierten Großhandelspreise für Strom noch größer geworden wäre, wenn die Veräußerung nicht stattgefunden hätte.<sup>53</sup> Insgesamt belief sich das Jahresergebnis von Vattenfall für 2016 auf -2,2 Mrd. SEK für das fortgeführte operative Geschäft und auf -26 Mrd. SEK einschließlich des Braunkohlegeschäfts.<sup>54</sup>

Verluste der Braunkohlesparte sind bei Vattenfall im Übrigen nicht erst 2016 eingetreten. Bereits 2015 wies Vattenfall einen Wertverlust von 15,2 Mrd. SEK für die deutschen Braunkohleanlagen aus.<sup>55</sup> In einer Pressemitteilung vom 25.6.2015 verweist der Konzern auf die stark gesunkenen Strompreise sowie darauf, dass eine positive Entwicklung diesbezüglich derzeit nicht absehbar sei.<sup>56</sup> Hinzu kommt, dass Vattenfall aus seiner gesamten Geschäftstätigkeit 2015, 2014 und 2013 Verluste von 19,766 Mrd., 8,824 Mrd. und 13,543 Mrd. SEK erlitten hat<sup>57</sup>, die für 2014 und 2013 in Bezug auf die

---

<sup>48</sup> BMWi, Weißbuch: „Ein Strommarkt für die Energiewende“, 2015, S. 87.

<sup>49</sup> BMWi, Weißbuch: „Ein Strommarkt für die Energiewende“, 2015, S. 89.

<sup>50</sup> Vattenfall, PM v. 21.7.2016, <<https://group.vattenfall.com/de/newsroom/pressemitteilungen/2016/vattenfall-im-ersten-halbjahr-2016-stabiles-operatives-geschaeft-wertminderungen-aufgrund-schwieriger-marktbedingungen>>; Vattenfall, Interim Report January-June 2016, <<https://group.vattenfall.com/de/siteassets/2.-dokumentablage/3.-pressemeldungen/Vattenfall-Quartalsbericht-2-2016.pdf>>, S. 8; Vattenfall, Year-end report 2016, <[https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim\\_reports/2016/q4\\_report\\_2016.pdf](https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim_reports/2016/q4_report_2016.pdf)>, S. 6 (Abrufdatum jeweils: 19.12.2020).

<sup>51</sup> Vattenfall, Interim Report January-June 2016, <<https://group.vattenfall.com/de/siteassets/2.-dokumentablage/3.-pressemeldungen/Vattenfall-Quartalsbericht-2-2016.pdf>>, S. 2 (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>52</sup> Vattenfall, Interim Report January-September 2016, <<https://group.vattenfall.com/de/siteassets/2.-dokumentablage/3.-pressemeldungen/Vattenfall-Quartalsbericht-3-2016.pdf>>, S. 35 (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>53</sup> Vattenfall, PM v. 18.4.2016, <<https://group.vattenfall.com/de/newsroom/pressemitteilungen/2016/vattenfall-vor-dem-verkauf-der-braunkohlesparte>> (Abrufdatum: 19.12.2020); dies ergibt sich auch aus einem hierauf Bezug nehmenden Vermerk des MWE BB vom 18.4.2016, der Vermerk liegt den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>54</sup> Vattenfall, PM v. 7.2.2017, <<https://group.vattenfall.com/de/newsroom/pressemitteilungen/2017/vattenfall-im-geschaeftsjahr-2016-vom-umbau-zu-einem-nachhaltigen-erzeugungsportfolio-gepraegt>> (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>55</sup> Vattenfall, Year-end report 2015, <[https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim\\_reports/2015/q4\\_report\\_2015.pdf](https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim_reports/2015/q4_report_2015.pdf)>, S. 6 (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>56</sup> Vattenfall, PM v. 25.6.2015, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>57</sup> Vattenfall, Year-end report 2015, <[https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim\\_reports/2015/q4\\_report\\_2015.pdf](https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim_reports/2015/q4_report_2015.pdf)>, S. 3;

Braunkohlesparte in den Geschäftsberichten freilich nicht gesondert aufgeschlüsselt werden. In einer für das Ministerium für Wirtschaft und Energie des Landes Brandenburg im Januar 2015 erstellten Präsentation mit dem Titel „Vattenfall German lignite operations: Discussion materials“ wird gleichfalls darauf hingewiesen, dass die Preise auf dem Spotmarkt 2013 im Vergleich zu 2012 um 11 % gesunken sind<sup>58</sup> und seit 2008 sogar ein Preisabfall um 60 % stattgefunden hat.<sup>59</sup> Von 2014-2019 blieben die Strompreise nach den Angaben in der Präsentation bei 37-40 EUR/MWh.<sup>60</sup>

Dass Vattenfall begründete Sorge bezüglich eines weiteren Abfalls der Strompreise hatte, wird auch durch ein an den Minister für Wirtschaft und Energie des Landes Brandenburg gerichtetes Schreiben von Vattenfall vom 20. Juli 2016 dokumentiert, in dem Vattenfall den Verkauf seiner Braunkohlesparte als „Absicherungsgeschäft (Hedging)“ bezeichnet, um die zwischen April und Juli 2016 wieder gestiegenen Strompreiserlöse einzufrieren und Vattenfall damit „in den Jahren 2016-2019 eine um etwa 700 Mio. € höhere Liquidität“ zu sichern.<sup>61</sup> Dies deckt sich mit Pressemeldungen von Anfang 2016, nach denen beispielsweise die Aktien des tschechischen Stromkonzerns CEZ wegen des Strompreisverfalls erhebliche Kursverluste hinnehmen mussten.<sup>62</sup>

#### 1.1.3.5 Berücksichtigung hypothetischer Entwicklungen

Es stellt sich die Frage, ob hypothetische Marktentwicklungen, insbesondere unter sich ändernden politischen Rahmenbedingungen, im Rahmen der Ermittlung des Ertragswertes aus rechtlicher Sicht zu berücksichtigen sind. Ausgangspunkt für die Überlegungen ist der Hinweis des Bundesverfassungsgerichts, dass „der Wert eines Unternehmens in erster Linie von seiner Fähigkeit abhängt, künftig Erträge zu erwirtschaften.“<sup>63</sup> Dies spricht im Ansatz für die grundsätzliche Beachtlichkeit hypothetischer Marktentwicklungen, sofern auch diese für das Unternehmen wertbildend sind, was freilich zuvörderst eine betriebswirtschaftliche Frage darstellt. Dem scheint auf den ersten Blick die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zu widersprechen, welcher ausführt, dass es stets auf den „Wert des Genommenen“ im Sinne der wertbildenden Faktoren ankomme. „Genommen“ sei „aber nur die Sache, wie sie sich im Augenblick der Fortnahme, also der Enteignung, qualitätsmäßig“ darstelle, wobei „das weitere Schicksal

---

Vattenfall, Year-end report 2014,

<[https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim\\_reports/2014/q4\\_report\\_2014.pdf](https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim_reports/2014/q4_report_2014.pdf)>, S. 3;

Vattenfall, Year-end report 2013,

<[https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim\\_reports/2013/q4\\_report\\_2013.pdf](https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim_reports/2013/q4_report_2013.pdf)>, S. 1

(Abrufdatum jeweils: 19.12.2020).

<sup>58</sup> Vattenfall, „Vattenfall German lignite operations: Discussion materials“, 2015, S. 5, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>59</sup> Vattenfall, „Vattenfall German lignite operations: Discussion materials“, 2015, S. 22, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>60</sup> Vattenfall, „Vattenfall German lignite operations: Discussion materials“, 2015, S. 8, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>61</sup> Vattenfall, Schreiben an den MWE BB v. 20.7.2016, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>62</sup> Z. B. *Siebenhaar*, „Unsicherheitsfaktor Strompreis: Das Wertpapier des tschechischen Energieriesen CEZ rauscht angesichts des Preisverfalls in den Keller“, Handelsblatt Nr. 27 v. 9.2.2016, S. 38.

<sup>63</sup> BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289-313 – Aktiengesellschaft, juris Rn. 47.

der enteigneten Sache [...] die Qualität des dem Enteigneten Genommenen nicht mehr [beeinflusse].<sup>64</sup> Dies wird allerdings sodann dahingehend konkretisiert, dass bestehende Erwartungen, die sich bereits im relevanten Zeitpunkt auf den Preis auswirken, durchaus zu berücksichtigen sind. Als Beispiel nennt der Bundesgerichtshof im Falle eines Grundstücks die bereits bestehende und sich daher auf den Preis auswirkende Baulanderwartung, die indes nicht zu berücksichtigen ist, wenn sie erst im Zuge von dem relevanten Bewertungszeitpunkt nachfolgenden Entwicklungen entsteht.<sup>65</sup>

Ähnlich wird in einer anderen Entscheidung argumentiert, in der der Bundesgerichtshof für die Wertermittlung des Enteignungsobjektes lediglich Faktoren berücksichtigt, die im relevanten Zeitpunkt bereits die Qualität von „Tatsachen“ haben.<sup>66</sup> Lediglich künftige Entwicklungen können hingegen nur dann berücksichtigt werden, wenn „ihre Verwirklichung [...] so sicher unmittelbar bevorstand, daß sie sich bereits als wertbildende Faktoren auswirkten“.<sup>67</sup> Insgesamt lässt diese Rechtsprechung somit den Schluss zu, dass hypothetische Marktentwicklungen – ganz gleich, ob diese auf einer Änderung politischer Rahmenbedingungen oder auf anderen rein ökonomischen Faktoren beruhen – für die Wertermittlung generell nur beachtlich sein können, soweit sie sich bereits zu feststehenden Tatsachen verdichtet haben, sie also bereits konkret feststehen müssen und nicht lediglich mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden können. Eine andere Sicht der Dinge hätte auch letztlich die Auflösung der nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zentralen Unterscheidung zwischen Schadensersatz und Entschädigung<sup>68</sup> zur Folge.<sup>69</sup> Der Gewinn, der „mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte“, ist nur nach schadensersatzrechtlichen Grundsätzen gemäß § 252 S. 2 BGB zu ersetzen.

Wichtig ist der Hinweis, dass eine Überkompensation in jedem Falle von Unionsrechts wegen zu vermeiden ist, wollen der Staat und die zu entschädigenden Unternehmen nicht das Risiko eines Beihilfenverstößes gemäß Artt. 107 f. AEUV auf sich nehmen.<sup>70</sup> Die Gewährung selektiver, nicht marktgerechter Vorteile, auch wenn diese im Rahmen einer Entschädigungsleistung erfolgen, stellt regelmäßig eine Beihilfe gemäß Art. 107 Abs. 1 AEUV dar und bedarf der Genehmigung durch die Europäische Kommission.<sup>71</sup> Wird ein entsprechendes Vorhaben nicht gemäß Art. 108 Abs. 3 AEUV vorab bei der Kommission angemeldet und stellt die Kommission später fest, dass es sich um eine Beihilfe handelt, so ist diese eo ipso rechtswidrig, selbst wenn sie materiell genehmigungsfähig gewesen wäre.<sup>72</sup> Die Folge ist eine Rückforderungspflicht des Staates in Bezug auf den Wert der

---

<sup>64</sup> BGH, Urt. v. 8.11.1962 – III ZR 86/61, BGHZ 39, 198-220, juris Rn. 34; vgl. BGH, Urt. v. 29.11.1965 – III ZR 34/64, NJW 1966, 497-498, juris Rn. 12; BGH, Urt. v. 20.12.1971 – III ZR 79/69, BGHZ 57, 359-370 – Frankfurter U-Bahn, juris Rn. 32.

<sup>65</sup> BGH, Urt. v. 8.11.1962 – III ZR 86/61, BGHZ 39, 198-220, juris Rn. 34.

<sup>66</sup> BGH, Urt. v. 27.4.1964 – III ZR 136/63, WM 1964, 968-972, juris Rn. 45: („Annehmlichkeiten gerade dieses Grundstücks, die durch bestimmte Tatsachen begründet werden“).

<sup>67</sup> BGH, Urt. v. 29.11.1965 – III ZR 34/64, NJW 1966, 497-498, juris Rn. 12.

<sup>68</sup> S. o. sub I. 1. b).

<sup>69</sup> BGH, Urt. v. 29.11.1965 – III ZR 34/64, NJW 1966, 497-498, juris Rn. 12.

<sup>70</sup> Vgl. zu den beihilferechtlichen Aspekten des Kohleausstiegs *Holtmann/Stöbener de Mora*, EuZW 2019, 485 ff.

<sup>71</sup> Vgl. EuGH, Urt. v. 27.9.1988 – Rs. 106-120/87, ECLI:EU:C:1988:475 – Asteris, Rn. 22 ff.; noch deutlicher GA *Slynn*, Schlussantr. v. 5.7.1988 zu EuGH Rs. 106-120/87, ECLI:EU:C:1988:363 – Asteris, Slg. 1988, 5524 (5530).

<sup>72</sup> St. Rspr., s. EuGH, Urt. v. 21.11.1991 – C-354/90, ECLI:EU:C:1991:440 – FNCE, Rn. 16 f.; EuGH, Urt. v. 11.7.1996 – C-39/94, ECLI:EU:C:1996:285 – SFEI, Rn. 40; EuGH, Urt. v. 21.7.2005 – C-71/04, ECLI:EU:C:2005:493 – Xunta de Galicia, Rn. 49; s. auch die sog. „Flughafen-Entscheidungen“: EuGH, Urt.

Vorteile einschließlich gegebenenfalls der Pflicht zur Forderung von Rechtswidrigkeitszinsen.<sup>73</sup> Dementsprechend hält auch das Bundesverfassungsgericht die Erteilung beihilferechtlicher Maßnahmen durch die Europäische Kommission für eine zulässige Bedingung für das Inkrafttreten eines eine Eigentumsentschädigung beinhaltenden Gesetzes.<sup>74</sup> Ein solcher beihilferechtlicher Vorbehalt ist auch im Kohleausstiegsgesetz enthalten.<sup>75</sup>

Tatbestand und Rechtsfolgen des Beihilfeverbots gelten auch für vertraglich gewährte Beihilfen<sup>76</sup>; inwieweit Verträge, die die Bundesregierung möglicherweise noch mit Betreibern von Braunkohlekraftwerken abschließen wird<sup>77</sup>, hiervon betroffen sind und welche rechtlichen Auswirkungen sich allgemein aus einem solchen Vertrag einschließlich einer etwaigen Schiedsverfahrens-Verzichts-klausel in Verbindung mit einer diesbezüglichen gesetzlichen Ermächtigungsgrundlage ergeben können, ist nicht Gegenstand des Gutachtauftrags und soll hier nicht analysiert werden.

In Bezug auf die Wertermittlung ist nach dem oben Gesagten klar, dass bei der Wertberechnung nicht nur ertragssteigernde, sondern auch ertragsenkende hypothetische Entwicklungen außer Betracht zu bleiben haben. Dies schließt freilich nicht aus, eine sich abzeichnende veränderte politische Lage für die Bemessung der eigentumsrechtlichen Entschädigung im Wege eines – nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, wie dargelegt, grundsätzlich zulässigen<sup>78</sup> – Abschlags auf den Wert der Eigentumspositionen maßgeblich zu berücksichtigen; dies wird im Folgenden näher ausgeführt.

#### 1.1.4 Reduzierter Vertrauensschutz als Bemessungsfaktor

##### 1.1.4.1 Vertrauensschutz als Grund für Ausgleichsregelungen für frustrierte Investitionen

Wie das Bundesverfassungsgericht in seiner Entscheidung zum Atomausstieg betont hat, ist die Schutzwürdigkeit des Eigentums in seiner Bedeutung als individuelles Freiheitsgrundrecht bei Atomanlagen beschränkt, weil dieses Eigentum nach seiner Eigenart und Funktion nur in geringem Maße der persönlichen Freiheit des Einzelnen dient, sondern sich vielmehr um unternehmerisches Eigentum mit einem besonders ausgeprägten sozialen Bezug handelt.<sup>79</sup> Dies gilt eingeschränkt auch für den Kohleausstieg. Zwar wird bei der Verstromung von Kohle keine Hochrisikotechnologie eingesetzt, sie dient jedoch ebenfalls der Energieversorgung der Bevölkerung; auch dieser

---

v. 21.11.2013 - C-284/12, ECLI:EU:C:2013:755 – Lufthansa, Rn. 42; EuGH, Beschl. v. 4.4.2014 - C-27/13, ECLI:EU:C:2014:240 – Flughafen Lübeck, Rn. 25; vgl. Krefse, WRP 2017, 663 (664); Krefse, GPR 2018, 210; Krefse, N&R 2020, 202.

<sup>73</sup> EuGH, Urt. v. 12.2.2008 – C-199/06, ECLI:EU:C:2008:79 – CELF I, Rn. 39; vgl. EuGH, Urt. v. 21.11.2013 - C-284/12, ECLI:EU:C:2013:755 – Lufthansa, Rn. 42; EuGH, Beschl. v. 4.4.2014 - C-27/13, ECLI:EU:C:2014:240 – Flughafen Lübeck, Rn. 25; s. a. Krefse, GPR 2018, 210 (210, 214).

<sup>74</sup> BVerfG, Beschl. v. 29.9.2020 – 1 BvR 1550/19 – 16. AtG-Novelle, juris Rn. 39 ff.

<sup>75</sup> Art. 10 des Gesetzes zur Reduzierung und Beendigung der Kohleverstromung und zur Änderung weiterer Gesetze (Kohleausstiegsgesetz) v. 8.8.2020, BGBl. 2020, I-S. 1818.

<sup>76</sup> Vgl. Krefse, ZWeR 2008, 271 ff.

<sup>77</sup> Vgl. GGSC-Meldung „Rechtsgutachten der [GGSC] Anwälte Prof. Gaßner und Dr. Georg Buchholz für ClientEarth zum Braunkohleausstiegsvertrag“ v. 23.6.2020, <<https://www.ggsc.de/aktuelles/aktuelle-meldungen/rechtsgutachten-der-ggsc-anwaelte-prof-gassner-und-dr-georg-buchholz-fuer-clientearth-zum-braunkohleausstiegsvertrag>> (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>78</sup> S. o. sub I. 1. b).

<sup>79</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 297.

Aspekt wurde vom Bundesverfassungsgericht im Atomausstiegsurteil zur Begründung eines besonders weiten gesetzgeberischen Gestaltungsspielraums betont.<sup>80</sup>

Im Zusammenhang mit frustrierten Investitionen im Energiebereich hat das Bundesverfassungsgericht wiederholt betont, dass das Erfordernis, unter bestimmten Umständen Ausgleichsregelungen für frustrierte Investitionen vorzusehen, seine Grundlage im rechtsstaatlichen Grundsatz des Vertrauensschutzes hat.<sup>81</sup> Dieser hat, so das Bundesverfassungsgericht wörtlich, in Art. 14 Abs. 1 GG

„für vermögenswerte Güter eine eigene Ausprägung gefunden. [...] Das Eigentumsgrundrecht schützt damit auch berechtigtes Vertrauen in den Bestand der Rechtslage als Grundlage von Investitionen in das Eigentum und seiner Nutzbarkeit; ob und inwieweit ein solches Vertrauen berechtigt ist, hängt von den Umständen des Einzelfalls ab. Eine Garantie der Erfüllung aller Investitionserwartungen besteht nicht. Insbesondere schützt Art. 14 Abs. 1 GG grundsätzlich nicht gegen Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen wirtschaftlichen Handelns und deren Auswirkungen auf die Marktchancen. Die in berechtigtem Vertrauen auf eine Gesetzeslage getätigten Investitionen ins Eigentum erfordern jedoch nach Maßgabe des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes sowohl hinsichtlich des Ob als auch hinsichtlich des Wie eines Ausgleichs angemessene Berücksichtigung, wenn der Gesetzgeber die weitere Verwertbarkeit des Eigentums direkt unterbindet oder erheblich einschränkt.“<sup>82</sup>

Voraussetzung für ein verfassungsrechtliches Erfordernis einer Ausgleichsregelung ist somit, dass die Betreiber von Braunkohleanlagen berechtigtes Vertrauen in Bezug auf die vor dem Kohleausstieg bestehende Rechtslage entwickeln konnten. Ist eine Rechtsänderung konkret vorhersehbar, ist ein Vertrauen in den Fortbestand der Rechtslage „von vorneherein unberechtigt“ und daher verfassungsrechtlich nicht schutzwürdig; dies gilt jedoch erst ab dem Zeitpunkt der konkreten Vorhersehbarkeit.<sup>83</sup> Diese ist dann gegeben, wenn mit einer Neuregelung ernsthaft zu rechnen ist.<sup>84</sup> Insbesondere dann, wenn ein Gesetzentwurf in den Bundestag eingebracht worden ist, werden die dort niedergelegten möglichen Gesetzesänderungen „in konkreten Umrissen allgemein vorhersehbar.“<sup>85</sup> Die Einbringung eines Gesetzentwurfs in den Bundestag – möglicherweise auch schon die Existenz eines Referentenentwurfs<sup>86</sup> – stellt damit das Vertrauen auf den zukünftigen Bestand einer Rechtslage in Frage.<sup>87</sup>

Gleichwohl ist auch dann, wenn eine Rechtsänderung nicht in diesem Sinne konkret vorhersehbar ist, im Grundsatz mit Rechtsänderungen zu rechnen, weil der Gesetzgeber – wie oben sub I. 1. a) bereits dargelegt, anderenfalls daran gehindert wäre, seiner Gemeinwohlverpflichtung unter Wahrnehmung seiner demokratischen Verantwortung

---

<sup>80</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 297.

<sup>81</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 371; BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 122 ff.

<sup>82</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 372.

<sup>83</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 124, 149.

<sup>84</sup> BVerfG, Beschl. v. 21.7.2010 – 1 BvL 11/06 u. a., BVerfGE 126, 369-400 – Fremdretingengesetz, juris Rn. 82.

<sup>85</sup> BVerfG, Beschl. v. 10.10.2012 – 1 BvL 6/07, BVerfGE 132, 302-333 – Streubesitzbeteiligung, juris Rn. 56; vgl. BVerfG, Beschl. v. 7.3.2017 – 1 BvR 1314/12 u. a., BVerfGE 145, 20-105, juris Rn. 200.

<sup>86</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 149.

<sup>87</sup> BVerfG, Beschl. v. 10.10.2012 – 1 BvL 6/07, BVerfGE 132, 302-333 – Streubesitzbeteiligung, juris Rn. 55.

nachzukommen.<sup>88</sup> Das Bundesverfassungsgericht hat insoweit in seiner aktuellen Entscheidung über das Windenergie-auf-See-Gesetz ausgeführt:

„Der Konflikt zwischen der Verlässlichkeit der Rechtsordnung und der Notwendigkeit ihrer Änderung im Hinblick auf einen Wandel der Lebensverhältnisse und der Veränderung politischer Präferenzen wäre damit in nicht mehr vertretbarer Weise zu Lasten der Anpassungsfähigkeit der Rechtsordnung entschieden. Soweit nicht besondere Momente der Schutzwürdigkeit hinzutreten, genießt die bloß allgemeine Erwartung, das geltende Recht werde zukünftig unverändert fortbestehen, keinen besonderen verfassungsrechtlichen Schutz [...]. Auch ein in umfangreichen Dispositionen betätigtes besonderes Vertrauen in den Bestand des geltenden Rechts begründet grundsätzlich noch keinen abwägungsresistenten Vertrauensschutz [...]. Eine Garantie der Erfüllung aller Investitionserwartungen besteht nicht [...].“<sup>89</sup>

Dies entspricht ständiger Rechtsprechung; auch zuvor hat das Bundesverfassungsgericht bereits ein uneingeschränktes Recht auf Amortisierung getätigter Investitionen abgelehnt und explizit darauf verwiesen, dass selbst umfangreiche Dispositionen „grundsätzlich noch keinen abwägungsresistenten Vertrauensschutz“ begründen.<sup>90</sup>

Aufschluss darüber ob besondere Momente der Schutzwürdigkeit des Vertrauens bestehen, also nicht lediglich die allgemeine Erwartung des unveränderten Fortbestandes der geltenden Rechtslage, gibt nach der Windenergie-auf-See-Gesetz-Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts das Kriterium der Rückwirkung.<sup>91</sup> Während Normen mit echter Rückwirkung verfassungsrechtlich grundsätzlich unzulässig sind<sup>92</sup>, sind Normen mit unechter Rückwirkung grundsätzlich zulässig; etwas anderes kann sich aus dem Verhältnismäßigkeitsprinzip ergeben, wenn eine Abwägung der Bestandsinteressen der Betroffenen mit den Veränderungsgründen des Gesetzgebers ergibt, dass erstere überwiegen.<sup>93</sup> Hierfür kommt es insbesondere darauf an, „in welchem Maße das Vertrauen in den Fortbestand des alten Rechts schutzwürdig ist“.<sup>94</sup>

#### 1.1.4.2 Reduzierter Vertrauensschutz potenzieller Entschädigungsberechtigter

##### 1.1.4.2.1 Entschädigungsrechtliche Rechtsfolge reduzierten Vertrauensschutzes

Gerade das Abstellen auf das „Maß“ der Schutzwürdigkeit des Vertrauens in der zuletzt zitierte Formulierung zeigt, dass – einmal abgesehen von den hier nicht einschlägigen Fällen echter Rückwirkung – das Vertrauen von Unternehmen in den Fortbestand einer bestimmten Rechtslage keineswegs nur entweder als insgesamt schutzwürdig oder als insgesamt nicht schutzwürdig angesehen werden kann; vielmehr

<sup>88</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 125.

<sup>89</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 125.

<sup>90</sup> BVerfG, Beschl. v. 5.2.2002 – 2 BvR 305/93 u. a., BVerfGE 105, 17-48 – Sozialpfandbrief, juris Rn. 82; BVerfG, Beschl. v. 7.3.2017 – 1 BvR 1314/12 u. a., BVerfGE 145, 20-145 – Spielhallenzulassung, juris Rn. 189; vgl. BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 372 („Eine Garantie der Erfüllung aller Investitionserwartungen besteht nicht“).

<sup>91</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 126.

<sup>92</sup> BVerfG, Urt. v. 10.4.2018 – 1 BvR 1236/11, BVerfGE 148, 217-267 – Gewerbesteuerpflicht, juris Rn. 135;

BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 129.

<sup>93</sup> BVerfG, Urt. v. 10.4.2018 – 1 BvR 1236/11, BVerfGE 148, 217-267 – Gewerbesteuerpflicht, juris Rn. 136;

BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 131.

<sup>94</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 132.

sind Abstufungen möglich, denen dann im Wege der Anwendung des Verhältnismäßigkeitsprinzips Rechnung zu tragen ist. Das Bundesverfassungsgericht hat in diesem Sinne ausgeführt, dass selbst dann, wenn absehbar ist, „dass es irgendwann zu einer grundlegenden Rechtsänderung kommen könnte“, nicht „jede“<sup>95</sup> Vertrauensberechtigung entfällt, weil das Ob und der Inhalt einer solchen Rechtsänderung noch nicht hinreichend konkret erkennbar ist.<sup>96</sup> Dies impliziert, dass eine langjährige (klima-) politische Entwicklung jedoch immerhin zu einem *teilweisen* Entfallen der Schutzwürdigkeit von Vertrauen führen kann, was dann im Rahmen der Anwendung des Verhältnismäßigkeitsprinzips angemessen zu berücksichtigen ist.<sup>97</sup> Da, wie dargelegt, namentlich das Erfordernis der Gewährung eines finanziellen Ausgleichs für Eigentumsbeeinträchtigungen eine Ausprägung des Vertrauensschutzgedankens und des Verhältnismäßigkeitsprinzips darstellt, führt der richtige Weg der Berücksichtigung reduzierten Vertrauens über einen den Sozialbindungsabzug erhöhenden angemessenen Abschlag bei der Bemessung der Höhe der Entschädigung in Abhängigkeit vom Maß des noch schutzwürdigen Vertrauens.

#### 1.1.4.2.2 Vorhersehbarkeit des Kohleausstiegs

Im Bereich des Kohleausstiegs ist die Schutzwürdigkeit des Vertrauens der Braunkohleunternehmen in den Fortbestand der Braunkohleförderung mangels konkret vorhersehbarer Rechtsänderungen im Sinne eines diesbezüglichen Gesetz- oder Referentenentwurfs im Zeitpunkt der Investitionen nicht gänzlich entfallen. Eine Entschädigung dürfte also geleistet werden müssen. Die energie-, umwelt- und klimapolitischen Entwicklungen in Deutschland und Europa steuern jedoch seit Jahrzehnten auf einen Kohleausstieg zu, sodass die damit zusammenhängenden grundlegenden Rechtsänderungen im Sinne der bundesverfassungsgerichtlichen Rechtsprechung „absehbar“<sup>98</sup> waren und die Schutzwürdigkeit des Vertrauens der betroffenen Unternehmen in erheblichem Maße reduziert haben; das Maß fehlender Schutzwürdigkeit des Vertrauens<sup>99</sup> muss bei der Bemessung der gerechten Entschädigung i. S. d. zu Art. 14 Abs. 3 S. 3 GG entwickelten Grundsätze berücksichtigt werden.

Die Anfänge der Energiewende, deren folgerichtiger Bestandteil der Kohleausstieg zum Zwecke der CO<sub>2</sub>-Reduktion ist, dürften spätestens in der Unterzeichnung der Klimarahmenkonvention der Vereinten Nationen im Jahre 1992 sowie in diesem Rahmen die Unterzeichnung des Kioto-Protokolls im Jahre 1997 zu verorten sein, welches erstmals verbindliche Zielwerte für die Verminderung des Ausstoßes von Treibhausgasen festlegte. Bereits vorher war 1979 mit der Genfer Luftreinhaltekonvention ein klimapolitisches Instrument errichtet worden<sup>100</sup>, in dessen Rahmen 1985 das Helsinki-Protokoll zur Reduzierung der Schwefelemissionen und deren grenzüberschreitender Stoffströme um mindestens 30 % verabschiedet worden ist und dem nicht nur die Bundesrepublik Deutschland, sondern auch die Deutsche Demokratische Republik angehörte.<sup>101</sup> Das am 1.

<sup>95</sup> Hervorhebung von den Gutachtern.

<sup>96</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 149.

<sup>97</sup> Vgl. BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 372

<sup>98</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 149.

<sup>99</sup> Vgl. BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 132.

<sup>100</sup> S. dazu UBA, 40 Jahre Genfer Luftreinhaltekonvention, 5.12.2019,

<<https://www.umweltbundesamt.de/themen/luft/regelungen-strategien/40-jahre-genfer-luftreinhaltekonvention>> (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>101</sup> Vgl. Jänicke/Mez u. a., Alternative Energiepolitik in der DDR und in West-Berlin, Berlin, 3. Aufl. 1988, S. 27.

Januar 1991 in Kraft getretene Stromeinspeisungsgesetz vom 7. Dezember 1990<sup>102</sup> regelte erstmalig die Verpflichtung von Energieversorgungsunternehmen, Strom aus regenerativen Quellen abzunehmen und zu vergüten. Es wurde unter Bezugnahme auf die 1994 in das Grundgesetz eingeführte Staatszielbestimmung des Art. 20a GG am 1. April 2000 durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz<sup>103</sup> abgelöst. Das Erneuerbare-Energien-Gesetz, das mehrfach (2004, 2009, 2012, 2014, 2017) novelliert wurde, sieht einen Einspeisevorrang erneuerbarer Energien sowie feste Quoten für den Anteil erneuerbarer Energien an der Stromversorgung in Deutschland vor; diese wurden seit 2000 ständig angepasst.<sup>104</sup> Gemäß § 1 Abs. 2 EEG 2014 sollte 2025 der Anteil erneuerbarer Energien am Stromverbrauch bei 40-45 % liegen, 2035 bei 55-60 % und 2050 bei mindestens 80 %. Durch Gesetz vom 8. Juni 2020 wurde die Quote für 2030 auf 65 % erhöht. Diese Maßnahmen haben insbesondere die massive Reduktion von Treibhausgasen zum Ziel.

Mit demselben Ziel wurde auf Ebene der Europäischen Union ab 2005 in Umsetzung der Vorgaben des Kioto-Protokolls ein Handel mit Emissionszertifikaten eingeführt. Mit der von 2008-2012 dauernden zweiten Handelsperiode des Emissionshandelssystems wurde dieses neu ausgerichtet, um die Vorgaben der gleichfalls von 2008-2012 dauernden ersten Verpflichtungsperiode aus dem Kioto-Protokoll erfüllen zu können. Mit Beginn der von 2013-2020 dauernden dritten Handelsperiode des Emissionshandelssystems wurden unter anderem die nationalen Allokationspläne durch einen jährlich linear sinkenden EU-weiten Cap für CO<sub>2</sub>-Emissionen ersetzt und somit ein Cap-and-Trade-System implementiert. Der lineare Reduktionsfaktor wurde für die von 2021-2030 dauernde vierte Handelsperiode erhöht. Der Vorschlag der Europäischen Kommission für diese Handelsperiode stammt dabei bereits aus Juli 2015.<sup>105</sup> Daneben gibt es seit langem auf EU-Ebene weitere Rechtsakte, die sich dem Ziel, dem Klimawandel Einhalt zu gebieten, verschrieben haben; zu nennen sind aus der Zeit vor 2018 insbesondere die Erneuerbare-Energien-Richtlinie von 2009<sup>106</sup>, die gleichfalls verbindliche Ziele für den Anteil erneuerbarer Energien am Endenergieverbrauch normiert hat, sowie die Vorgängerrichtlinie aus 2001<sup>107</sup>.

Deutlich wird somit, dass es sich bei der Energiewende um einen bereits seit langem stattfindenden klima- und energiepolitischen, aber auch juristischen Prozess handelt, der insbesondere das Ziel einer langfristigen, erheblichen und nachhaltigen Reduktion von CO<sub>2</sub>-Emissionen verfolgte und verfolgt. Da die Förderung dieses Ziels nicht nur im Wege politischer Absichtserklärungen, sondern stets auch durch die Verabschiedung einer Vielzahl verbindlicher Rechtsakte mit gleicher Zielrichtung implementiert wurde, ist es bereits seit langem absehbar, dass die im Zusammenhang mit der Gewinnung fossiler

---

<sup>102</sup> BGBl. 1990, I-2633.

<sup>103</sup> Ursprüngliche Fassung G v. 29.3.2000, BGBl. 2000, I-305.

<sup>104</sup> Vgl. BMWi, „Förderung erneuerbarer Energien“, Informationsportal Erneuerbare Energien, <<https://www.erneuerbare-energien.de/EE/Redaktion/DE/Standardartikel/gesetze.html>> (Abrufdatum: 19.12.2020).

<sup>105</sup> Vgl. zu alledem Kommission, EU ETS Handbook, 2015, <[https://ec.europa.eu/clima/sites/clima/files/docs/ets\\_handbook\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/clima/sites/clima/files/docs/ets_handbook_en.pdf)> (Abrufdatum: 19.12.2020)

<sup>106</sup> RL 2009/28/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Förderung der Nutzung von Energie aus erneuerbaren Quellen und zur Änderung und anschließenden Aufhebung der Richtlinien 2001/77/EG und 2003/30/EG, ABl. EU 2009 L 140/16.

<sup>107</sup> RL 2001/77/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Förderung der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energiequellen im Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EG 2001 L 283/33

Energieträger bestehenden Renditechancen im Schwinden begriffen sind und es im Sinne der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts tatsächlich „irgendwann zu einer grundlegenden Rechtsänderung kommen“<sup>108</sup> würde.

Dies war auch den betroffenen Unternehmen bewusst. Dies wird besonders deutlich durch die Auswertung der Akten des Ministeriums für Wirtschaft und Energie des Landes Brandenburg im Zusammenhang mit der Veräußerung der Braunkohlesparte von Vattenfall/LEAG im Jahr 2016. So hat etwa die Unternehmensberatung Lazard in seiner Präsentation „Diskussionsunterlage Überlegungen zu Vattenfalls Braunkohlesparte“ für das Ministerium für Wirtschaft und Energie des Landes Brandenburg von 2015 explizit auf die Bewertungsunsicherheit für die Braunkohlesparte im Hinblick auf die Ankündigung weiterer CO<sub>2</sub>-Einsparungen im Bereich der Energieversorger hingewiesen<sup>109</sup> und ferner folgende Einschätzung abgegeben: „German energy policy amongst the most uncertain ones in Europe: Given its CO<sub>2</sub> emission profile, future of lignite-fired power generation in Germany very difficult to assess“.<sup>110</sup> Unter der Überschrift „Treibhausgasemissionen Deutschland“ wurde notiert: „Energieversorger müssen 22 Mio. t CO<sub>2</sub> zusätzlich einsparen, um Zielwert zu erreichen“; gemeint ist der Zielwert 2020.<sup>111</sup> Als kritische Aspekte bezüglich Vattenfalls Braunkohlesparte wurden unter anderem ein „Insgesamt negatives Marktsentiment in Deutschland für konventionelle Energieerzeugung“, „Ungewissheit bezüglich des regulatorischen Umfelds (CO<sub>2</sub> Kosten, etc“ und „Weitere Kraftwerksschließungen möglich (Ziel der Einsparung weiterer 22 Tonnen CO<sub>2</sub>)“ genannt.<sup>112</sup>

Vattenfall selbst hat in seiner bereits oben sub I. 1. c) dd) in Bezug genommenen, für das Ministerium für Wirtschaft und Energie des Landes Brandenburg im Januar 2015 erstellten Präsentation „Vattenfall German lignite operations: Discussion materials“ angegeben, dass Vattenfall bereits 2015 mit einer langfristigen erheblichen Rückläufigkeit der Verstromungsmöglichkeiten für Braunkohle rechnete.<sup>113</sup> Auch im Jahresbericht 2015 hat Vattenfall hervorgehoben, dass „Germany’s decision to gradually cut its CO<sub>2</sub> emissions created an elevated risk for the value of our lignite assets“<sup>114</sup> Die Entscheidung, Treibhausgase und insbesondere CO<sub>2</sub> zu reduzieren, war freilich auch 2015, wie dargelegt,

---

<sup>108</sup> BVerfG, Beschl. v. 30.6.2020 – 1 BvR 1679/17 u. a., ZNER 2020, 414-419 – WindSeeG, juris Rn. 149.

<sup>109</sup> Lazard, „Überlegungen zu Vattenfalls Braunkohlesparte“ für MWE BB aus 2015, S. 8, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>110</sup> Lazard, „Überlegungen zu Vattenfalls Braunkohlesparte“ für MWE BB aus 2015, S. 16, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>111</sup> Lazard, „Überlegungen zu Vattenfalls Braunkohlesparte“ für MWE BB aus 2015, S. 5, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>112</sup> Lazard, „Überlegungen zu Vattenfalls Braunkohlesparte“ für MWE BB aus 2015, S. 6, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>113</sup> Vattenfall, „Vattenfall German lignite operations: Discussion materials“, 2015, S. 31, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>114</sup> Vattenfall, Year-end report 2015,

<[https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim\\_reports/2015/q4\\_report\\_2015.pdf](https://group.vattenfall.com/siteassets/corporate/investors/interim_reports/2015/q4_report_2015.pdf)>, S. 6 (Abrufdatum: 19.12.2020).

nicht neu. Dem entspricht es, dass Vattenfall selbst den Fokus seiner wirtschaftlichen Tätigkeit bereits 2015 auf die CO<sub>2</sub>-Reduktion gelegt hat.<sup>115</sup>

Schließlich hat die Unternehmensberatung Ernst & Young in seinem dem Ministerium für Wirtschaft und Energie des Landes Brandenburg zur Verfügung gestellten Deutschen Energiewende-Index für das 3. Quartal 2014 ausdrücklich die Skepsis der Energieversorgungsunternehmen in Bezug auf die Energiewende herausgehoben.<sup>116</sup>

## 1.2 Europarechtliche Entschädigungserfordernisse

### 1.2.1 Eingriff in das Eigentum i. S. d. Europäische Menschenrechtskonvention

Auch auf – im weiten Sinne – europarechtlicher Ebene ist das Eigentum geschützt; dies ergibt sich aus Art. 17 Abs. 1 GRCh sowie Art. 1 des 1. ZP-EMRK. Dabei ist Art. 17 Abs. 1 GRCh gemäß Art. 52 Abs. 3 GRCh im Lichte der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte auszulegen. In Anwendung des Art. 1 des 1. ZP-EMRK hat der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte unter anderem in seiner Werra-Naturstein-Entscheidung aus dem Jahr 2017 geurteilt, dass auch die wirtschaftlichen Interessen im Zusammenhang mit dem Betrieb eines Steinbruchs – letztlich also der eingerichtete und ausgeübte Gewerbebetrieb<sup>117</sup> – „Eigentum“ i. S. d. Art. 1 des 1. ZP-EMRK sein können.<sup>118</sup> Anders als der Enteignungsbegriff des Art. 14 Abs. 3 GG<sup>119</sup> setzt die Enteignung nach Art. 1 Abs. 1 des 1. ZP-EMRK keinen Güterbeschaffungsvorgang voraus. Auch ist eine Enteignung nicht notwendigerweise mit einem förmlichen Entzug der Eigentumsposition gleichbedeutend, sondern kann auch in Maßnahmen zu sehen sein, die die in Rede stehenden Eigentumspositionen jeglichen Wertes berauben sowie jegliche sinnvolle Nutzbarkeit ausschließen<sup>120</sup>, und daher eine sogenannte De-Facto-Enteignung darstellen.<sup>121</sup>

Der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte hat das Vorliegen einer Enteignung im Falle der Untersagung oder anderweitigen Verunmöglichung des Betriebs eines Steinbruchs wiederholt abgelehnt.<sup>122</sup> Dies hat er im Fall Werra Naturstein damit begründet, dass der Eigentümer des konkreten Steinbruchs seinen Abbaubetrieb an einen anderen Ort verlagern konnte.<sup>123</sup> Das Argument ist freilich in Bezug auf den Kohleausstieg nicht valide, weil der Kohleausstieg impliziert, dass die Braunkohlegewinnung gerade nicht andernorts stattfinden kann. In seiner Fredin-Entscheidung hat der Europäische Gerichtshof für

---

<sup>115</sup> Vattenfall, „Vattenfall German lignite operations: Discussion materials“, 2015, S. 6, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>116</sup> EY, Deutscher Energiewende-Index, 3. Quartal 2014, S. 3, enthalten in den Akten des MWE BB zum Az. 650-21, diese liegen den Gutachtern aufgrund eines Antrags auf Informationszugang nach landesrechtlichen Vorschriften vor.

<sup>117</sup> Thiel, NJOZ 2018, 1441.

<sup>118</sup> EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./.. Deutschland, juris Rn. 37.

<sup>119</sup> BVerfG, Urt. v. 6.12.2016 – 1 BvR 2821/11 u. a., BVerfGE 143, 246-396 – Atomausstieg, juris Rn. 246 ff.

<sup>120</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./.. Schweden, HUDOC Rn. 44 f.

<sup>121</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./.. Schweden, HUDOC Rn. 42 ff.

<sup>122</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./.. Schweden, HUDOC Rn. 42 ff.; EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./.. Deutschland, juris Rn. 40.

<sup>123</sup> EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./.. Deutschland, juris Rn. 40.

Menschenrechte indes darauf abgestellt, dass die in Rede stehende wirtschaftliche Tätigkeit, also der Betrieb eines Steinbruchs, über die Jahre hinweg seitens des schwedischen Staates immer stärker reguliert und letztlich eingeschränkt worden war, sodass die Fortführung des Betriebes ohnehin mit erheblichen Unsicherheiten behaftet war. Vor diesem Hintergrund durfte der schwedische Staat in letzter Konsequenz auch die Betriebserlaubnis in Anwendung eines zehn Jahre zuvor erlassenen und dies ermöglichenden Gesetzes widerrufen, ohne dass hierin eine Enteignung zu sehen gewesen wäre.<sup>124</sup> In Anbetracht der oben sub 1.1.4.2.2 skizzierten politischen und rechtlichen Entwicklungen wies die der Fredin-Entscheidung zugrundeliegende Sachlage insoweit erhebliche Parallelen zu derjenigen beim Kohleausstieg auf, sodass eine De-facto-Enteignung jedenfalls in Bezug auf solche Kohlekraftwerksbetreiber nicht in Betracht kommt, deren befristete Bergbaukonzessionen ohnehin vor dem Inkrafttreten des Kohleausstiegs ablaufen. Jedenfalls in diesen Fällen ist nicht von einer Enteignung, sondern lediglich von einer Regelung der Benutzung des Eigentums i. S. d. Art. 1 Abs. 2 des 1. ZP-EMRK auszugehen, die freilich unter dem Aspekt der Verhältnismäßigkeit<sup>125</sup> gleichfalls eine Entschädigungspflicht auslösen kann.<sup>126</sup>

### 1.2.2 Entschädigungshöhe

Ausgangspunkt für die Bemessung der Entschädigung ist der Wert des beeinträchtigten Objekts, womit der Marktwert gemeint ist.<sup>127</sup> Art. 1 des 1. ZP-EMRK gewährleistet jedoch nicht ein Recht auf volle Entschädigung unter allen Umständen, da rechtmäßige Ziele des öffentlichen Interesses wie Wirtschaftsreformen oder Maßnahmen zur Schaffung größerer sozialer Gerechtigkeit durchaus eine Entschädigung erfordern können, die unterhalb des Marktwertes des Objekts liegt.<sup>128</sup> Im Falle ganz außergewöhnliche Umstände, insbesondere dann, wenn die Eigentumspositionen, in welche eingegriffen wird, zuvor nach Vorschriften erworben worden waren, die in einem Übergangszeitraum zwischen zwei Regierungssystemen galten und von einem nicht demokratisch gewählten Parlament erworben worden waren, sodass der Eingriff in die Eigentumspositionen zur Behebung von Mängeln früherer Rechtsvorschriften aus Gründen der Wiederherstellung sozialer Gerechtigkeit erforderlich ist, kann ausnahmsweise sogar ganz von einer Entschädigung abgesehen werden.<sup>129</sup> Dafür ist freilich in jedem Fall eine Einzigartigkeit der allgemeinen politischen und rechtlichen Verhältnisse erforderlich<sup>130</sup>, die hier nicht gegeben ist. Dies ändert jedoch nichts daran, dass das Gewicht des in Rede stehenden öffentlichen Interesses für die Entschädigungsbemessung von Bedeutung ist.<sup>131</sup> Der mit dem Kohleausstieg

<sup>124</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./ Schweden, HUDOC Rn. 46.

<sup>125</sup> EGMR, Urt. v. 8.7.1986 – 9006/80 u. a., EGMR-E 3, 185-220 – Lithgow u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 120; EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./ Deutschland, juris Rn. 43 ff.; vgl. EGMR, Urt. v. 23.9.1982 – 7151-75, EGMR-E 2, 148-162 – Sporrang u. Lönnroth ./ Schweden, HUDOC Rn. 69.

<sup>126</sup> EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./ Deutschland, juris Rn. 45; vgl. Thiel, NJOZ 2018, 1441.

<sup>127</sup> EGMR, Urt. v. 21.2.1986 – 8793/79, EGMR-E 3, 117-137 – James u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 54; EGMR, Urt. v. 8.7.1986 – 9006/80 u. a., EGMR-E 3, 185-220 – Lithgow u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 121.

<sup>128</sup> EGMR, Urt. v. 21.2.1986 – 8793/79, EGMR-E 3, 117-137 – James u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 54; EGMR, Urt. v. 8.7.1986 – 9006/80 u. a., EGMR-E 3, 185-220 – Lithgow u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 121.

<sup>129</sup> EGMR, Urt. v. 30.6.2005 – 46720/99 u. a., NJW 2005, 2907-2912 – Jahn u. a. ./ Deutschland, juris Rn. 116; EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./ Deutschland, juris Rn. 55 f.; vgl. EGMR, Urt. v. 8.7.1986 – 9006/80 u. a., EGMR-E 3, 185-220 – Lithgow u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 120.

<sup>130</sup> EGMR, Urt. v. 25.10.2012 – 71243/01, Vistiņš u. Perepjolkins ./ Lettland, HUDOC Rn. 123; EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./ Deutschland, juris Rn. 55.

<sup>131</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./ Schweden, HUDOC Rn. 55.

bezweckte Umwelt- und Klimaschutz ist gemäß der Staatszielbestimmung des Art. 20a GG von denkbar hohem Gewicht und daher geeignet, eine Entschädigung unter Marktwert zu begründen.<sup>132</sup>

Bei der Bemessung der Entschädigung ist ferner das Maß des schutzwürdigen Vertrauens maßgeblich zu berücksichtigen, weil der Staat lediglich zur Herstellung eines „gerechten Ausgleichs“ zwischen den abzuwägenden öffentlichen und den privaten Belangen herzustellen verpflichtet ist.<sup>133</sup> Dies bedeutet, dass nicht nur das wirtschaftliche Ertrags-„Potenzial“<sup>134</sup> des Unternehmens zu beachten ist, sondern auch die rechtlichen Rahmenbedingungen in die Abwägung mit einzustellen sind.<sup>135</sup> Es kommt dabei auch nicht auf eine etwa überwiegende Wahrscheinlichkeit der rechtlichen Unmöglichkeit des weiteren Anlagenbetriebs an; im Gegenteil ist bereits die Tatsache, dass der Betreiber von der bloßen „Möglichkeit“ der fehlenden Fortführbarkeit des Betriebs ausgehen muss, ein die Höhe einer Entschädigung erheblich ins Gewicht fallender Belang.<sup>136</sup> Zu beachten ist schließlich, dass der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte dem in eine Eigentumsposition eingreifenden Staat einen weiten Einschätzungsspielraum bei der Bemessung der Entschädigung zubilligt.<sup>137</sup> Lediglich dann, wenn die Beurteilung „offensichtlich jeder vernünftigen Grundlage“ entbehrt, ist der Gerichtshof bereit, die staatliche Beurteilung in Frage zu stellen.<sup>138</sup> Dies gilt jedenfalls dann, wenn nicht jegliches Fehlen einer Entschädigung in Rede steht.<sup>139</sup> Der Grund ist der, dass die „staatlichen Behörden aufgrund der unmittelbaren Kenntnis ihrer Gesellschaft und deren Bedürfnissen und Ressourcen grundsätzlich besser als internationale Richter beurteilen [können], welche Maßnahmen in einem bestimmten Bereich erforderlich sind“.<sup>140</sup>

### 1.3 Entschädigungsstandards in investitionsrechtlichen Schiedsverfahren

Für den Schutz ausländischer Investitionen im Energiebereich ist der im April 1998 in Kraft getretene Vertrag über die Energiecharta bedeutsam. Art. 10 Abs. 1 ECT normiert insbesondere das Prinzip einer fairen und gerechten Behandlung ausländischer Investitionen. Insbesondere im Zusammenhang mit Investitionen in erneuerbare Energien werden internationale Schiedsgerichte regelmäßig mit Verfahren betreffend eine Verletzung des Art. 10 Abs. 1 ECT und darauf gegründete Entschädigungsforderungen befasst. Die daraus resultierende Entschädigungspraxis soll im Folgenden näher beleuchtet werden. Nicht Gegenstand des Gutachtenauftrags ist hingegen die Frage, unter welchen Voraussetzungen überhaupt eine Verletzung des Art. 10 Abs. 1 ECT anzunehmen ist.

---

<sup>132</sup> Vgl. EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./ Schweden, HUDOC Rn. 48; dort wird der Umweltschutz ebenfalls als ein Belang von erheblicher Wichtigkeit angesehen.

<sup>133</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./ Schweden, HUDOC Rn. 51 f.

<sup>134</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./ Schweden, HUDOC Rn. 53 f.

<sup>135</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./ Schweden, HUDOC Rn. 53 f.

<sup>136</sup> EGMR, Urt. v. 18.2.1991 – 12033/86 – Fredin ./ Schweden, HUDOC Rn. 54.

<sup>137</sup> EGMR, Urt. v. 8.7.1986 – 9006/80 u. a., EGMR-E 3, 185-220 – Lithgow u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 122; EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./ Deutschland, juris Rn. 54.

<sup>138</sup> EGMR, Urt. v. 8.7.1986 – 9006/80 u. a., EGMR-E 3, 185-220 – Lithgow u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 122.

<sup>139</sup> EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./ Deutschland, juris Rn. 54.

<sup>140</sup> EGMR, Urt. v. 8.7.1986 – 9006/80 u. a., EGMR-E 3, 185-220 – Lithgow u. a. ./ VK, HUDOC Rn. 122; EGMR, Urt. v. 19.1.2017 – 32377/12, NVwZ 2017, 1273-1276 – Werra Naturstein ./ Deutschland, juris Rn. 54.

### 1.3.1 Bemessungsmethoden

Eine Auswertung von 739 schiedsgerichtlichen Entscheidungen hat ergeben, dass im Grundsatz unterschiedliche Methoden einzeln oder in Kombination für die Ermittlung des konkreten Schadens für frustrierte Investitionen herangezogen werden. Dies wird im Folgenden anhand einer Auswahl der wesentlichen Entscheidungen näher erläutert:

Nach der Entscheidung *Nykomb Synergetics Technology Holding ./. Lettland* aus 2003 ist primär an den Ertragswert des betroffenen Unternehmens anzuknüpfen, der anhand von Vergleichswerten nach Ermessen zu bestimmen ist. Es ist zunächst zu ermitteln, welche Erträge aus der Produktion von Strom in dem relevanten Zeitraum hätten generiert werden können. Hierfür ist der Zeitraum realer Stromproduktion zu dem Zeitraum hypothetischer Stromproduktion vergleichend ins Verhältnis zu setzen. Der entsprechende Verlust ist zum Gesamtumsatzverlust prozentual ins Verhältnis zu setzen; auch sind Auswirkungen auf die Gesamtliquidität des Unternehmens zu berücksichtigen. Die mögliche Entschädigungssumme wird durch den Investitionsbetrag begrenzt.<sup>141</sup> Das Alter und die verbleibende Lebensdauer der relevanten Investitionsgüter dürfte bei der Bewertung ebenfalls zu berücksichtigen sein<sup>142</sup>, wobei klare methodische Vorgaben insoweit nicht existieren. Nicht gangbar dürfte es sein, sich an steuerlichen Abschreibungsfristen zu orientieren, weil das – überdies nationale – Steuerrecht anderen Zielen folgt als das Investitionsschutzrecht und auch abgeschriebene Investitionsgüter noch Erträge generieren können.

Auch in *Petrobart Ltd. ./. Kirgisien* aus 2005 wird die Entschädigung nach Ermessen anhand von Vergleichswerten hinsichtlich des Ausfalls von Kaufpreiszahlungen und entgangener Gewinne festgesetzt.<sup>143</sup> In der Entscheidung *Ioannis Kardassopoulos ./. Georgien* aus 2010 folgt das Schiedsgericht einem hybriden Ansatz, bestehend aus einer marktbasieren Berechnung anhand von Vergleichswerten in Gestalt vergleichbarer Transaktionen zu Marktbedingungen, der entsprechende Wert wird sodann in Anwendung der Diskontierter-Cashflow-Methode (DCF-Methode) diskontiert.<sup>144</sup>

Ebenfalls der DCF-Methode folgt die Entscheidung *Anatolie Stati u. a. ./. Kasachstan* aus 2013.<sup>145</sup> Im Ausgangspunkt folgt es den vom Ständigen Internationalen Gerichtshof in der Entscheidung *Chorzów Factory*<sup>146</sup> entwickelten Grundsätzen, wonach der

---

<sup>141</sup> E v. 16.12.2003, *Nykomb Synergetics Technology Holding AB ./. Lettland*, SSC Case No. 118/2001, S. 39 ff., <[https://energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/2\\_Nykomb/ISDSC-002a.pdf](https://energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/2_Nykomb/ISDSC-002a.pdf)>.

<sup>142</sup> Vgl. z. B. E v. 15.6.2018 – *Antin Infrastructure Services Luxembourg S.à.r.l. u. Antin Energia Termosolar B.V. ./. Spanien*, ICSID Case No. ARB/13/31, Rn. 692 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/51\\_Antin\\_Infrastructures/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/51_Antin_Infrastructures/Award.pdf)>; E v. 2.8.2019 – *InfraRed Environmental Infrastructure G.P. Limited ./. Spanien*, ICSID Case No. ARB/14/12, Rn. 546 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58\\_Infrared/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58_Infrared/Award.pdf)>.

<sup>143</sup> E v. 29.3.2005, *Petrobart Limited ./. Kirgisien*, SSC Case No. 126/2003, S. 86 f., <<https://www.italaw.com/cases/documents/826>>.

<sup>144</sup> E v. 3.3.2010, *Ioannis Kardassopoulos ./. Georgien*, ICSID Case No. ARB/05/18, Rn. 595 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/9\\_Kardassopoulos/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/9_Kardassopoulos/Final_Award.pdf)>.

<sup>145</sup> E v. 19.12.2013 – *Anatolie Stati, Gabriel Stati, Ascom S.A., Terra Raf Trans Trading Ltd ./. Kasachstan*, SSC Case No. V (116/2010), <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29\\_Stati/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29_Stati/Final_Award.pdf)>.

<sup>146</sup> StIGH, Urt. v. 13.9.1928 – *Case Concerning The Factory At Chorzów (Deutschland ./. Polen)*, IStGHE Series A. Nr. 17, 1928, 47, <<https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international->

zuzusprechende Schadensersatz „soweit wie möglich alle Folgen der rechtswidrigen Handlung auslöschen und die Situation wiederherstellen muss, die ohne diese Handlung aller Wahrscheinlichkeit nach bestanden hätte.“<sup>147</sup> In diesem Zusammenhang wendet es die DCF-Methode an, unter Berücksichtigung auch eines marktbasierten Ansatzes auf Grundlage von Angeboten zu Marktbedingungen sowie des Betrags der tatsächlichen Investition.<sup>148</sup> Entgangener Gewinn ist grundsätzlich ersatzfähig, muss aber nachgewiesen werden.<sup>149</sup>

Die Entscheidung Yukos Universal Ltd. ./ Russland aus 2014 wiederum folgt einem hybriden Ansatz, bestehend aus der Anwendung des Vergleichswertverfahrens unter Berücksichtigung vergleichbarer Unternehmen und des RTS Oil & Gas Index, sowie der DCF-Methode.<sup>150</sup> Hingegen hat das Schiedsgericht in der Entscheidung Khan Resources u. a./ Mongolei aus 2015 die DCF Methode – ebenso wie weitere von ihm analysierte Bewertungsmethoden – als im konkreten Fall nicht zielführend angesehen.<sup>151</sup> Stattdessen folgt es einem marktbasierten Ansatz auf Basis von eingeholten Kaufangeboten hinsichtlich des Investitionsprojektes.<sup>152</sup>

Ausschließlich der DCF-Methode wiederum folgt die Entscheidung Antin Infrastructure Services Luxembourg u. a. ./ Spanien aus 2018<sup>153</sup>, ebenso wie die Entscheidungen Novenergia II ./ Spanien aus 2018<sup>154</sup>, Masdar Solar & Wind Cooperatief

---

justice/serie\_A/A\_17/54\_Usine\_de\_Chorzow\_Fond\_Arret.pdf>; dazu ausführlich z. B. Krönke, ZaöRV 76 (2016), 97 ff.

<sup>147</sup> StIGH, Urt. v. 13.9.1928 – Case Concerning The Factory At Chorzów (Deutschland ./ Polen), IStGHE Series A. Nr. 17, 1928, 47, <[https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie\\_A/A\\_17/54\\_Usine\\_de\\_Chorzow\\_Fond\\_Arret.pdf](https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie_A/A_17/54_Usine_de_Chorzow_Fond_Arret.pdf)>; E v. 19.12.2013 – Anatolie Stati, Gabriel Stati, Ascom S.A., Terra Raf Trans Trading Ltd ./ Kasachstan, SSC Case No. V (116/2010), Rn. 1527, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29\\_Stati/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29_Stati/Final_Award.pdf)>.

<sup>148</sup> E v. 19.12.2013 – Anatolie Stati, Gabriel Stati, Ascom S.A., Terra Raf Trans Trading Ltd ./ Kasachstan, SSC Case No. V (116/2010), Rn. 1617 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29\\_Stati/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29_Stati/Final_Award.pdf)>.

<sup>149</sup> E v. 19.12.2013 – Anatolie Stati, Gabriel Stati, Ascom S.A., Terra Raf Trans Trading Ltd ./ Kasachstan, SSC Case No. V (116/2010), Rn. 1691 f., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29\\_Stati/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29_Stati/Final_Award.pdf)>.

<sup>150</sup> E v. 18.7.2014 – Yukos Universal Limited ./ Russland, PCA Case No. AA 227, Rn. 1787 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/6\\_8\\_Yukos\\_Hulley\\_Veteran/6\\_Yukos/ISDSC-006a.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/6_8_Yukos_Hulley_Veteran/6_Yukos/ISDSC-006a.pdf)>.

<sup>151</sup> E v. 2.3.2015 – Khan Resources Inc., Khan Resources B.V., Cauc Holding Company Ltd. ./ Mongolei, UNCITRAL, Rn. 399 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/30\\_Khan\\_Resources/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/30_Khan_Resources/Final_Award.pdf)>.

<sup>152</sup> E v. 2.3.2015 – Khan Resources Inc., Khan Resources B.V., Cauc Holding Company Ltd. ./ Mongolei, UNCITRAL, Rn. 421; <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/30\\_Khan\\_Resources/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/30_Khan_Resources/Final_Award.pdf)>.

<sup>153</sup> E v. 15.6.2018 – Antin Infrastructure Services Luxembourg S.à.r.l. u. Antin Energia Termosolar B.V. ./ Spanien, ICSID Case No. ARB/13/31, Rn. 666 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/51\\_Antin\\_Infrastructures/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/51_Antin_Infrastructures/Award.pdf)>.

<sup>154</sup> E v. 15.2.2018, Novenergia II - Energy & Environment (S.C.A.) SICAR ./ Spanien, SCC Case No. 2015/063, Rn. 807 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92\\_Novenergia\\_v.\\_Spain/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92_Novenergia_v._Spain/Final_Award.pdf)>.

S.A. ./ Spanien aus 2018<sup>155</sup>, Greentech Energy Systems A/S u. a. ./ Italien aus 2018<sup>156</sup>, Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./ Spanien aus 2019<sup>157</sup> sowie – aufgrund übereinstimmender Ansicht der Parteien<sup>158</sup> – RREEF Infrastructure (G.P.) Ltd. u. a. ./ Spanien aus 2019.<sup>159</sup> Die Entscheidung Greentech Energy Systems A/S u. a. ./ Italien betont dabei freilich auch die Anwendbarkeit des Grundsatzes der vollen Entschädigung i. S. d. Chorzów-Factory-Rechtsprechung<sup>160</sup> des Ständigen Internationalen Gerichtshofs<sup>161</sup>, desgleichen die Entscheidungen Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./ Spanien<sup>162</sup> und Novenergia II ./ Spanien.<sup>163</sup> Aufgrund höchst unterschiedlicher Sachverständigenbewertungen ließ das Schiedsgericht die Frage der Anwendbarkeit der DCF-Methode oder der Regulated-Asset-Base-Methode (RAB-Methode) im Verfahren InfraRed Environmental Infrastructure G.P. Ltd. ./ Spanien aus 2019 zunächst offen<sup>164</sup>, entschied sich jedoch nach Erstellung einer gemeinsamen Modellrechnung durch die involvierten Sachverständigen für die Anwendung der DCF-Methode.<sup>165</sup> In der Entscheidung berief sich das Schiedsgericht unter anderem auf andere, die DCF-Methode anwendende andere schiedsgerichtliche Entscheidungen.<sup>166</sup> Auch beispielsweise in den Entscheidungen Novenergia II ./ Spanien aus 2018 und Watkins Holdings ./ Spanien aus 2020 verwies das Schiedsgericht zur Begründung der Anwendung der DCF Methode auf

---

<sup>155</sup> E v. 16.5.2018, Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./ Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 564 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>.

<sup>156</sup> E v. 23.12.2018, Greentech Energy Systems A/S, Novenergia II - Energy & Environment (S.C.A.) SICAR u. Novenergia II Italian Portfolio S.A. ./ Italien, SCC Case No. 095/2015, Rn. 562, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/79\\_Greentech/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/79_Greentech/Award.pdf)>.

<sup>157</sup> E v. 26.6.2019, Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./ Spanien, ICSID Case No. ARB/15/20, Rn. 478, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74\\_Cube\\_Energy/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74_Cube_Energy/Award.pdf)>.

<sup>158</sup> E v. 11.12.2019, RREEF Infrastructure (G.P.) Limited and RREEF Pan-European Infrastructure Two Lux S.à.r.l. ./ Spanien, ICSID Case No. ARB/13/30, Rn. 19, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/50\\_RREEF/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/50_RREEF/Award.pdf)>.

<sup>159</sup> E v. 11.12.2019, RREEF Infrastructure (G.P.) Limited and RREEF Pan-European Infrastructure Two Lux S.à.r.l. ./ Spanien, ICSID Case No. ARB/13/30, Rn. 56 f., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/50\\_RREEF/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/50_RREEF/Award.pdf)>.

<sup>160</sup> StIGH, Urt. v. 13.9.1928 – Case Concerning The Factory At Chorzów (Deutschland ./ Polen), IStGHE Series A. Nr. 17, 1928, 47, <[https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie\\_A/A\\_17/54\\_Usine\\_de\\_Chorzow\\_Fond\\_Arret.pdf](https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie_A/A_17/54_Usine_de_Chorzow_Fond_Arret.pdf)>; E v. 19.12.2013 – Anatolie Stati, Gabriel Stati, Ascom S.A., Terra Raf Trans Traiding Ltd. ./ Kasachstan, SCC Case No. V (116/2010), Rn. 1527, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29\\_Stati/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/29_Stati/Final_Award.pdf)>.

<sup>161</sup> E v. 23.12.2018, Greentech Energy Systems A/S, Novenergia II - Energy & Environment (S.C.A.) SICAR u. Novenergia II Italian Portfolio S.A. ./ Italien, SCC Case No. 095/2015, Rn. 548, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/79\\_Greentech/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/79_Greentech/Award.pdf)>.

<sup>162</sup> E v. 16.5.2018, Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./ Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 549, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>.

<sup>163</sup> E v. 15.2.2018, Novenergia II - Energy & Environment (S.C.A.) SICAR ./ Spanien, SCC Case No. 2015/063, Rn. 807, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92\\_Novenergia\\_v.\\_Spain/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92_Novenergia_v._Spain/Final_Award.pdf)>.

<sup>164</sup> E v. 2.8.2019 – InfraRed Environmental Infrastructure G.P. Limited ./ Spanien, ICSID Case No. ARB/14/12, Rn. 512 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58\\_Infrared/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58_Infrared/Award.pdf)>.

<sup>165</sup> E v. 2.8.2019 – InfraRed Environmental Infrastructure G.P. Limited ./ Spanien, ICSID Case No. ARB/14/12, Rn. 530 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58\\_Infrared/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58_Infrared/Award.pdf)>.

<sup>166</sup> E v. 2.8.2019 – InfraRed Environmental Infrastructure G.P. Limited ./ Spanien, ICSID Case No. ARB/14/12, Rn. 530 f., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58\\_Infrared/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/58_Infrared/Award.pdf)>.

den Umstand, dass diese Methode bereits in einer Vielzahl anderer Verfahren über den Energiecharta-Vertrag angewandt worden ist.<sup>167</sup> Verwiesen werden kann aktuell schließlich auf die Entscheidung ESPF Beteiligungs GmbH u. a. ./I. Italien aus 2020.<sup>168</sup>

Bezüglich aktueller schiedsgerichtlicher Entscheidungen, die hybride Ansätze unter Einschluss der DCF-Methode verwenden, kann etwa auf die Entscheidungen 9REN Holding S.à.r.l. ./I. Spanien aus 2019<sup>169</sup> und The PV Investors ./I. Spanien aus 2020 verwiesen werden.<sup>170</sup> Festgehalten werden kann daher in einer Gesamtschau, dass in der schiedsgerichtlichen Spruchpraxis die Anwendung der DCF-Methode einen starken Vorrang genießt, ohne dass jedoch die Ergänzung durch weitere Bewertungsmethoden ausgeschlossen wäre.<sup>171</sup>

### 1.3.2 Bewertungsrelevanz von Unsicherheiten

Die Anwendung der DCF-Methode erfolgt grundsätzlich in zwei Schritten: In einem ersten Schritt ist der Wert des relevanten Vermögensgegenstandes anhand des Nutzens, den dieser in der Zukunft während des sogenannten Projektionszeitraums erwirtschaften kann, zu bestimmen. Es werden also die von dem Vermögensgegenstand während des Projektionszeitraums voraussichtlich zu erwirtschaftenden finanziellen Überschüsse (der Cashflow) ermittelt; diese werden sodann in einem zweiten Schritt mit einem Kapitalisierungszins bis zum Bewertungsstichtag diskontiert.<sup>172</sup> Die Ableitung des Cashflows berücksichtigt dabei denknötwendig Unsicherheiten, weil realisierbare Überschüsse gegebenenfalls über einen langen Zeitraum prognostiziert werden müssen; auch die Festlegung des richtigen Kapitalisierungszinses birgt Schwierigkeiten.<sup>173</sup>

In die Berechnung des Cashflows mit einzubeziehen sind im Bereich von Stromerzeugern die hypothetischen Verstromungsmengen und Strompreise<sup>174</sup>; hierzu wurde oben sub 1.1.3.2-1.1.3.4 Näheres ausgeführt. Die Unsicherheit langfristiger makroökonomischer Daten und Marktprognosen verbietet dabei allzu langfristige Prognosen, die anderenfalls „übermäßig spekulativ“ wären.<sup>175</sup> Ein in Prozentwerten

---

<sup>167</sup> E v. 15.2.2018, Novenergia II - Energy & Environment (S.C.A.) SICAR ./I. Spanien, SCC Case No. 2015/063, Rn. 818,

<[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92\\_Novenergia\\_v.\\_Spain/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92_Novenergia_v._Spain/Final_Award.pdf)>; E v. 21.1.2020 – Watkins Holdings S.à.r.l. u. a. ./I. Spanien, ICSID Case No. ARB/15/44, Rn. 689, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/87\\_Watkins\\_Holdings\\_S.a.r.l.\\_and\\_others\\_v.\\_Spain/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/87_Watkins_Holdings_S.a.r.l._and_others_v._Spain/Award.pdf)>.

<sup>168</sup> E v. 14.9.2020 – ESPF Beteiligungs GmbH, ESPF Nr. 2 Austria Beteiligungs GmbH u. InfraClass Energie 5 GmbH & Co. KG ./I. Italien, ICSID Case No. ARB/16/5, Rn. 884 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/96\\_ESPF\\_Beteiligungs\\_GmbH\\_ESPF\\_Nr.\\_2\\_Austria\\_Beteiligungs\\_GmbH\\_and\\_InfraClass\\_Energie\\_5\\_GmbH\\_\\_Co.\\_KG\\_v.\\_Italy/2020.09.14\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/96_ESPF_Beteiligungs_GmbH_ESPF_Nr._2_Austria_Beteiligungs_GmbH_and_InfraClass_Energie_5_GmbH__Co._KG_v._Italy/2020.09.14_Award.pdf)>.

<sup>169</sup> E v. 31.5.2019 – 9REN Holding S.à.r.l. ./I. Spanien, ICSID Case No. ARB/15/15, Rn. 412 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/71\\_9REN/Award\\_\\_English\\_.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/71_9REN/Award__English_.pdf)>.

<sup>170</sup> E v. 28.2.2020 – The PV Investors ./I. Spanien, PCA Case No. 2012-14, Rn. 641 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/71\\_9REN/Award\\_\\_English\\_.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/71_9REN/Award__English_.pdf)>.

<sup>171</sup> Vgl. Hammes, SchiedsVZ 2007, 169 (173 ff.).

<sup>172</sup> E v. 16.5.2018, Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./I. Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 601, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>.

<sup>173</sup> Hammes, SchiedsVZ 2007, 169 (174).

<sup>174</sup> E v. 16.5.2018, Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./I. Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 619 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>.

<sup>175</sup> E v. 16.5.2018, Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./I. Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 630, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>.

auszudrückender Wertabzug von Investitionsgütern kann aufgrund eines Vergleichs der im Falle hypothetischer Fortdauer der ohne Verletzung des Art. 10 ECT gegebenen Situation bestehenden regulatorischen Risiken mit den in der realen Situation bestehenden geboten sein<sup>176</sup>; teilweise wird aber wiederum die Möglichkeit eines höheren Risikos bei einem unterstellten „stabilen Regelungsumfeld“ kategorisch abgelehnt.<sup>177</sup> In anderen Entscheidungen spielen regulatorische Risiken jedenfalls keine explizite Rolle<sup>178</sup> oder werden als von vorneherein unbeachtlich angesehen, weil sie der Chorzów-Factory-Formel widersprechen.<sup>179</sup>

In den Entscheidungen *Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./.* Spanien aus 2019 und *Charanne B.V. u. a. ./.* Spanien aus 2016 hält das Schiedsgericht potenzielle Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen insofern für beachtlich, als es davon ausgeht, dass ein Investor vernünftigerweise nicht davon ausgehen kann, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen für die gesamte Lebensdauer eines Investitionsguts oder die gesamte Konzessionsdauer unverändert bleiben.<sup>180</sup> Diesem Umstand ist im Wege eines prozentualen Bewertungsabschlags für regulatorische Risiken Rechnung zu tragen.<sup>181</sup> Darüber hinaus sind gegebenenfalls Bewertungsabschläge für vorhersehbare, „nicht dramatische“ Veränderungen in der gesetzlichen Preisregulierung vorzunehmen<sup>182</sup>, nicht aber für „radikale“ Veränderungen.<sup>183</sup>

#### 1.4 Vergleich der Entschädigungsstandards

Bei einem Vergleich der Entschädigungsstandards ist zunächst besonders hinzuweisen auf die wiederholte grundsätzliche Anwendung der Chorzów-Factory-Rechtsprechung des Ständigen Internationalen Gerichtshofs durch Schiedsgerichte, nach welcher *restitutio*

---

<sup>176</sup> E v. 16.5.2018, *Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./.* Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 633 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>; im Grundsatz für eine Berücksichtigung regulatorischer Risiken auch E v. 26.6.2019, *Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./.* Spanien, ICSID Case No. ARB/15/20, Rn. 501, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74\\_Cube\\_Energy/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74_Cube_Energy/Award.pdf)>.

<sup>177</sup> E v. 15.2.2018, *Novenergia II - Energy & Environment (S.C.A.) SICAR ./.* Spanien, SCC Case No. 2015/063, Rn. 832, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92\\_Novenergia\\_v.\\_Spain/Final\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/92_Novenergia_v._Spain/Final_Award.pdf)>.

<sup>178</sup> E v. 28.2.2020 – *The PV Investors ./.* Spanien, PCA Case No. 2012-14, Rn. 641 ff., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/71\\_9REN/Award\\_\\_English\\_.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/71_9REN/Award__English_.pdf)>.

<sup>179</sup> E v. 23.12.2018, *Greentech Energy Systems A/S, Novenergia II - Energy & Environment (S.C.A.) SICAR u. Novenergia II Italian Portfolio S.A. ./.* Italien, SCC Case No. 095/2015, Rn. 547 f., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/79\\_Greentech/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/79_Greentech/Award.pdf)>.

<sup>180</sup> E v. 26.6.2019, *Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./.* Spanien, ICSID Case No. ARB/15/20, Rn. 506, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74\\_Cube\\_Energy/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74_Cube_Energy/Award.pdf)>; E v. 21.1.2016, *Charanne B.V. u. Constructions Investments S.à.r.l. ./.* Spanien SCC Case No. 062/2012, Rn. 503, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/35\\_Charanne/Charanne\\_unofficial\\_translation.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/35_Charanne/Charanne_unofficial_translation.pdf)>.

<sup>181</sup> E v. 26.6.2019, *Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./.* Spanien, ICSID Case No. ARB/15/20, Rn. 507, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74\\_Cube\\_Energy/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74_Cube_Energy/Award.pdf)>.

<sup>182</sup> E v. 26.6.2019, *Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./.* Spanien, ICSID Case No. ARB/15/20, Rn. 509, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74\\_Cube\\_Energy/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74_Cube_Energy/Award.pdf)>.

<sup>183</sup> E v. 26.6.2019, *Cube Infrastructure Fund SICAV u. a. ./.* Spanien, ICSID Case No. ARB/15/20, Rn. 511, <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74\\_Cube\\_Energy/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/74_Cube_Energy/Award.pdf)>; vgl. E v. 16.5.2018, *Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./.* Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 640 f., <[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>.

in integrum („full compensation“<sup>184</sup>) einschließlich entgangenen Gewinns zu leisten ist, sodass – anders als nach den Entschädigungsstandards deutschen Rechts für Eingriffe in das Eigentum und nach den europarechtlichen Entschädigungsstandards im Zusammenhang mit Regelungen der Benutzung des Eigentums – im Grundsatz keine Abschläge vom ermittelten Unternehmens- oder Investitionswert durchzuführen sind. Das ist durchaus schlüssig, weil Kompensationszahlungen im Zusammenhang mit Verletzungen des Art. 10 Abs. 1 ECT den Charakter von Schadensersatzleistungen für rechtswidriges Handeln<sup>185</sup> haben. Eben dies ist bei den eigentumsbezogenen Entschädigungsleistungen nach deutschem Verfassungs- und europäischem Menschenrechtskonventionsrecht anders; insoweit soll nur ein Sonderopfer ausgeglichen werden, sodass, wie dargelegt, ein vollumfänglicher Schadensersatz gerade nicht verlangt werden kann. Auch das Chorzów-Factory-Urteil differenziert im Übrigen sehr klar zwischen Schadensersatz („reparation“ / „réparation“)<sup>186</sup> für rechtswidriges Handeln im Sinne einer „seizure of property“ bzw. „mainmise sur des biens“<sup>187</sup> und der „gerechten Ausgleichszahlung“ („fair compensation“ / „indemnité équitable“), die zur Herstellung der Rechtmäßigkeit einer Enteignung („expropriation“) erforderlich ist.<sup>188</sup>

Nach deutschem und europäischem Recht sowie in der Praxis der Schiedsgerichte ist für die Bemessung der Entschädigung zunächst der Wert des Unternehmens oder der Investition, bezüglich derer der Eingriff erfolgt, zu ermitteln. Dies erfolgt im deutschen und europäischen Recht im Wesentlichen nach der Ertragswertmethode, in der internationalen Schiedsgerichtsbarkeit hat sich hingegen weitgehend die DCF-Methode durchgesetzt, die freilich ebenso wie die Ertragswertmethode bei den potenziellen Überschüssen ansetzt, die erwirtschaftet werden können. Das Risiko von Marktveränderungen und das Bestehen von regulatorischen Unsicherheiten können Einfluss auf den Wert des Unternehmens oder der Investition haben. Dies gilt jedenfalls nach deutscher wie nach europäischer Rechtslage. Auch in der internationalen Schiedsgerichtsbarkeit ist dies grundsätzlich möglich, wobei jedoch keine einheitliche Entscheidungspraxis der Schiedsgerichte existiert.

---

<sup>184</sup> Z. B. E v. 16.5.2018, Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. ./ Spanien – ICSID Case No. ARB/14/1, Rn. 565,

<[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54\\_Masdar\\_Solar/Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/54_Masdar_Solar/Award.pdf)>.

<sup>185</sup> Vgl. E v. 4.9.2020, Eskosol S.p.A. in liquidazione ./ Italien – ICSID Case No. ARB/15/20, Rn. 380,

<[https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/89\\_Eskosol\\_S.P.A\\_In\\_Liquidazione\\_v.\\_Italy/2020.09.04\\_Award.pdf](https://www.energychartertreaty.org/fileadmin/DocumentsMedia/Cases/89_Eskosol_S.P.A_In_Liquidazione_v._Italy/2020.09.04_Award.pdf)>.

<sup>186</sup> StIGH, Urt. v. 13.9.1928 – Case Concerning The Factory At Chorzów (Deutschland ./ Polen), IStGHE Series A. Nr. 17, 1928, 47, <[https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie\\_A/A\\_17/54\\_Usine\\_de\\_Chorzow\\_Fond\\_Arret.pdf](https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie_A/A_17/54_Usine_de_Chorzow_Fond_Arret.pdf)>.

<sup>187</sup> StIGH, Urt. v. 13.9.1928 – Case Concerning The Factory At Chorzów (Deutschland ./ Polen), IStGHE Series A. Nr. 17, 1928, 46, <[https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie\\_A/A\\_17/54\\_Usine\\_de\\_Chorzow\\_Fond\\_Arret.pdf](https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie_A/A_17/54_Usine_de_Chorzow_Fond_Arret.pdf)>.

<sup>188</sup> StIGH, Urt. v. 13.9.1928 – Case Concerning The Factory At Chorzów (Deutschland ./ Polen), IStGHE Series A. Nr. 17, 1928, 46, <[https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie\\_A/A\\_17/54\\_Usine\\_de\\_Chorzow\\_Fond\\_Arret.pdf](https://www.icj-cij.org/public/files/permanent-court-of-international-justice/serie_A/A_17/54_Usine_de_Chorzow_Fond_Arret.pdf)>; vgl. ausführlich Krönke, ZaöRV 76 (2016), 97 (106 ff.).

## 2. Auswertung der Analysten Reports

Aufgrund der seit 3. Januar 2018 EU-weit angewendeten Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) hat sich das Angebot an Banken Research deutlich reduziert.<sup>189</sup> Kostenfreie und damit öffentlich verfügbare, publizierte Analysen existieren weiterhin, allerdings sind umfangreichere Research Analysen nach der neuen Regulierung uA. zu vergüten. Diese Vergütung wird teilweise von der Buyside übernommen, die es entweder auf eigene Rechnung oder zur Weiterbelastung an den Kunden ankauft. Während die erwartete Reduktion der Anzahl der (Sellside) Analysten abgenommen hat, ist ein Wettbewerb unter Brokern hinsichtlich Research bisher nicht wahrnehmbar. Vielmehr scheinen Investoren selber verstärkt Analysen durchzuführen.

Um eine Nachprüfbarkeit der Gutachtenergebnisse sicherzustellen wird auf die öffentlichen Inhalte der Analysten Reports zurückgegriffen, der vollständige textliche Teil der Analystenreports steht grundsätzlich nicht mehr öffentlich zur Verfügung und damit ist eine tiefere textliche Auswertung hinsichtlich der Motive der Analysteneinschätzung nicht möglich. Zum Teil veröffentlichen analysierte Unternehmen im Rahmen des „Investor Relations“ selbst Analystenreports auf ihren Webseiten. Grundsätzlich fällt eine vom Emittenten bezahlte Analyse nicht unter den Zuwendungsbegriff von MiFID II, weshalb diese Veröffentlichungen als Teil der Kommunikationsstrategie der Unternehmen gelten.<sup>190</sup> Allerdings verzerrt die Auswahl der Analysten möglicherweise den Marktkonsensus, weshalb diese Reports hier nicht separat analysiert werden, aber z.T. in der Datenauswahl enthalten sind.

Eine direkte Analyse der Informationen aus der Unternehmensberichterstattung (Jahresabschluss, Quartalsberichte, Investoreninformationen etc.) war nicht Teil der Leistungsbeschreibung, würde aber die hier durchgeführte Betrachtung sinnvoll ergänzen können.

### 2.1 Festlegung der betrachteten Unternehmen

Entsprechend der Leistungsbeschreibung der Gutachtenanforderung werden Unternehmen mit (a) hinreichender ausländischer Beteiligung und (b) Unternehmen zu denen Analystenmeinungen abrufbar sind analysiert. Da Banken-Research sich auf öffentlich verfügbare Unterlagen stützt, bildet die Grundgesamtheit der CDAX, der Index aller deutschen Aktien aus dem DAX 30, MDAX und SDAX kombiniert. Da für fast alle Dax Werte verschiedene Finanzinstrumente existieren, ist eine ausländische Investorenbeteiligung bei jedem Wert wahrscheinlich, weshalb im Folgenden auf das Kriterium der Analystenmeinung abgestellt wird. Von den 411 Unternehmen im CDAX existieren für knapp die Hälfte Analystenmeinungen, zum Teil jedoch nur von einzelnen Häusern (beispielsweise Société Generale Group für EnBW). Ferner sind die Unternehmen in 20 Branchen aufgeteilt, hiervon sind primär Versorger durch die Kohleverstromung vom Kohleausstieg betroffen. Weniger im medialen Fokus standen die verarbeitenden

---

<sup>189</sup> Vgl. „Die Auswirkungen von MiFID II auf die Verfügbarkeit von Research“, Deutsche Börse AG.

[https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/MiFID\\_II/Market\\_Trends\\_MiFID\\_II\\_und\\_Research.pdf](https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/MiFID_II/Market_Trends_MiFID_II_und_Research.pdf)

<sup>190</sup> Von den im folgenden ausgewählten Unternehmen veröffentlicht nur MVV Analystenberichte der LBBW im Rahmen des Investor Relations.

Industrien wie beispielsweise die Zementproduktion. Dieser Branchenzweig ist ebenfalls vom Kohleausstieg betroffen, wird aber im Rahmen dieses Gutachtens ausgespart.

Im CDAX sind 12 Versorger gelistet von denen zwei Solarunternehmen (7C Solararken, Phoenix Solar), zwei Serviceunternehmen (SFC Energy, PNE) und ein lokaler Anbieter (Gelsenwasser) sowie ein Windparkbetreiber (Nordex) nicht betrachtet werden. Es verbleibt daher die folgende Liste an Unternehmen für welche die Kriterien der Ausschreibung relevant sein können:

---

ENBW Energie Baden-Württemberg  
EON  
Mainova  
MVV  
RWE  
Uniper

---

Tabelle 1: Analyseuniversum

Zu den in der Angebotsaufforderung genannten Beispiel LEAG existieren wahrscheinlich keine Analystenberichte. Das Unternehmen ist zwar im Besitz ausländischer Investoren (je 50% EPH und PPF Investments), jedoch fehlt aus Bankensicht der Grund für Analysen, da die Aktien nicht öffentlich angeboten werden. Die weiteren laut Stilllegungspfad betroffenen Unternehmen können aus analogen Gründen nicht berücksichtigt werden, vgl. Anhang. Für die Braunkohle umfasst das hier betrachtete Analyseuniversum 56% der stillzulegenden Kapazität<sup>191</sup> und für die Steinkohl etwa 41%.<sup>192</sup>

---

<sup>191</sup> Entwurf eines Gesetzes zur Reduzierung und zur Beendigung der Kohleverstromung und zur Änderung weiterer Gesetze (Kohleausstiegsgesetz), Anlage 2

<https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/G/gesetzentwurf-kohleausstiegsgesetz.pdf?>

<sup>192</sup> Stand Dezember 2020, Bundesnetzagentur „Ergebnisse der ersten Ausschreibung zur Reduzierung der Kohleverstromung“

[https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Allgemeines/Presse/Pressemitteilungen/2020/20201201\\_Kohle.pdf](https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Allgemeines/Presse/Pressemitteilungen/2020/20201201_Kohle.pdf)

### 2.1.1 Analysezeitraum

Die Analyse der Daten erfolgt entlang der für den Kohleausstieg relevanten Zeitpunkte. Da Finanzmärkte Erwartungen abbilden ist auf den frühesten Zeitpunkt einer regulatorischen Änderung abzustellen, welcher im Juni 2018 mit dem Einsetzen der Kommission für Wachstum, Strukturwandel und Beschäftigung (Kohlekommission) liegt. Im Januar 2019 legte die Kommission ihre Empfehlung vor, die im Januar des Folgejahres (16.1.2020) zu einer Bund-Länder-Einigung führte. Der Gesetzesentwurf wurde am 29.01.2020 in den Bundestag eingebracht und am 3.07.2020 in Bundestag und -rat beschlossen. Entsprechend ergeben sich folgende Zeiträume:

T1	Vor Juni 2018	Keine konkrete Regulierungseingriffe, allenfalls Erwartungen
T2 <sup>193</sup>	Juni 2018 – Januar 2019	Erwartung einer Regulierung mit unspezifischem Ergebnis <sup>194</sup>
T3	Januar 2019 –Juli 2020	Kenntnis der Regulierungsempfehlung inkl. Stilllegungspfad, Unsicherheit über politischen Willen
T4	Seit Juli 2020	Sicherheit über Regulierung inkl. Stilllegungspfad

Tabelle 2: Analysezeitraum

## 2.2 Beschreibung der Datengrundlage

Im Folgenden wird die Datengrundlage für die Analysen dieses Gutachtens beschrieben. Hierbei wird auf spezifische Limitierungen der Daten im Einzelnen eingegangen werden. Vorangestellt seien grundsätzliche Bemerkungen. Der Untersuchungszeitraum ist durch eine unerwartete Krise, der Corona-Pandemie, gekennzeichnet, durch welche große Unsicherheit an den Finanzmärkten herrschte. Diese (zum Zeitpunkt der Analyse) anhaltende Krise fällt mit dem wichtigen Zeitpunkt der Regulierung zusammen, so dass systemische Risiken die unternehmensspezifischen Einschätzungen überlagern können. Ferner führt die intendierte Fokussierung auf Analystenreports zu einer Stichprobenverzerrung, einerseits weil nur Unternehmen mit hinreichendem Analysteninteresse betrachtet werden können, andererseits weil von diesen Unternehmen nicht mit Sicherheit alle Analystenmeinungen zur Verfügung stehen. Analysteneinschätzungen bestehen typischerweise aus einem Textteil sowie einer Quantifizierung der Einschätzung in Form einer Bewertung (Kaufen, Halten, Verkaufen) und eines Kursziels der Aktie. Die Analyse des quantifizierten Teils ist mit den Mitteln der Statistik möglich, so dass Aggregate über mehrere Analysten eine Einschätzung des Konsenses ermöglichen und möglichen individuellen Analystenverzerrung, beispielsweise durch „Hausmeinungen“ der Analystenhäuser, entgegenwirken.

<sup>193</sup> Am 13.12.2018 erscheint das UBA Gutachten „Klimaschutz und die rechtliche Zulässigkeit der Stilllegung von Braun- und Steinkohle-Kraftwerken“ (Schomerus, Franßen)

<sup>194</sup> Der Einsetzungsbeschluss der Kommission „Wachstum, Strukturwandel und Beschäftigung“ gibt hier konkret bereits das Ziel aus: „Für den Beitrag der Kohleverstromung soll die Kommission geeignete Maßnahmen zur Erreichung des Sektorziels 2030 der Energiewirtschaft [...] vorschlagen“, die spezifischen Maßnahmen sind jedoch noch unbekannt

### 2.2.1 Deskriptive Analyse der Unternehmen und Aktionärsstruktur

Die sechs zu analysierenden Unternehmen weisen im letzten Geschäftsjahr folgende Charakteristika auf. Gemessen am Umsatz ist Uniper mit €65.8 Mrd. das größte Unternehmen, bei einem Ergebnis nach Steuern von €644 Mio, gefolgt von EON mit 42.39 Mrd. (Ergebnis nach Steuern: 744 Mio) und mit deutlichem Abstand auf ENBW mit 19.2 Mrd (904 Mio) und RWE mit 13.2 Mrd (-660 Mio). Die MVV mit 3.8 Mrd ( 76.3Mio) und Mainova mit 2.3 Mrd (48.3 Mio) sind deutlich kleiner. Diese Reihenfolge ergibt sich auch anhand der Marktkapitalisierung, was gemeinsam ein Indikator für die Tiefe der Marktbeschäftigung mit den Unternehmen darstellt.

Hinsichtlich der Aktionärsstruktur wird die Uniper zu 75.01% von Fortum, einem finnischen Staatsunternehmen, kontrolliert während Mainova zu 75.2% den Stadtwerken Frankfurt a.M. gehört. Die ENBW gehört zu gleichen Teilen von 46.75% dem Land Baden-Württemberg (über die Neckarpri-Beteiligungsgesellschaft mbH) und der OEW Energie-Beteiligungs GmbH, welche dem Zweckverband Oberschwäbische Elektrizitätswerke (OEW), einem Zusammenschluss von Gebietskörperschaften, gehört. Die MVV hat neben der Stadt Mannheim (50.1%) den australischen Investmentfond First State Investments, einer Tochter der japanischen Mitsubishi UFJ Gruppe mit 45.8% als zweiten Mehrheitsaktionär.

Die Aktionärsstruktur der verbleibenden Unternehmen RWE und EON ist breiter, der Streubesitz der RWE liegt bei 85%, hier ist BlackRock mit 6.8% größter institutioneller Eigner. EON ist zu 56.63% im Streubesitz, größter Anteilseigner ist die RWE gefolgt von The Capital Group, einer US-amerikanischen Investmentgesellschaft, mit 9.99%, dem kanadischen Pensionsfund mit 5.02% und BlackRock mit 4.97%. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über den kumulierten Anteil der Insider, Institutionellen Investoren und beschließt die deskriptive Analyse des Anlageuniversums.

	<b>Insider</b>	<b>Institutionelle Investoren</b>
ENBW	97.55%	0.00%
EON	15.00%	43.36%
Mainova	71.43%	
MVV	50.10%	45.18%
RWE	8.04%	36.53%
Uniper	75.01%	14.22%

Tabelle 3: Aktionärsstruktur

### 2.2.2 Analystenreports

Für alle Unternehmen werden automatisiert die Analystenreports über Finanzportale abgerufen. Größter Einzelanbieter ist hierbei dpa-AFX Wirtschaftsnachrichten GmbH, der auf Finanznachrichten spezialisierten Tochter der deutsche Presse-Agentur. Daneben veröffentlichen auch die Analysehäuser (Banken) selbst Pressemitteilungen, als auch über weitere Presseverteiler.

Der so generierte Datensatz „Finanzportal“ enthält Informationen ab dem 14.2.2004 bis zum 18.9.2020 von 106 unterschiedlichen Analysten. Erwartungsgemäß ist die Verteilung der Analysen auf die sechs Unternehmen jedoch stark von deren Marktinteresse abhängig.

So gab es für Mainova keinen Analystenreport während für MVV der letzte Eintrag 2013, für die EnBW bereits 2010 stattfand, vgl. Tabelle 4.

	<b>Anzahl</b>	<b>Erster Report</b>	<b>Letzter Report</b>
E.ON SE	2633	5.1.2005	15.9.2020
EnBW	7	19.5.2009	8.12.2010
MVV Energie AG	41	14.2.2004	16.12.2013
RWE AG St.	2617	11.1.2005	13.10.2020
Uniper	400	20.9.2016	18.9.2020

*Tabelle 4: Analyse der Analystenreports (Finanzportal)*

Gemäß des Analysezeitraums (vgl. Tabelle 2) verbleiben für die folgende Untersuchung entlang der Analystenreports nur noch EON, RWE und Uniper, was konsistent mit der Erwartung hinsichtlich des Marktinteresses ist.

Die Analystenreports enthalten neben einer textlichen Beschreibung der Einschätzung, welche zumeist durch den Informationsbereiter verkürzt wiedergegeben wird, noch weitere Parameter, vgl. Anhang Tabelle 8. Neben der textlichen Einschätzung ist bei Analystenreports insbesondere das Rating ausschlaggebend. Das Rating ist eine Beschreibung der Einschätzung in einem Wort (kaufen, halten, verkaufen) welchem noch Qualifizierungen hinzugefügt werden können, insgesamt liegen in dem Datensatz 109 unterschiedliche Schreibweisen und Varianten der Einschätzungen vor, die auf die Standardempfehlungen überführt werden:

<b>Rating</b>	<b>Wert</b>
sell	5
underperform	4
hold	3
outperform	2
buy	1

*Tabelle 5: Analystenempfehlungen*

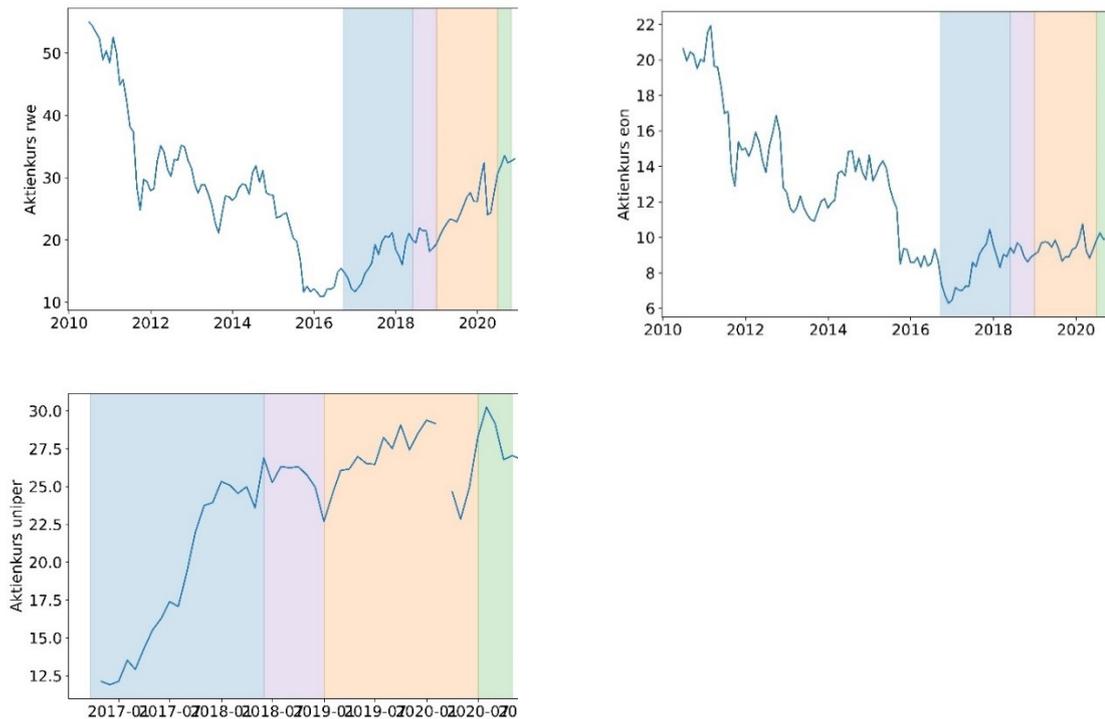
## 2.3 Analyse

Die Auswertung der Analystenreports beginnt mit einer Betrachtung der Aktienkursentwicklung entlang der Zeiträume, hiernach werden die Analystenempfehlungen (Ratings) untersucht. Neben den Analystenratings ermöglichen die Kursziele der Analysten eine Verfeinerung dieser Analyse mit den Mitteln der Teststatistik. Im abschließenden Kapitel werden schließlich die Texte der Mitteilungen zu den Analystenreports hinsichtlich der in der Leistungsbeschreibung vorgegebenen Thesen analysiert.

### 2.3.1 Kursentwicklung

Die Aktienkurse der Unternehmen zum Zeitpunkt der Analysteneinschätzung geben einen Eindruck über die gesamte Marktwahrnehmung der Unternehmen über die Zeit. Für alle drei hier betrachteten Unternehmen zeigt Graphik 1 einen fallenden Kurs bis zum

Beginn der Periode T1 (blau) und ab dort steigende Kurse über alle Regulierungsperioden T2-T4 hinweg.<sup>195</sup>



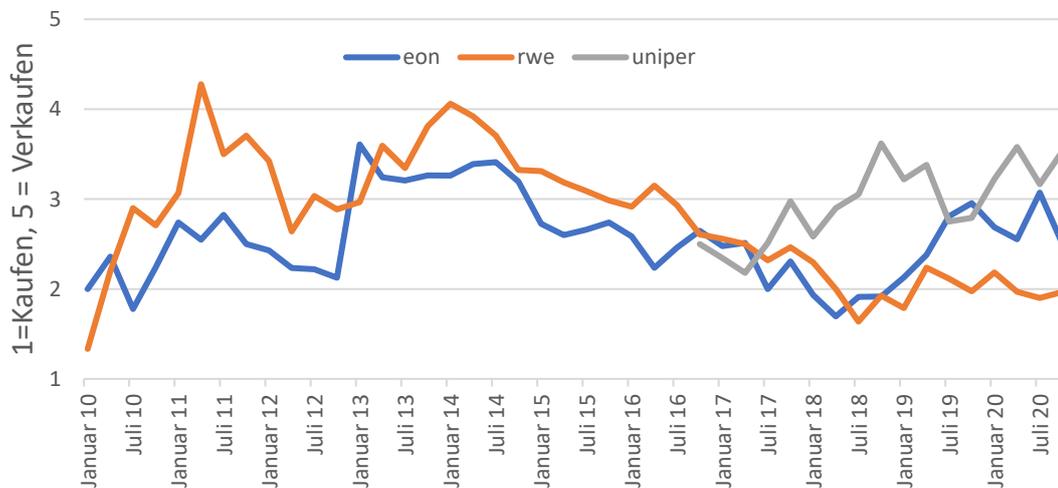
Graphik 1: Kursentwicklung zum Zeitpunkt der Analysteneinschätzung

Deutlich sichtbar ist ebenfalls der kurzfristige Kursverfall im Frühjahr 2020 aufgrund der Corona Pandemie. Dieser fällt mit dem Zeitpunkt der Regulierung (T4) zusammen, so dass zwischen einer marktgetriebenen Erholung und möglicherweise negativen regulatorischen Eingriffen nur im Rahmen einer multivariaten Studie mit entsprechenden Kontrollvariablen unterschieden werden könnte. Für die hier angedachte deskriptive Analyse gibt sich jedoch kein Indiz einer starken Kursreaktion aufgrund der regulatorischen Eingriffe, der grundsätzliche Aufwärtstrend bleibt intakt.

<sup>195</sup> Der fehlende Datenpunkt Anfang 2020 bei Uniper erklärt sich aus einem Monat ohne Analysteneinschätzungen.

### 2.3.2 Analystenempfehlungen

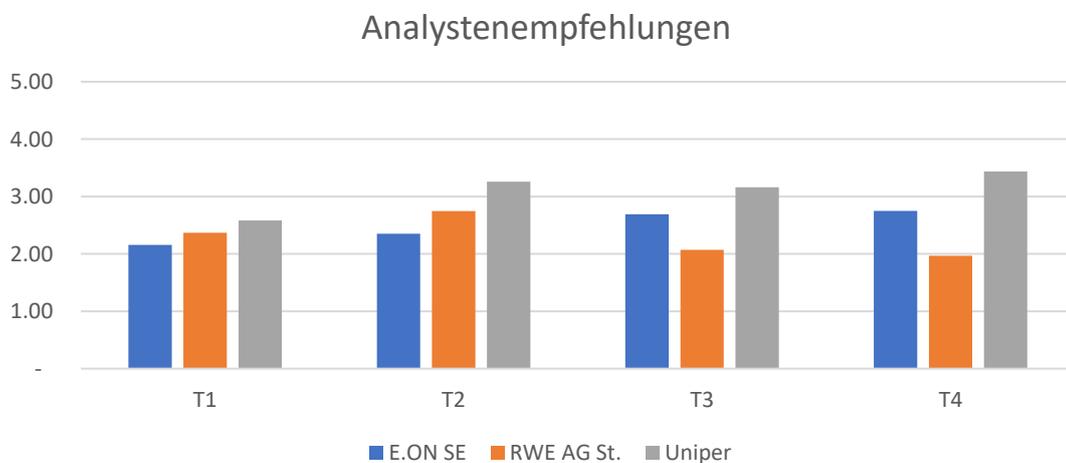
Beginnen wir die Analyse mit einem Überblick der mittleren Analystenempfehlungen pro Quartal über den gesamten Beobachtungszeitraum, vgl. Graphik 2.



Graphik 2: Quartalsweise mittlere Analystenempfehlungen

Für die Unternehmen EON und RWE ist im Zeitverlauf grundsätzlich ein Trend zu besseren Empfehlungen (niedrigere Zahl, ähnlich einer Schulnote) zu erkennen, während Uniper durch die Gründungshistorie erst 2016 im Datensatz auftaucht und einen Trend zu schlechteren Analysteneinschätzungen (steigende Zahl) zeigt.

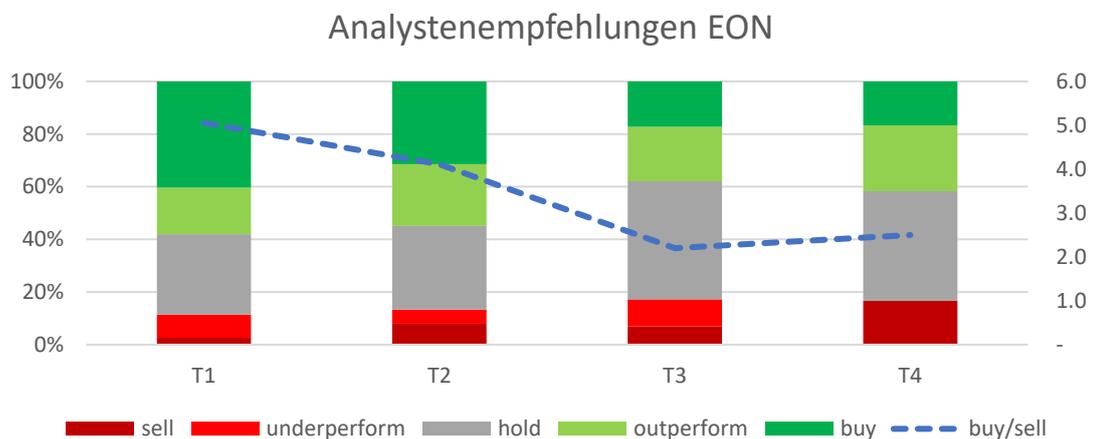
Um in der weiteren Analyse eine Vergleichbarkeit der drei Unternehmen darzustellen, wird der Zeitraum T1 (vgl. Tabelle 2), der die Vorregulierungsphase abbildet an dem Zeitpunkt begonnen an welchem zum ersten Mal ein Analystenreport für Uniper verfügbar ist (20.9.2016). Aggregiert man nun entsprechend der Zeiträume, so zeigt folgendes Muster.



Graphik 3: Analystenempfehlungen (quart. Mittelwerte) aggregiert über Analysezeiträume

Die Periode T1 stellt den Zeitraum vor einer Regulierungserwartung dar (2016-2018), in T2 gibt es Erwartungen einer Regulierung jedoch ohne konkrete Ausgestaltung. Hier verschlechtern sich die Analystenempfehlungen aller drei Unternehmen von im Mittel 2.37 auf 2.78. Es handelt sich hier um den Vergleich von Mittelwerten, die einen groben Trend der Analystenmeinungen wiedergeben. Ökonomisch macht diese Abwertung Sinn, da die geplante, aber noch unkonkrete, Regulierung zu Unsicherheit führt. Die Unsicherheit über die geplanten Maßnahmen (Kohleausstieg) ist in der folgenden Periode T3 behoben, hier herrscht allerdings noch Unklarheit über den politischen Willen der Empfehlung der Kohlekommission zu folgen. Die Analysten quittieren die gewonnene Sicherheit mit einer Verbesserung der Einschätzung für RWE und Uniper, jedoch mit einer Verschlechterung für EON. Während sich in der politisch beschlossenen Phase T4 dieser Trend für RWE und EON fortsetzt, verschlechtert sich die Lage für Uniper, was jedoch auch mit der idiosynkratischen Situation zusammenhängen kann.

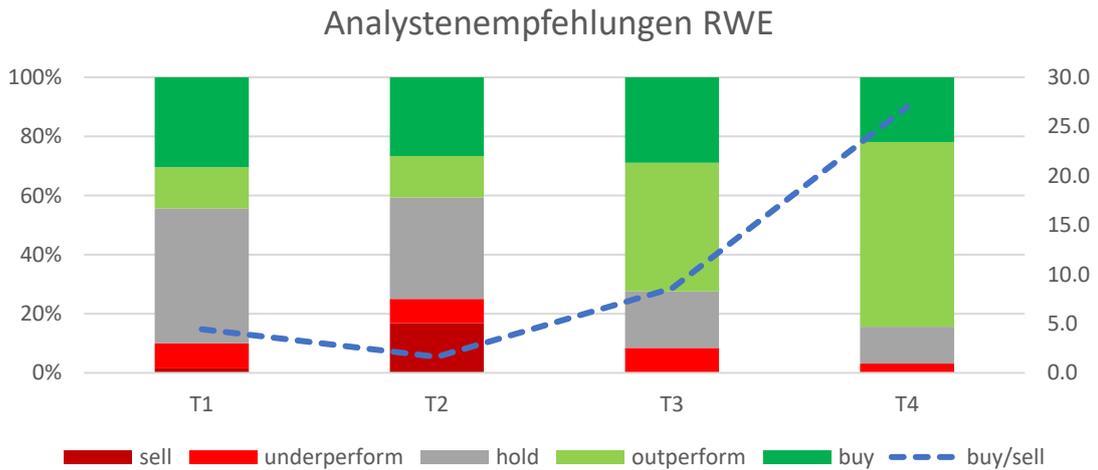
Betrachten wir die einzelnen Unternehmen und die Analystenempfehlungen entlang der Zeiträume näher und verlassen damit die Durchschnittsbetrachtung.



Graphik 4: Analystenempfehlungen EON entlang der Zeiträume

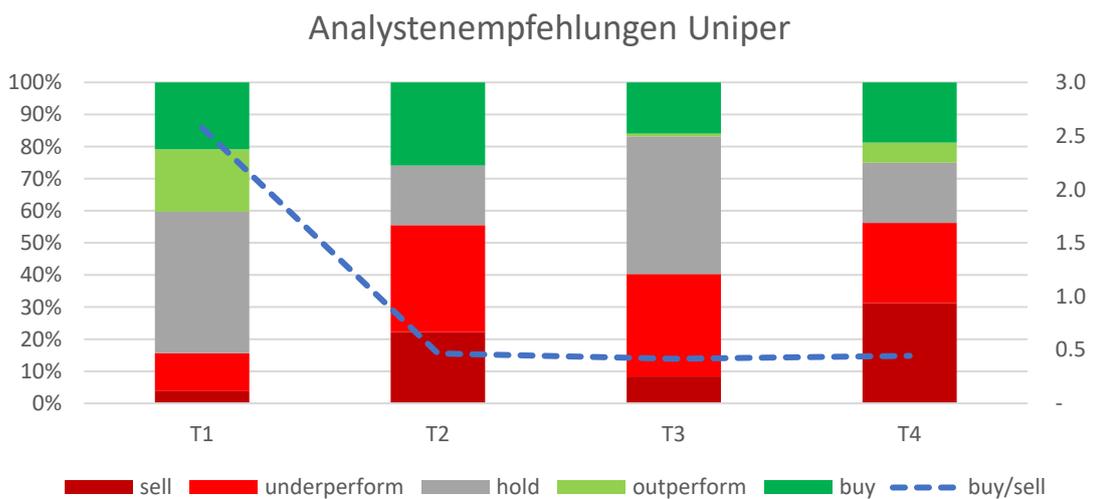
Graphik 4 zeigt die Empfehlungen in den Kategorien (sell...buy) für die drei Zeiträume für EON, sowie das Verhältnis von Kauf zu Verkaufsempfehlungen (rechte Achse). In jedem Zeitraum überwiegen die Kaufempfehlungen, jedoch mit sinkendem Trend hin zur Regulierungsperiode T3. In der folgenden Periode des beschlossenen Kohleausstiegs erhöhen sich leicht die Kaufempfehlungen.

Für RWE ist dieser Trend noch ausgeprägter, vgl. Graphik 5. Die Tendenz zu steigenden Kaufempfehlungen zeigt sich sowohl im Übergang der unsicheren Phase T2 auf die Kenntnis der Regulierung in T3 und noch einmal deutlicher nach T4.



Graphik 5: Analystenempfehlungen RWE entlang der Zeiträume

Einzig für Uniper sehen die Analysten in den drei Phasen keine deutliche Änderung, hier nehmen in T4 die Verkaufssignale zu und das Verhältnis von Kauf zu Verkaufsempfehlungen liegt in den Phasen T2-T4 unter eins, d.h. mehr Analysten raten zum Verkauf als zum Kauf, vgl. Graphik 6.



Graphik 6: Analystenempfehlungen Uniper entlang der Zeiträume

Insgesamt empfehlen die Analysten in der Phase des Kohleausstiegs die untersuchten Unternehmen nicht stärker zum Verkauf, im Gegenteil für RWE und EON steigt das Verhältnis der Kauf zu Verkaufsempfehlungen an.

### 2.3.3 Analysten Kursziele

Betrachtet man die mittleren Kursziele aller Analysten über die Zeiträume, so zeigt sich für alle drei Unternehmen steigende Analystenerwartungen. Die mittleren Kursziele steigen in jeder Periode bis auf den Übergang von T1 auf T2 bei RWE, hier fällt die Differenz um €2.77 im Mittel, vgl. Tabelle 6.

		T1	T2	T3	T4
EON	Mittelwert	8.42	9.20	9.53	10.47
	Std	2.71	12.99	2.36	2.53
	Differenz <sup>196</sup>		0.78	0.33	0.94
	p-Wert		<b>0.02</b>	0.72	<b>0.07</b>
RWE	Mittelwert	17.06	14.29	26.70	33.13
	Std	6.39	16.31	7.65	12.10
	Differenz		-2.77	12.41	6.42
	p-Wert		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Uniper	Mittelwert	17.93	24.45	25.03	26.28
	Std	5.34	3.66	3.86	4.64
	Differenz		6.52	0.58	1.25
	p-Wert		<b>0.00</b>	0.35	0.23

Tabelle 6: Analyse der Kursziele.

Der Vergleich derartiger Mittelwerte ist, unter anderem aufgrund der deutlichen Schwankungen (Standardabweichung/Volatilität) schwierig. Man kann jedoch statistisch, unter bestimmten Annahmen, die Signifikanz der Kurszieländerungen quantifizieren. Hierfür gibt der p-Wert eine Indikation über die Aussagekraft der mittleren Kurszieländerungen in den Perioden unter Einbezug der Standardabweichung. Hier zeigt sich, dass für EON der Übergang von T1 auf T2 eine statistisch signifikante Erhöhung des Mittelwerts darstellt, ebenso der Übergang von T3 auf T4. Für RWE sind alle drei Änderungen signifikant, sowohl der Rückgang von T1 auf T2, als auch die Steigerungen von T2 auf T3 und T3 auf T4. Die drei Kurszielsteigerungen für Uniper sind, bis auf die erste Steigerung von T1 auf T2, statistisch insignifikant, d.h. die Mittelwerte der Perioden sind voneinander nicht statistisch trennbar.

Ökonomisch bedeutet dies, dass Analysten in ihre Kurszielschätzung im Mittel von steigenden Kursen ausgehen. Insgesamt kann basierend auf den Analysteneinschätzungen der Kurszielentwicklung nicht von sinkenden Kursen aufgrund des regulatorischen Eingriffs ausgegangen werden.

<sup>196</sup> Die Differenz wird zur jeweiligen Vorperiode gebildet, der p-Wert gibt die Signifikanz einer von Null verschiedenen Differenz an.

### 2.3.4 Textliche Auswertung der Analystenreports

Entlang der definierten Zeiträume findet nunmehr die textliche Auswertung der Analystenreports statt. Hierbei werden exemplarisch für die untersuchten Fragestellungen Auszüge der Analystenreports wiedergegeben und deren Konsens zusammengefasst.

Welche CO<sub>2</sub>-Preisentwicklung wird angenommen und wie wird diese begründet?

Die Analysten sehen insgesamt durch die Knappheit der Emissionsrechte eine Preissteigerung in jeder der betrachteten Perioden.

Die Knappheit an Emissionsrechten sei rund 30 Prozent schlimmer als bislang gedacht, [...] Dies könnte die CO<sub>2</sub>-Zertifikate von dem für 2019 erwarteten Durchschnittswert von 30 Euro je Tonne auf 65 Euro je Tonne im Jahr 2020 verteuern.

09/04/2019 Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg Bank)

[...] mit Blick auf die Reform des Emissionshandels [...] Ihr Ausgang dürfte zu deutlich steigenden Preisen für Emissionsrechte führen [...] Ein Preis von 20 Euro je Tonne CO<sub>2</sub> in 2020 könnte den Wert der Eon-Kraftwerksbeteiligung um 2,60 Euro je Aktie nach oben treiben.

20/09/2017 Barclays Capital

[...] Nach Jahren rückläufiger Gewinne stünden Europas Energiekonzerne dank der Anforderungen einer Wirtschaft mit geringeren CO<sub>2</sub>-Emissionen vor einem wichtigen Wendepunkt[...] Er rechnet mit Investitionen in eine intelligente Energie-Infrastruktur und Erneuerbare Energien sowie einem günstigeren regulatorischen Umfeld. [...]

07/09/2016 Goldman Sachs Group Inc.

Ähnlich äußern sich die Analysten über die beiden anderen Unternehmen, es wird von steigenden Strompreisen aufgrund CO<sub>2</sub> Zertifikaten ausgegangen:

[...] rechne weiterhin mit einem Kohle und CO<sub>2</sub>-Zertifikate getriebenen Anziehen der Strompreise, [...] In den vergangenen Wochen seien die Strompreise bereits deutlich gestiegen. Treiber seien der Anstieg der Preise für Kohle und für CO<sub>2</sub>-Emissionsrechte gewesen.

18/07/2018 Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg Bank)

Die wird beispielsweise für Uniper als positiv bewertet:

[...] Der Versorger könnte zu den Profiteuren zählen, falls die deutsche Regierung Bemühungen unterstützen sollte, die europäischen CO<sub>2</sub>-Emissionsrechte zu verteuern [...] Denn bei Uniper dürften in diesem Szenario die Vorteile der Energieerzeugung durch Wasserkraftwerke die Nachteile der Kohlestromerzeugung überwiegen.

22/06/2018 Deutsche Bank AG

**Ähnlich sieht es der Analyst von Berenberg:**

[...] rechnet [...] mit einem deutlichen Strompreisanstieg um bis zu 30 Prozent und einer Vervielfachung des Preises für Kohlenstoffdioxid-Emissionen bis 2020. Er verwies in diesem Zusammenhang auf die Reform des Emissionshandels, mit der die CO<sub>2</sub>-Zertifikate verknappt werden. Von dem Preisanstieg dürfte auch der Kraftwerksbetreiber Uniper profitieren.

26/02/2018 Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg Bank)

Welche Strom-Preisentwicklung wird angenommen und wie wird diese begründet?

Analysten erwarten eher steigende Strompreise aufgrund der Verknappung der CO<sub>2</sub> Zertifikate. Die Auswirkungen auf die Unternehmen wird eher positiv bewertet, während die Risiken durch sinkende Nachfrage aufgrund der Covid-Krise grundsätzlich negativ bewertet werden.

[...] Europäische Versorger seien in der Covid-19-Krise robust, aber dagegen nicht immun[...] Eine geringere Energie-Nachfrage, niedrigere Strompreise und möglicherweise steigende Kapitalkosten hätten die größten Auswirkungen auf den Sektor.

07/04/2020 RBC Capital Markets

[...] Mit Blick auf die Mengen erzeugten Stroms sei nicht viel Positives zu erwarten, schrieb Analyst Sam Arie in einer am Montag vorliegenden Branchenstudie. Im Vergleich zum ersten Quartal dürfte sich die produzierte Strommenge in Europa etwa halbiert haben. Hohe Wasserstände in Stauseen seien zuletzt mit sehr niedrigen Strompreisen am Kassamarkt einher gegangen.

10/08/2020 UBS AG

[...Uniper] gehöre zu den großen Profiteuren steigender Strompreise

03/05/2019 Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg Bank)

[...] Dank des knapperen Kohlestromangebots seien die europäischen Strompreise mit einer überraschend hohen Dynamik am Steigen [...] Gegen einen Kauf der Eon-Papiere zum jetzigen Zeitpunkt sprächen aber die relativ starke Regulierung, der das Unternehmen unterworfen sei, sowie erhebliche Unsicherheiten im Zusammenhang mit der übernommenen RWE-Ökostromtochter Innogy.

06/09/2018 HSBC

[...]Die niedrige Bewertung der Aktie spiegele nicht wider, dass RWE mit seiner zunehmend starken Fokussierung auf die Stromproduktion ein Hauptprofiteur der gestiegenen Großhandelsstrompreise und eventueller Engpässe in der Energiewende sein werde.

12/12/2018 DZ Bank

[...] Die Gewinne sollten mittelfristig von einer Erholung der Strompreise in der Europäischen Union profitieren.

16/11/2018 CFRA

Welche Annahmen zur Kostenstruktur im Braun/Steinkohletagebau werden berücksichtigt?

Zur Kostenstruktur finden sich allenfalls Bemerkungen über den Einfluss der Kohlepreise auf die Unternehmensgewinne, vgl. obige Analyse zum Co2 und Strompreis.

[...] Die schon bald deutlich anziehenden Kohlepreise dürften die Strompreise in Kontinentaleuropa bis zum Jahr 2023 um bis zu 30 Prozent steigern [...] Davon sollten vor allem jene Stromerzeuger profitieren, die auf Wasser- und Atomkraft setzten.

12/01/2018 Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg Bank)

[...] Der Deal mit Eon würde RWE klar transformieren, doch gebe es im Geschäft mit der Kohleverstromung weiterhin große Herausforderungen.

01/08/2018 Jefferies & Company Inc.

Werden politische Rahmensetzungen von Finanzanalysten antizipiert?

Politische Rahmenbedingungen werden insbesondere vor politischen Entscheidungen wie der Bundestagswahl 2017 oder der Kohlekommission diskutiert.

Bei der Bundestagswahl 2017 antizipieren die Analysten je nach Ausgang eine stärkere Regulierung:

[...] Bei der augenblicklich wahrscheinlichen Fortführung der großen Koalition dürften die Bedingungen des Atomausstiegs nicht nachverhandelt werden. Die größte Gefahr sieht der Experte bei einer Regierungsbeteiligung der Grünen, die allerdings recht unwahrscheinlich

19/09/2017 Kepler Cheuvreux

[...] möglichen Auswirkungen der anstehenden Neuwahlen in Großbritannien auf das Preisgefüge im Energiesektor. Dabei seien Preiskürzungen unter einer von Labour geführten Regierung wahrscheinlicher. In seinem Basisszenario geht er jedoch von einer Beibehaltung der konservativen Mehrheit aus. Sollte es aber zu Preiskürzungen kommen, dürfte das die Gewinne von Eon belasten.

02/06/2017 Deutsche Bank

[...] Die wahrscheinliche Jamaika-Koalition in Deutschland sei sicherlich kein Optimal-Szenario für die hiesigen Versorger, vor allem nicht für RWE[...] Denn die Grünen seien starke Befürworter eines beschleunigten Ausstiegs aus der Kohleverstromung, wohingegen RWE im Vorjahr in Deutschland 70 Prozent seines Stroms mit Kohle erzeugt habe.

28/09/2017 Independent Research

[...] Eine Fortsetzung der großen Koalition unter CDU und SPD würde die Energiewende unterstreichen und könnte positiv auf Eon und Innogy wirken [...] Eine Koalition mit CDU, FDP und den Grünen wäre

indes für RWE riskanter, da die Grünen den frühzeitigen Ausstieg aus der Kohlenutzung plant.

21/09/2017 Goldman Sachs Group Inc.

[...] Die Vereinbarungen einer neuen Regierung zwischen Union und SPD könnten zudem für langfristige Unsicherheit sorgen.

20/02/2018 HSBC

**Nach erfolgter Regierungsbildung wird eine Abnahme des „regulatorischen Drucks“ gesehen:**

[...] Auch wenn noch nicht alle Fragen zur Energiewende geklärt seien, befinde sich die Politik beim Ausbau der Erneuerbaren Energie auf einem guten Weg. Der regulatorische Druck durch die Energiewende sollte abnehmen. Zudem sei eine Ertragswende in den kommenden Geschäftsjahren in Sicht.

27/06/2018 Norddeutsche Landesbank (Nord/LB)

**Die Ergebnisse der Kohlekommission werden ebenfalls antizipiert und erwartet. Hierbei wird insbesondere die Unsicherheit hinsichtlich des regulatorischen Eingriffs thematisiert.**

[...]Vorschläge [der Kohlekommission] erschienen schärfer als der Markt erwartet habe[...] Nun starteten die Verhandlungen zwischen den Versorgern und der Bundesregierung. Angesichts der zuletzt starken Kursentwicklungen sehe er kurzfristig Kursschwächen für RWE, Uniper und Eon.

28/01/2019 Morgan Stanley

[...] Zu den Belastungsfaktoren gehörten unter anderem die Unsicherheit beim Rückzug aus der Kohleenergie und Druck im Einzelkundengeschäft, woraus Risiken für die Konsensschätzungen resultierten.

06/02/2019 Jefferies

[...] 2019 werde ein Schlüsseljahr für die deutschen Versorger, in dem die Kohlekommission ihre Verhandlungen abschließen und der zwischen Eon und RWE vereinbarte Tausch von Vermögenswerten über die Bühne gehen sollte

17/01/2019 Morgan Stanley

Seine Zuversicht resultiere indes aus der Fokussierung [der RWE] auf die Stromerzeugung und der Expansion bei Erneuerbaren Energien sowie dem positiven Strompreisumfeld. Eisenmann erwartet zudem eine Lösung beim Kohleausstieg und damit Planungssicherheit.

14/11/2019 DZ BANK

**Der Kohleausstieg an sich wird aber nicht grundsätzlich als negativ bewertet, vielmehr gibt es Analysten, die auf Chancen nach Behebung der Unsicherheit hinweisen:**

[...] Der Abschluss des Deals mit Eon und Klarheit bezüglich des deutschen Kohleausstiegs beseitigten die Bürde für die Aktien

07/09/2020 Bernstein Research

[...] Mit dem von der Bundesregierung geplanten Ausstieg aus der Kohleverstromung und der Aufteilung von Innogy unter RWE und Eon beginne eine neue Ära im deutschen Versorgermarkt [...] Eon habe das Zeug, über hohe Synergieeffekte bedeutende Vorteile aus dem Deal zu ziehen. [...]

21/01/2019 Privatbank Berenberg

[...] für RWE nach den Vorschlägen der Kohlekommission von 23 auf 26 Euro angehoben und die Einstufung auf "Kaufen" belassen. Er sehe sich in seiner Meinung bestätigt, dass ein für den Versorger tragbarer Kompromiss erzielt werden könne, schrieb Analyst Werner Eisenmann [...] RWE dürfte ein Hauptprofiteur der im Zuge der Kapazitätsreduzierung bei Kohle und Atomkraft erwarteten Steigerungen der Großhandelsstrompreise sein.

28/01/2019 DZ BANK

[...] sieht RWE als Hauptnutznießer der Vorschläge der Kohlekommission, aber auch Uniper sollte davon profitieren.

28/01/2019 UBS AG

Ebenfalls werden weitere politische Maßnahmen (EU Green Deal, Konjunkturprogramme) bewertet:

[...] Der Green Deal der EU könnte nicht nur für die Stromnetze von Eon positiv sein, sondern auch für Eons Gasnetze.

15/06/2020 RBC Capital Markets

[...] Von diesem [Konjunkturprogramm der Bundesregierung] dürfte Eon als größter Netzbetreiber auf dem deutschen Strommarkt profitieren [...] Gleiches gelte für Anreize des Bundes für einen beschleunigten Übergang zur Elektromobilität.

05/06/2020 Goldman Sachs Group Inc.

Insgesamt antizipieren Analysten regulatorische Eingriffe jeglicher Art (Kontext der Energiewende) und bewerten die Unsicherheit über deren Inhalte als negativ, was im Einklang mit der ökonomischen Theorie steht. Die Ankündigung der Regulierung selbst wird jedoch differenziert betrachtet und als durchaus positiv für die hier analysierten Unternehmen gesehen, einerseits wegen der zu erwartenden Ausgleichszahlungen, andererseits jedoch wegen der Aufhebung der Unsicherheit und der bessern Planungssicherheit.

[Werden absehbare Entschädigungszahlungen berücksichtigt?](#)

Entschädigungs- und Kompensationszahlungen im Zusammenhang mit dem Kohleausstieg werden von den Analysten thematisiert und quantifiziert. Hierbei werden zu hohe Erwartungen als Anlass für die Erwartung von Kurskorrekturen gesehen:

[...]angesichts des beschlossenen Kohleausstiegs in Deutschland bis 2038 oder früher auf "Top Pick" [...]belassen. Insgesamt unterscheide sich der Beschluss nicht allzu sehr von den Erwartungen[...] Positiv sei, dass sich die Bundesregierung zu Kompensationszahlungen verpflichtet habe.

28/01/2019 RBC

[...] Mit Blick auf mögliche staatliche Ausgleichsleistungen im Zusammenhang mit dem Kohleausstieg hält er die Markterwartungen allerdings für etwas optimistisch

08/04/2019 JP Morgan Chase & Co.

Vor Weihnachten dürfte das Kohleausstiegsgesetz verabschiedet werden und das Ergebnis der Verhandlungen mit den Kraftwerksbetreibern beinhalten [...] Der Markt schein derzeit die Kompensationszahlungen für den Ausstieg auf 1 bis 1,5 Milliarden Euro zu schätzen, sodass eine höhere Summe positive Kursreaktionen auslösen dürfte.<sup>197</sup>

11/12/2019 Goldman Sachs

[...]Das Gesetz zum Kohleausstieg bringe zudem Klarheit über die Kompensationszahlungen vom Staat.

10/12/2019 Barclays

Die anstehende Einigung hinsichtlich der Entschädigung wird als Kurstreiber ausgemacht:

[...] Die voraussichtlich bald anstehende Einigung über die Entschädigung für den Braunkohle-Ausstieg dürfte im Jahr 2020 zum wichtigsten Kurstreiber für die RWE-Aktie werden[...] Möglicherweise seien hier die Markterwartungen sogar noch zu niedrig.

07/01/2020 Goldman Sachs

## 2.4 Fazit

In der hier durchgeführten Analyse wurden 5.698 Meldungen von 106 Analysten für sechs börsennotierte Unternehmen des Energiesektors im Zeitraum 2004-2020 zu Grunde gelegt. Aufgrund der zu untersuchenden Zeiträume wurden hieraus 5.257 Meldungen für die drei größten Energieunternehmen EON, RWE und Uniper im Zeitraum 2016-2020 berücksichtigt.

Die Analyse des Zeitraums vor Diskussion des Kohleausstiegs stellt die Basisperiode dar. Analysten diskutieren hier bereits die Wirkung verschiedener Regulierungsvorhaben und deren Bedeutung für die Energieunternehmen. Das Produkt „Strom“ unterlag in der Vergangenheit bereits zahlreichen regulatorischen Eingriffen, so dass die Sektoranalysten dies berücksichtigen. Beispielhaft finden sich vor der Bundestagswahl 2017 Szenarioanalysen hinsichtlich möglicher Koalitionen und deren Wirkung auf die Regulierung des Marktes.

---

<sup>197</sup> Stand heute liegen die erwarteten Entschädigungen mehr als doppelt so hoch, so dass, folgte man dem Analysten, die Kursreaktion der RWE vor diesem Hintergrund betrachtet werden könnte.

Hierbei ist bemerkenswert, dass weder im textlichen Teil Regulierung per se als negativ diskutiert wird, noch sich in der statistischen Analyse eine deutliche Reduktion der Analystenmeinung durch erwartete Regulierungseingriffe ergibt. Vielmehr wird Unsicherheit über einen Regulierungsumfang als zusätzliches Risiko gesehen, welches die Kurserwartung belasten kann. Die eigentliche Regulierungsmaßnahmen werden dann aber differenziert und, beim Kohleausstieg, durchaus positiv aufgenommen.<sup>198</sup>

Die statistische Analyse der Analystenratings und -kursziele zeigt über den Zeitraum der Ankündigung des Kohleausstiegs über die Vorschläge der Kohlekommission bis hin zur Verankerung in Gesetzesform im Mittel steigende Markterwartungen der Analysten. Diese Beobachtung gilt unterschiedlich stark für die drei untersuchten Unternehmen, welches mit dem jeweils gewählten Geschäftsmodell zusammenhängt. Während die Braunkohle bei RWE eine starke Rolle spielt ist UNIPER vermehrt in der Steinkohle und dem Gasmarkt aktiv, für EON ergab sich eine deutliche Fokussierung auf Verteilnetze zu Lasten der Stromerzeugung. Entsprechend positiv ändern sich die Analystenschätzungen nach Bekanntgabe des Kohleausstiegs und der erwarteten Ausgleichzahlungen für die RWE im Gegensatz zu einem moderaten Anstieg der Konsensmeinung bei EON und keiner signifikanten Änderungen bei EON (vgl. Graphik und Tabelle 6).

Limitierungen in der Datenverfügbarkeit, welche ausführlicher in der Beschreibung der Datenbasis diskutiert wurden, grenzen die Verallgemeinerung der hier analysierten auf die insgesamt vom Kohleausstieg betroffenen Unternehmen ein. So könnte es sein, dass die nicht im Fokus der Analysten stehenden Unternehmen aufgrund ihrer unterschiedlichen Struktur die Wirkung der Regulierung anders bewerkstelligen können. Auskunft hierüber könnte eine Betrachtung der Unternehmenspublikationen, wie Abschlussberichte und Risikoausblicke, zusammen mit einer klassischen Unternehmensbewertung liefern. Beides liegt jedoch außerhalb des hier vorgegebenen Analyseumfangs.

---

<sup>198</sup> Zur Wirkung des Kohleausstiegs auf die Makroebene der betroffenen Regionen vgl. Oei/Hermann/Herpich/Holemöller/Lünenbürger/Schult: Coal phase-out in Germany. Implications and policies for affected regions. *Energy* 196 (2020). <https://doi.org/10.1016/j.energy.2020.117004>

### 3. Zusammenfassung

Festzuhalten ist abschließend, dass der Kohleausstieg zu einer staatlichen Entschädigungspflicht führen dürfte. Die Höhe der Entschädigung richtet sich im Ausgangspunkt nach dem Ertragswert des betroffenen Unternehmens bzw. der betroffenen Investitionen, welcher – jedenfalls nach der herrschenden schiedsgerichtlichen Praxis – anhand der DCF-Methode zu ermitteln ist. Der Strompreis und die Absatzmöglichkeiten von Strom aus fossilen Energieträgern ist dabei ein maßgeblicher Faktor bei der Wertermittlung. Aus verfassungsrechtlicher und europarechtlicher Sicht fließen in die Wertermittlung auch regulatorische Unsicherheiten negativ ein; die schiedsgerichtliche Praxis hingegen ist sich diesbezüglich uneins, wenngleich in der Summe eine Tendenz zur Berücksichtigung solcher Unsicherheiten festzustellen ist. Die Einbeziehung politischer und regulatorischer Unsicherheiten entspricht wirtschaftswissenschaftlich anerkannten Bewertungskriterien, wie sie sich in den meisten einschlägigen Analystenreports widerspiegeln. Eine Diskrepanz zwischen den tatsächlichen wirtschaftswissenschaftlichen Bewertungen und den aus rechtlicher Sicht idealtypischen Bewertungen ist somit nicht festzustellen.

Auffällig ist ferner, dass der Kohleausstieg als solcher in den Analystenreports nicht negativ bewertet wird, und zwar zum Teil unter Hinweis auf die zu erwartende Entschädigungshöhe.<sup>199</sup> Möglicherweise ist dies ein Indiz für eine von den betroffenen Unternehmen erwartete Überkompensation. Dieser Aspekt ist von erheblicher Bedeutung, weil eine Überkompensation beihilferechtlich unzulässig sein dürfte.

Ebenso ist ersichtlich, dass Regulierung nicht als per se negativ diskutiert wird, insbesondere vor dem Hintergrund von Entschädigungszahlungen einerseits und der Transformation in neue Geschäftsfelder andererseits; negative Auswirkungen ergeben sich jedoch klar aus regulatorischen Unsicherheiten. Auch vor diesem Hintergrund dürfte sich ein negativer Einfluss des Kohleausstiegs auf die Bewertung von Unternehmen tendenziell geringhalten, zumal der Kohleausstieg nicht plötzlich beschlossen wurde, sondern sich ein Paradigmenwechsel seit Jahrzehnten anbahnte.

Der zuletzt genannte Aspekt ist auch bei der Ermittlung eines Abschlags von den Unternehmenswerten wegen reduzierten Vertrauensschutzes bei der Bemessung der Entschädigungshöhe von Bedeutung, wobei eine einheitliche schiedsgerichtliche Praxis insoweit nicht existiert. Die Höhe der Entschädigung wird ebenfalls durch das Alter und die verbleibende Lebensdauer der jeweils relevanten Investitionsgüter beeinflusst.

---

<sup>199</sup> Hinweise auf eine Diskussion des „Dominoeffektes“ durch das Abschalten zu vieler Kraftwerke fanden sich in den betrachteten Analystenreports nicht.

## Anhang zu Kapitel 2

Unternehmen	Grund für nicht Auswahl
ENGIE	Nicht börsennotierte AG, aber ausländische Investoren
Energycity	Nicht börsennotierte AG, Eigentümer: Versorgungsgesellschaft Hannover, Thüga und Region Hannover
Trianel	GmbH, Gemeinschaftsunternehmen von Stadtwerken
GKM	Nicht börsennotierte AG, im Besitz von RWE, ENBW und MVV, Mannheim
Steag	GmbH, Gesellschafter KSBG Kommunale Beteiligungsgesellschaft GmbH
Swb Erzeugung	Nicht börsennotierte AG, Stadtwerk
SWM Services	Stadtwerke München
Vattenfall	Nicht börsennotierte AG
VW Kraftwerk	Im Besitz der Volkswagen AG mit ausländischen Investorenbeteiligung
VSE	Nicht börsennotierte AG, ehemals Vereinigte saarländische Elektrizitätswerke
LEAG	Nicht börsennotierte AG, im

Tabelle 7: Diskussion der Energieunternehmen bei der Auswahl der Datengrundlage

Parameter	Beschreibung
unternehmen	Unternehmensname
analyst	Bankname
kursziel	Einschätzung des Aktienkurses
rating_now	Einschätzung des Ratings, vgl.
kurs	Aktueller Aktienkurs
abst_kursziel	Abstand des Analysten Kursziels zum aktuellen Kurs
rating_vorher	Vorherige Einschätzung falls vorhanden
analyst_name	Name des Analysten
kgv	Kurs Gewinn Verhältnis
avg_kursziel	10.97
descr	Analysteneinschätzung
ticker	Kursticker
date	Datum

Tabelle 8: Parameter der Analystenreports



© 2020 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).