

WP/StB Dr. Irg Müller / Lukas Woltery

# Die Bewertung von Energieverteilnetzen – Ausgewählte Besonderheiten, ihre Berücksichtigung in der Bewertungspraxis und rechtliche Entwicklungen



WP/StB Dr. Irg Müller, ist als Partner bei NS+P Dr. Neumann, Schmeer und Partner, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, in Aachen, tätig und beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit Fragestellungen der Corporate Finance, der (Unternehmens-)Bewertung und der transaktionsnahen Beratung. Zu seinen Mandanten zählen Unternehmen verschiedener Branchen, einschließlich der Ver- und Entsorgungswirtschaft.

## I. Einleitung

Die Wertermittlung von Energieverteilnetzen stellt einen Sonderfall der Unternehmensbewertung dar. Dies betrifft sowohl die subjektive Bewertung eines Energienetzes im Rahmen einer Konzessionsbewerbung, als auch die Ermittlung eines objektivierten Werts im Rahmen einer gerichtlichen Auseinandersetzung anlässlich des Eigentumsübergangs beim Wechsel des Konzessionsinhabers.

Viele bestehende Wegenutzungsverträge für Strom und Gas in Deutschland sind in den vergangenen Jahren ausgelaufen bzw. laufen in den kommenden Jahren aus. Wird ein Konzessionsvertrag nach seinem Ablauf nicht verlängert, so ist der bisher Nutzungsberechtigte nach § 46 Abs. 2 Satz 3 EnWG verpflichtet, das Energieverteilnetz dem neuen Energieversorgungsunternehmen gegen Zahlung einer wirtschaftlich angemessenen Vergütung zu übereignen.<sup>1</sup>

Dabei besteht aufgrund des gesetzlich nicht näher bestimmten Rechtsbegriffs der „wirtschaftlich angemessenen Vergütung“, welche regelmäßig und fallspezifisch eine Auslegung bzw. Konkretisierung durch die Rspr. erfordert, aktuell eine große rechtliche und wirtschaftliche Unsicherheit bei der Übertragung von Energieverteilnetzen.

Der Wert bzw. der Preis eines Verteilnetzes ist durch ein sich im Wandel befindliches regulatorisches Umfeld, technische Neuerungen sowie Veränderungen in der deutschen Energiepolitik geprägt.<sup>2</sup> Im Rahmen einer freien Transaktion führen diese Einflussfaktoren aufgrund unterschiedlicher Prämissen zu einer Divergenz der von Käufer und Verkäufer ermittelten Werte, welche die Grundlage für die anschließenden Preisverhandlungen bilden.

Eine rechtssichere Bewertung, die sich an den Ausführungen des EnWG orientiert, erfordert jedoch die Ermittlung eines (zumindest) rechtlich eindeutigen Werts.<sup>3</sup>

Ein am 03.02.2016 verabschiedeter Gesetzesentwurf der Bundesregierung konkretisiert den Begriff der „angemessenen wirtschaftlichen Vergütung“ und entfaltet damit eine erhebliche Relevanz für eine Vielzahl (zukünftiger) Bewertungsfälle.

Ziel dieses Beitrags ist es, ausgewählte Besonderheiten der Bewertung von Energieverteilnetzen im Rahmen gesetzlicher Bewertungsanlässe aufzuzeigen.<sup>4</sup> Darüber hinaus werden konkrete Handlungsempfehlungen bzw. Vorgehensweisen in der Praxis aufgezeigt. Abschließend werden aktuelle rechtliche Neuerungen thematisiert, die Auswirkungen auf die (zukünftige) Wertermittlung haben.

## II. Wertkategorie

In der aktuellen Rspr. und Fachliteratur werden drei wesentliche Wertkategorien thematisiert: Sachzeitwert, kalkulatorischer Restwert und objektivierter Ertragswert.

Konzessionsverträge enthalten i.d.R. eine sog. Endschaftsklausel, die festlegt, auf welche Art und zu welchen Bedingungen der Altkonzessionär die Versorgungsanlagen nach Beendigung des Vertrags zu übertragen hat. Häufig legt diese Klausel als Kaufpreis den Sachzeitwert zugrunde. Der Sachzeitwert wird im Allgemeinen von Gesetzgeber, Regulierungsbehörden und Energieversorgungsunternehmen dem Substanzwert

<sup>1</sup> Die Laufzeit von Konzessionsverträgen ist nach § 46 Abs. 2 Satz 1 EnWG auf max. 20 Jahre begrenzt.

<sup>2</sup> Vgl. *Sauthoff/Klüssendorf/Kahl* in: PricewaterhouseCoopers (Hrsg.), *Entflechtung und Regulierung in der deutschen Energiewirtschaft*, 2. Aufl. 2008, S. 565.

<sup>3</sup> Vgl. *Bundesnetzagentur/Bundeskartellamt*, *Gemeinsamer Leitfaden zur Vergabe von Strom und Gaskonzessionen und zum Wechsel des Konzessionsnehmers*, 2. Aufl. v. 21.5.2015, Rn. 1, abrufbar unter: [http://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Publikation/DE/Leitfaden/Leitfaden%20-%20Vergabe%20von%20Strom-%20und%20Gaskonzessionen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=7](http://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Publikation/DE/Leitfaden/Leitfaden%20-%20Vergabe%20von%20Strom-%20und%20Gaskonzessionen.pdf?__blob=publicationFile&v=7); Stand: 4.5.2016.

<sup>4</sup> Für weitergehende Ausführungen vgl. *Straßer/Fimpel/Storp*, *Besonderheiten bei der Bewertung von Strom- und Gasnetzen*, *BewP 2/2014* S. 50.

gleichgesetzt und unterstellt somit für Zwecke der Bewertung die Rekonstruktion der Unternehmenseinheit.<sup>5</sup>

Den Ausgangspunkt der Ermittlung eines Sachzeitwerts bildet regelmäßig das technische Mengengerüst, welches vom Altkonzessionär zur Verfügung gestellt wird und auf dessen Grundlage mithilfe der sog. Tagesneuwert- oder Indexverfahren der Sachzeitwert abgeleitet wird.<sup>6</sup>

Im Rahmen einer frühen Grundsatzentscheidung hat der BGH im Kaufering-Urteil entschieden, dass vertragliche Sachzeitwert-Regelungen grds. einer wirtschaftlich angemessenen Vergütung entsprechen. Sie würden jedoch dann prohibitiv wirken und somit unzulässig werden, wenn der Sachzeitwert wesentlich über dem Ertragswert liegt und so eine Übernahme durch einen wirtschaftlich handelnden Erwerber verhindert.<sup>7</sup>

Die Kaufering-Entscheidung fiel zwar vor der Liberalisierung des Energiemarktes im Jahr 2008, allerdings hat der BGH mit Beschluss vom 03.06.2014 bestätigt, dass die am Ertragswert orientierte Vergütungshöhe auch unter den aktuellen energiewirtschaftlichen Rahmenbedingungen gilt.<sup>8</sup>

Mit Einführung der Anreizregulierung im Jahr 2009 wurde der Terminus des kalkulatorischen Restwerts in den Entgeltverordnungen für Strom und Gas (kurz: StromNEV bzw. GasNEV) eingeführt. Dieser bildet u.a. einen Ausgangswert für die Ermittlung des betriebsnotwendigen Eigenkapitals und der entsprechend zu genehmigenden kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung.<sup>9</sup> Ihm kommt somit im Rahmen der regulatorischen Anreizregulierung eine besondere Bedeutung zu, auch wenn er nicht als eine eigenständige Bewertungsmethodik zu verstehen ist.<sup>10</sup>

Gleichwohl wird vereinzelt von Gerichten gefordert, den kalkulatorischen Restwert zur Bestimmung einer wirtschaftlich angemessenen Vergütung heranzuziehen. Demnach sei zur Ermittlung eines objektivierte Ertragswerts auf den um Baukos-

tenzuschüsse und Netzanschlusskostenbeiträge bereinigten kalkulatorischen Restwert abzustellen.<sup>11</sup>

Während der Sachzeitwert und der kalkulatorische Restwert in der Rspr. nur vereinzelt zur Bestimmung einer wirtschaftlich angemessenen Vergütung herangezogen werden, wird in den meisten Gerichtsurteilen und in der Fachliteratur der Ertragswert als die geeignetste Methode der Wertermittlung präferiert.<sup>12</sup>

Übereinstimmung bei der Ertragswertermittlung von Energieverteilnetzen im Vergleich zu der Bewertung von Unternehmen besteht darin, dass – obwohl es sich hier um Sachgesamtheiten handelt – die einschlägigen Vorschriften der Unternehmensbewertung (so auch diejenigen des IDW S 1) entsprechend anzuwenden sind.<sup>13</sup>

Folglich ergibt sich der Ertragswert auf Grundlage einer integrierten Planungsrechnung, welche die branchenspezifischen Besonderheiten hinsichtlich der Umsatzentwicklung, der operativen Betriebskosten sowie der Abschreibungen, Zinsen und Steuern berücksichtigt. Abb. 1 auf S. XX stellt die vorgenannten Wertkategorien, die Vorgehensweise der jeweiligen Wertermittlung sowie den allgemein gebräuchlichen Verwendungszweck gegenüber.

### III. Bewertungsperspektive und Synergien

Ausgangspunkt der objektivierten Ertragswertermittlung ist die Festlegung der Bewertungsperspektive. Nach IDW S 1 erfolgt die (objektivierte) Wertermittlung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rspr. bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person.<sup>14</sup>

Echte Synergieeffekte sind bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte nach IDW S 1 aufgrund des vorgesehenen Stand-alone-Prinzips nicht zu berücksichtigen. Demnach ist ein Unternehmen vielmehr so zu bewerten, wie es „steht und liegt“. Unechte Synergieeffekte hingegen



**Lukas Woltery, M.Sc.**, ist Mitarbeiter bei NS+P Dr. Neumann, Schmeer und Partner. Zu seinem Tätigkeitsfeld zählen die Bereiche Corporate Finance und Unternehmensbewertung. Zu seinem Aufgabengebiet gehören weiterhin die Durchführung von Due Diligence, die Begleitung von Unternehmenstransaktionen sowie die Aufstellung integrierter Planungs- und Investitionsrechnungen.

<sup>5</sup> Vgl. Schmidt, Der Sachzeitwert als Übernahmepreis bei der Beendigung von Konzessionsverträgen, 1991, S. 21.

<sup>6</sup> Vgl. Meier, Bewertung von Energieverteilnetzen im Falle eines Konzessionsübergangs, 2014, S. 85.

<sup>7</sup> BGH, Urteil vom 16.11.1999 – KZR 12/97, NJW 2000 S. 577 = RS0711879.

<sup>8</sup> BGH, Beschluss vom 3.6.2014 – EnVR 10/13, NVwZ 2014 S. 1600 = RS0709029.

<sup>9</sup> Vgl. § 7 StromNEV/GasNEV.

<sup>10</sup> Vgl. Salcher/Keller/Beckmann, Verfahren zur Bewertung von Strom- und Gasnetzen im Rahmen der Beendigung von Konzessionsverträgen, N&R 2012 S. 1.

<sup>11</sup> OLG Frankfurt/M., Urteil vom 14.6.2011 – 11 U 36/10 (Kart), RS0920455.

<sup>12</sup> Vgl. Meier, a.a.O. (Fn. 6).

<sup>13</sup> BGH, Urteil vom 16.11.1999 – KZR 12/97, NJW 2000 S. 577 = RS0711879; vgl. Theobald/Mau, Der Ertragswert als wirtschaftlich angemessene Vergütung für Netzanlagen der allgemeinen Versorgung, RdE 2012 S. 315.

<sup>14</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 31.

Abb. 1: Wertkategorien von Energieverteilnetzen – Ermittlung und Verwendungszweck

Wertkategorie	Ermittlung	Zweck / Verwendung
Sachzeitwert	Fiktiver Rekonstruktionswert oder Indexmethode	Meist vertraglich vereinbart (Endschaffungsklausel)
Kalkulatorischer Restwert	Verzinsung auf Basis historischer Anschaffungs- und Herstellungskosten bzw. Tagesneuwerte	Ausgangsgröße zur Bestimmung der Netzentgeldkalkulation
Ertragswert	Diskontierte Zahlungsüberschüsse an Anteilseigner	Wert des Netzes für einen typisierten rationalen Investor

sind bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte zu berücksichtigen. Allerdings wird hierfür vorausgesetzt, dass „die synergistiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept konkret und plausibel dokumentiert sind“.<sup>15</sup>

Diesem Ansatz folgt das Kaufering-Urteil, welches feststellt, dass der Ertragswert nach für alle denkbaren Erwerber geltenden Kriterien zu ermitteln ist.<sup>16</sup>

Neuere Rspr. grenzt die Bewertungsperspektive weiter ein. Demnach ist zur Prüfung der Angemessenheit einer wirtschaftlichen Vergütung nicht (mehr) auf einen durchschnittlichen Erwerber abzustellen; vielmehr habe die Auswahl des denkbaren Netzerwerbers aus einer „Gruppe der Besten“ zu erfolgen.<sup>17</sup> Daraus folgt, dass für die Ertragswertermittlung sowohl echte als auch unechte Synergien einzubeziehen sind.

In anderer Rspr. werden zur Ermittlung einer wirtschaftlich angemessenen Vergütung rein subjektive, an die Verhältnisse des individuellen Bewerbers anknüpfende Merkmale ausgeschlos-

sen. Andererseits seien im Bewertungskalkül allerdings auch völlig ineffiziente Unternehmen als denkbarer Erwerber auszuklammern.<sup>18</sup>

Andere Gerichte wiederum unterstellen, dass der denkbare Erwerber über ein vorhandenes Energieverteilnetz verfügt und somit unechte Synergien in die Wertermittlung einzubeziehen sind. Echte Synergien seien nur zu berücksichtigen, wenn diese Effekte bei jedem potenziellen Erwerber aus dem Kreis der besten Bieter einträten. Denkbare Synergien im Vertrieb dürften keine Berücksichtigung finden.<sup>19</sup>

Aufgrund vorstehend beschriebener unterschiedlicher Auslegung der Bewertungsperspektive und der daraus folgenden Typisierungsprämisse wird in der Bewertungspraxis diskutiert, wie der typisierte Erwerber konkret zu definieren ist und ob „echte“ Synergien in der objektivierten Bewertung zu berücksichtigen sind.

Tab. 1 stellt eine beispielhafte Kategorisierung denkbarer Erwerber dar, wie sie in der Bewertungspraxis vorzufinden ist. Dabei erfolgt die Gruppierung in zwei Dimensionen: Zum einem wird unterschieden, ob der typisierte Erwerber bereits über ein Netz der identischen Energiesparte, ein

<sup>15</sup> Vgl. *IDW S 1* i.d.F. 2008, Tz. 33, 34 & Tz. 50, 51; *IDW, WP-Handbuch* 2014, Bd. II, 14. Aufl. 2014, Abschn. A, Rn. 85.

<sup>16</sup> BGH, Urteil vom 16.11.1999 – KZR 12/97, NJW 2000 S. 577 = RS0711879.

<sup>17</sup> OLG Koblenz, Beschluss vom 11.11.2010 – U 646/08.Kart, ZNER 2011 S. 338 = RS0938702.

<sup>18</sup> OLG Karlsruhe, Beweisbeschluss vom 24.10.2012 – 6 U 168/10, RdE 2013 S. 88.

<sup>19</sup> LG Magdeburg, Beschluss vom 10.2.2014 – 36 O 68/13 \*011\*.

Tab. 1: Beispielhafte Definition von denkbaren Erwerbergruppen aus der Bewertungspraxis

Definition der Erwerbergruppen	räumliche Nähe	keine räumliche Nähe
Erwerber, die bereits über ein Netz der identischen Energiesparte und Netze anderer Energiesparten verfügen	I.A	II
Erwerber, die bereits über ein Netz anderer Energiesparten verfügen	I.B	
Erwerber, die über kein eigenes Netz verfügen	III	IV

oder mehrere Energieverteilnetze anderer Sparten oder kein eigenes Energieverteilnetz verfügt. Zum anderen erfolgt die Einteilung in Erwerber, die eine räumliche Nähe zu dem zu übernehmenden Energieverteilnetz aufweisen bzw. in Erwerber, die (relativ gesehen) in weiter Entfernung zu dem betroffenen Netz angesiedelt und operativ tätig sind. Auf Grundlage dieser Einteilung erfolgt eine unterschiedliche Berücksichtigung von Synergieeffekten (dem Grunde und der Höhe nach).

#### IV. Kapitalisierungszinssatz

Die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes folgt bei der objektivierten Ertragswertermittlung von Energieverteilnetzen der Methodik des IDW S 1. Demnach ist der zu verwendende Basiszinssatz entsprechend der Zinsstrukturkurve nach Svensson abzuleiten.<sup>20</sup> Die Risikoprämie wird mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen wie dem CAPM ermittelt bzw. in Anwendung der einschlägigen Empfehlungen des IDW angesetzt.<sup>21</sup>

Besonderheiten ergeben sich u.a. bei der Ableitung eines angemessenen Betafaktors. Neben den klassischen Risikofaktoren (operatives Risiko und Finanzierungsrisiko) ist bei der Bewertung von Energieverteilnetzen insb. die vorherrschende Regulierungsunsicherheit zu berücksichtigen. Während das operative Risiko aufgrund der durch das Versorgungsgebiet vorgegebenen und damit weitestgehend stabilen Kundenbasis regelmäßig als unterdurchschnittlich einzuschätzen ist, wird das Finanzierungsrisiko über die Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur des Netzunternehmens berücksichtigt.<sup>22</sup> Das Regulierungsrisiko ergibt sich aus der Unsicherheit über die zukünftige Ausgestaltung der Regulierung.

Dabei wird in der Literatur diskutiert, ob das Regulierungsrisiko als systematisches oder unsystematisches Risiko einzustufen und damit im Beta-Faktor oder in den zu kapitalisierenden finanziellen Überschüssen zu berücksichtigen ist.<sup>23</sup> Für eine Qualifizierung als systematisches Risiko spricht, dass regulatorische Maßnahmen, welche nicht selten politisch initiiert sind, vergleichbar mit Gesetzesänderungen auf alle (betroffenen) Unternehmen wirken. Unter dieser Prämisse entspricht die Regulierungsunsicherheit einem Risiko, welches nicht ausschließlich die Sphäre des zu bewertenden Unternehmens betrifft und nicht durch Diversifikation eliminiert werden kann. Diese These wird auch durch empirische Untersuchungen unterstützt;<sup>24</sup> insb. wurde im Zusammenhang mit dem Wechsel zur Anreizregulierung ein höheres systematisches Risiko und somit eine Korrelation des Regulierungsrisikos mit der Rendite des Marktportfolios nachgewiesen.<sup>25</sup>

In der gängigen Bewertungspraxis erfolgt die Ableitung von Betafaktoren auf Grundlage der Renditen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen. Da bislang keine reinen Energienetzbetreiber aus Deutschland an der Börse notiert sind, erfolgt die Ableitung der Betafaktoren i.d.R. durch Heranziehen ausländischer Netzbetreiber.

In einem vergleichenden Gutachten, welches die in vier unterschiedlichen Studien ermittelten Bandbreiten von Betafaktoren aus OECD-Ländern (unverschuldete Betafaktoren mit täglichen Daten und Vasicek-Adjustierung über 3 Jahre) gegenüberstellt, werden für die Branche der Energienetzbe-

<sup>20</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 117.

<sup>21</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 118.

<sup>22</sup> Vgl. Beyer/Keller, in: Drukarczyk/Ernst (Hrsg.), Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2010, S. 401.

<sup>23</sup> Vgl. Ballwieser/Lecheler, Die angemessene Vergütung für Netze nach § 46 Abs. 2 EnWG, 2007, S. 90; Pedell, Regulatory Risk and the Cost of Capital: Determinants and Implications for Rate Regulation, 2006, S. 37 ff.

<sup>24</sup> Vgl. Pedell, a.a.O., (FN. 23), S. 37 f.

<sup>25</sup> Vgl. Pedell, Energiewirtschaftliche Tagesfragen 2007 S. 32-35.

**Tab. 2: Gegenüberstellung der Ableitung der Kapitalkosten nach IDW S 1 und der Methodik der BNetzA**

Ableitung nach IDW S 1	Abweichung BNetzA
Laufzeitäquivalenter risikoloser Basiszinssatz; Ableitung des Basiszinssatzes von der gültigen Zinsstrukturkurve und zeitlich darüber hinausgehenden Prognosen	Umlaufrendite nach Durchschnitt der Deutschen Bundesbank; beinhaltet Industrieobligationen und Bankschuldverschreibungen (nicht risikolos) sowie Papiere mit einer mittleren Restlaufzeit von mehr als 3 Jahren (keine äquivalente Laufzeit)
Modigliani-Miller: Re-Levern unter Anwendung unternehmensspezifischer Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals	Ansatz der Kapitalstruktur aus der Netzentgeltverordnung (40% Eigenkapital zu 60% Fremdkapital) zu Buchwerten
Re-Levern für jede Bewertungsperiode	Einmalige Anpassung zum Beginn der Regulierungsperiode
Stichtagsbezogene Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	Einmalige Ableitung für die prospektive Anwendung in einem mehrjährigen Zeitraum

treiber Betafaktoren angegeben, die zwischen 0,28 (unteres Quartil) und 0,42 (oberes Quartil) liegen.<sup>26</sup>

Als Ausgangsbasis für die Zusammenstellung der Gruppe der Vergleichsunternehmen bieten sich für den Bewertungspraktiker diejenigen Unternehmen an, die auch als Vergleichsgruppe in dem von Frontier Economics erstellten und oben erwähnten Gutachten angesetzt wurden, welches u.a. die Grundlage zur Bestimmung der einheitlichen Eigenkapitalzinssätze für Neu- und Altanlagen von Strom- und Gasnetzen im Rahmen der Anreizregulierung bildet.<sup>27</sup>

Da in vorgenannter Festlegung bereits dem Risiko eines durchschnittlichen Netzbetriebs in Deutschland angemessene Kapitalkosten zur Bestimmung der Erlösobergrenze für die zweite Regulierungsperiode abgeleitet worden sind (9,05% vor Steuern für Neuanlagen bzw. 7,14% vor Steuern für Altanlagen), stellt sich die Frage, ob eine fallspezifische Ableitung eines dem spezifischen Bewertungsanlass adäquaten Kapitalisierungszinssatzes überhaupt noch notwendig ist.

Die seitens der BNetzA festgelegten Kapitalkostensätze zur Ermittlung der Erlösobergrenze ersetzen jedoch keine Kapitalkostenableitung zum Zwecke der Bewertung. Vielmehr ist aufgrund der

Missachtung einiger elementarer Grundsätze des IDW S 1 zwingend eine eigenständige Ableitung der Kapitalkosten notwendig. Tab. 2 zeigt die wesentlichen Abweichungen in der Methodik der BNetzA auf.<sup>28</sup>

Abb. 2 auf S. xx gibt die Entwicklung des nach den derzeit gültigen Empfehlungen des IDW abgeleiteten Basiszinssatz im Vergleich zu den von der BNetzA vorgegeben Basiszinssätzen für die erste und zweite Regulierungsperiode i.H.v. 4,23% (erste Regulierungsperiode) bzw. 3,80% (zweite Regulierungsperiode) wieder.

Es wird deutlich, dass der nach den Empfehlungen des IDW abgeleitete Basiszinssatz nahezu im gesamten Betrachtungszeitraum unterhalb des Ansatzes der BNetzA liegt. Auch die Reduzierung des Basiszinssatzes seitens der BNetzA im Rahmen der zweiten Regulierungsperiode änderte an diesem Trend nichts. Vielmehr hat die Differenz in den Folgejahren weiter zugenommen.

Im Hinblick auf die Prognose der finanziellen Überschüsse stellt sich ferner das Problem, dass die BNetzA den Eigenkapitalzinssatz für die dritte Regulierungsperiode (Gas: 2018-2022; Strom: 2019-2023) in 2016 festlegen muss. Für Bewertungsstichtage vor dieser Festlegung sind daher Annahmen in Bezug auf die Entwicklung der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung zu treffen, um die Verzinsung des kalkulatorischen Eigenkapitals zu prognostizieren.

Nach Ansicht des IDW ist aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase in den vergangenen Jahren eine Annäherung des Basiszinssatzes an eine IDW S 1-konforme Ableitung zu erwarten.<sup>29</sup>

<sup>26</sup> Vgl. *Frontier Economics & IGES*, Gutachten zur Bestimmung der Kapitalkosten für Eisenbahninfrastrukturunternehmen unter den besonderen Bedingungen des deutschen Eisenbahnsektors – Aktualisierung 2013, Juni 2013, abrufbar unter: [http://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/Unternehmen\\_Institutionen/VeroeffentlichungenGutachten/Gutachten2013.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/Unternehmen_Institutionen/VeroeffentlichungenGutachten/Gutachten2013.pdf?__blob=publicationFile&v=1); Stand: 4.5.2016.

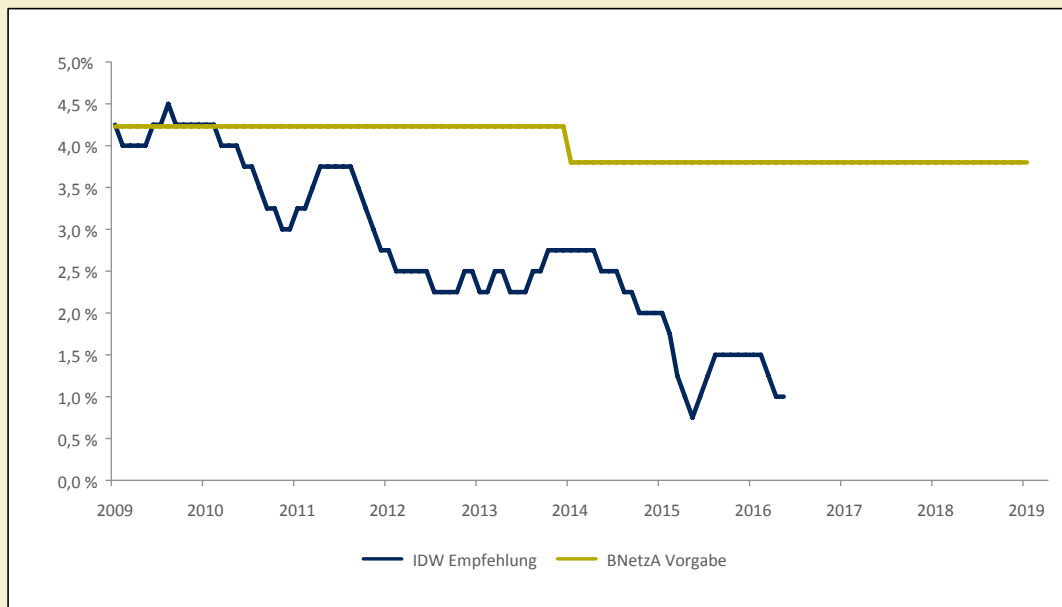
<sup>27</sup> Vgl. *Frontier Economics*, Wissenschaftliches Gutachten zur Ermittlung des Zuschlages zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer unternehmerischer Wagnisse im Bereich Gas, September 2011, abrufbar unter: [http://www.bundesnetzagentur.de/DE/DieBundesnetzagentur/Beschlusskammern/1BKGeschaeftszeichen-Datenbank/BK4-GZ/2011/2011\\_300bis399/BK4-11-304\\_BKV/BK4-11-304\\_Gutachten\\_Wagniszuschlag.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesnetzagentur.de/DE/DieBundesnetzagentur/Beschlusskammern/1BKGeschaeftszeichen-Datenbank/BK4-GZ/2011/2011_300bis399/BK4-11-304_BKV/BK4-11-304_Gutachten_Wagniszuschlag.pdf?__blob=publicationFile); Stand: 4.5.2016.

<sup>28</sup> In Anlehnung an: *Beyer/Keller*, a.a.O. (Fn. 22).

<sup>29</sup> Vgl. Veröffentlichung des IDW im Mitgliederbereich vom 1.7.2013 zur Bewertung von Strom- und Gasversorgungsnetzen im Rahmen der Beendigung von Konzessionsverträgen, S. 5.



Abb. 2: Entwicklung des Basiszinssatzes nach Empfehlung des IDW und Vorgabe der BNetzA



Darüber hinaus ist es laut BNetzA geboten, die Anwendung des CAPM für die dritte Regulierungsperiode nach den methodischen Ansätzen der ersten Festlegung der Eigenkapitalverzinsung zu unterstellen, falls sich die Gegebenheiten der Branche durch bessere Planbarkeit und stabilere gesetzliche Rahmenbedingungen wieder normalisiert haben.<sup>30</sup>

Ob dies zu einer Annäherung der Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalverzinsung an den Kapitalisierungszinssatz nach IDW S 1 führt, bleibt abzuwarten. Allerdings erscheint es aus ökonomischer Sicht sinnvoll, von einer langfristigen Konvergenz und Konsistenz der beiden Zinssätze auszugehen. Der Bewertungspraktiker sollte daher in seinem Planungsmodell zumindest in der Phase der ewigen Rente ein Zusammenlaufen beider Faktoren unterstellen.

## V. Rechtlicher Rahmen und Neuerungen

Die notwendigen Rahmenbedingungen zur Ermittlung des rechtlich angemessenen Werts eines Energieverteilnetzes, die vorstehend ausschnittsweise beschrieben worden sind, werden in der Literatur umstritten diskutiert.<sup>31</sup>

Die politische Einsicht, dass die heutige Situation mit einer großen Unsicherheit behaftet ist, zeigt auch der Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD auf, der anstrebt, das Bewertungsverfahren bei Neuvergabe (z.B. bei der Rekommunalisierung) der Energieverteilnetze eindeutig zu regeln sowie die Rechtssicherheit im Netzübergang zu verbessern.<sup>32</sup>

Die Bundesregierung hat dazu am 03.02.2016 einen Gesetzesentwurf zur Änderung der Vorschriften zur Vergabe von Wegenutzungsrechten zur leitungsgebundenen Energieversorgung (EnWG-RegE) beschlossen, dessen Grundlage die Fassungen eines Referentenentwurfs des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie bildeten.<sup>33</sup>

Der Gesetzesentwurf konkretisiert den Begriff der wirtschaftlich angemessenen Vergütung. Gem.

<sup>30</sup> Vgl. Bundesnetzagentur, Beschluss BK4-11-304 vom 31.10.2011, S. 15.

<sup>31</sup> Vgl. Meier, a.a.O. (Fn. 6).

<sup>32</sup> Vgl. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 18. Legislaturperiode, vom 16.12.2013, S. 43, abrufbar unter: [https://www.bundesregierung.de/Content/DE/\\_Anlagen/2013/2013-12-17-koalitionsvertrag.pdf;jsessionid=2281FC8A105213555FB92EB5715933D3.s3t1?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](https://www.bundesregierung.de/Content/DE/_Anlagen/2013/2013-12-17-koalitionsvertrag.pdf;jsessionid=2281FC8A105213555FB92EB5715933D3.s3t1?__blob=publicationFile&v=2); Stand: 4.5.2016.

<sup>33</sup> Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Entwurf zur Änderung der Vorschriften zur Vergabe von Wegenutzungsrechten zur leitungsgebundenen Energieversorgung vom 3.2.2016 <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/E/entwurf-eines-gesetzes-zur-aenderung-der-vorschriften-zur-vergabe-von-wegenutzungsrechten-zur-leitungsgebundenen-energieversorgung,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>; Stand: 4.5.2016.

§ 46 Abs. 2 Satz 4 EnWG-RegE soll für selbige der sich aus den zu erzielenden Erlösen ergebende objektivierte Ertragswert des Energieversorgungsnetzes maßgeblich sein.

Dies erfolgt vor dem Hintergrund, dass in der Vergangenheit zahlreiche Netzübernahmen durch überhöhte Kaufpreisforderungen des vormaligen Wegenutzungsrechtsinhabers erheblich verzögert wurden. Eine solche Praxis widerspricht jedoch dem mit der Konzeption des in § 46 EnWG verfolgten Ziel eines „Wettbewerbs um das Netz“.

Im Einzelfall kann die Vorgabe des objektivierten Ertragswerts im Gesetzesentwurf dazu führen, dass die angemessene Vergütung unter dem Sachzeitwert liegt. Dies ist der Fall, wenn der bisherige Netzbetreiber ein unterdurchschnittliches Investitionsverhalten gezeigt hat und das Energieverteilnetz bereits weitgehend abgeschrieben ist.

Im theoretischen Fall einer vollständigen Abschreibung könnte er wegen des Verbots der „Abschreibung unter Null“ auch keine weiteren Erträge erwirtschaften; der Altkonzessionär müsste das Verteilnetz effektiv verschenken.<sup>34</sup> Ob eine solche Vorgehensweise durch den Gesetzgeber aufgezwungen werden kann, bleibt abzuwarten.

Gem. § 46 Abs. 2 Satz 5 EnWG-RegE besteht die Möglichkeit für Alt- und Neukonzessionär, sich im Gegensatz zum Ertragswert auf eine anderweitig basierte Vergütung zu einigen. Es ist allerdings zu erwarten, dass bei Umsetzung des Gesetzes von dieser Option i.d.R. kein Gebrauch gemacht wird, da der Neukonzessionär aus wirtschaftlichen Interessen den vermeintlich geringeren Ertragswert ansetzen wird.

Eine Klarstellung, welche Bewertungsperspektive zu wählen ist und ob und in welchem Umfang Synergieeffekte für den typisierten Bewerber zu berücksichtigen sind, bleibt sowohl im Entwurf des Gesetzes als auch in dessen Begründung offen. Ebenso erfolgt keine Konkretisierung hinsichtlich der zu präferierenden Vorgehensweise

bei der Ermittlung des spezifischen Kapitalisierungszinssatzes.

## VI. Fazit

Aufgrund einer Vielzahl von Besonderheiten, die insb. im regulatorischen und rechtlichen Umfeld liegen, erfordert die Bewertung von Energieverteilnetzen besondere Aufmerksamkeit. Durch unterschiedliche Auslegungen der gesetzlichen Vorgaben in der Rspr. besteht eine Unsicherheit in Bezug auf die zu verwendende Wertkategorie. Hier möchte der Gesetzgeber mit einer Neuerung des EnWG Klarheit schaffen. Der objektivierte Ertragswert, der in der Vergangenheit bereits regelmäßig für die Ermittlung einer wirtschaftlich angemessenen Vergütung nach § 46 Abs. 2 EnWG herangezogen wurde, soll den maßgeblichen Wert des Energieverteilnetzes darstellen. Dieses Vorgehen ist zu begrüßen.

Grds. gilt für die Ermittlung einer wirtschaftlich angemessenen Vergütung, dass individuelle Wertvorstellungen eines bestimmten Erwerbers in der Wertfindung keine Rolle spielen dürfen. Eine einheitliche Erwerberdefinition findet sich jedoch in der Vergangenheit weder in der Rspr. noch in der (geplanten) Gesetzgebung.

Ebenso finden sich keine Vorgaben oder Festlegungen hinsichtlich der konsistenten Anwendung von Kapitalisierungszinssätzen. Eine diesbezügliche Konkretisierung durch den Gesetzgeber bzw. im Rahmen höchstrichterlicher Rspr. wäre wünschenswert.

Die in diesem Beitrag dargestellten praktischen Handlungsempfehlungen zeigen beispielhaft auf, wie der Bewertungspraktiker eine hinsichtlich ausgewählter Besonderheiten objektivierte Ertragswertermittlung von Energieverteilnetzen vornehmen kann. Dazu zählt neben der Kategorisierung von denkbaren Erwerbern, der Auswahl einer geeigneten Gruppe von Vergleichsunternehmen und Annahmen über die langfristige Entwicklung des regulatorischen Eigenkapitalkostensatzes die sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes zu Bewertungszwecken.

<sup>34</sup> Vgl. § 6 Abs. 6 StromNEV/GasNEV.