

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 1 von 9

STELLUNGNAHME ZUM BESCHLUSSENTWURF FÜR DIE FESTLEGUNG VON REGELUNGEN FÜR DIE BESTIMMUNG DES KALKULATORISCHEN EIGENKAPITALZINSSATZES FÜR NEUANLAGEN VON OFFSHORE-ANBINDUNGSLEITUNGEN (BK4-23-004)

01. HOHER FINANZIERUNGSBEDARF IM ÜBERTRAGUNGSNETZ ERFORDERT KAPITALMARKTORIENTIERTE VERZINSUNG

Der Deutsche Bundestag hat am 07.07.2022 das so genannte „Osterpaket“ verabschiedet. Darin wurde unter anderem mit der Novelle des EEG und WindSeeG beschlossen, dass bis zum Jahr 2030 80 % eines deutlich erhöhten Stromverbrauchs aus erneuerbaren Energien gedeckt werden sollen. Zudem sollen die Ausbauziele für Windenergie auf See auf mindestens 30 Gigawatt bis zum Jahr 2030, mindestens 40 Gigawatt bis zum Jahr 2035 und mindestens 70 Gigawatt bis zum Jahr 2045 erheblich gesteigert werden. Der aktuelle Netzentwicklungsplan orientiert sich an diesen Zielstellungen der Bundesregierung. Im Rahmen des Netzentwicklungsplan 2037/2045 (NEP 2023) wird ein Investitionsbedarf in Höhe von bis zu 320 Mrd. Euro bis zum Jahr 2045 für notwendige Ausbauten ausgewiesen. Er beschreibt dabei erstmalig die Anforderungen an ein Klimaneutralitätsnetz 2045, wobei dieses zum größten Teil bereits bis zum Jahr 2037 umgesetzt werden muss.

Eine Transformation in dieser Dimension ist nur möglich, wenn der Ausbau der erneuerbaren Energien Hand in Hand mit dem Netzausbau geht. Die vier Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB) stehen somit vor erheblichen netzwirtschaftlichen und ökonomischen Anforderungen, um den notwendigen Netzausbau entsprechend den Vorgaben der Bundesregierung umzusetzen. Für die ÜNB bedeutet dies ganz konkret, dass das Investitionsaufkommen in der vierten Regulierungsperiode nochmals deutlich ansteigt und eine hohe Umsetzungsgeschwindigkeit bei der Realisierung der Vorhaben notwendig ist. Die ÜNB befinden sich in einer starken Wachstumsphase, die durch einen erheblichen zusätzlichen Kapitalbedarf in den nächsten Jahren geprägt ist. Für die Umsetzung dieses ambitionierten Wachstumsprogramms sind stabile Ergebnissrückflüsse durch stabile EK-Konditionen für den Gesamtbestand sowie alle Neuinvestitionen zur Finanzierung des Wachstums zwingend. Klimaneutralität bis 2045 kann nur erreicht werden, soweit die Bundesnetzagentur den Netzbetreibern den zügigen Aus- und Umbau der Übertragungsnetze unter wirtschaftlich tragbaren Bedingungen ermöglicht.

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 2 von 9

Die Finanzierung dieser notwendigen Investitionen in die erheblichen Offshore-Netzausbauvorhaben kann am Kapitalmarkt nur dann gelingen, wenn die Konditionen für Kapitalgeber ausreichend attraktiv sind. Dazu zählt, dass Eigenkapitalgeber bei langfristigen Investitionen eine hohe regulatorische Planbarkeit erwarten können sowie stabile und transparente regulatorische Rahmenbedingungen existieren. Durch die aktuelle Zinswende sind aber auch besonders die Renditeerfordernisse von Eigenkapitalgebern deutlich gestiegen. Unattraktive Konditionen und eine damit verbundene Minderung der Eigenkapitalanteile bei der Finanzierung können negative Auswirkungen auf das Rating der Netzbetreiber haben und somit zu einer Erhöhung der Fremdkapitalkosten führen, die wiederum durch die Netznutzer zu tragen sind. Um das erforderliche Eigenkapital für Neuinvestitionen bereitzustellen, Kapitalabflüsse von bestehenden Eigenkapitalgebern in alternative Anlagen zu verhindern und die Um- sowie Anschlussfinanzierungen bestehender Anlagen zu wirtschaftlichen Konditionen sicherzustellen, ist eine Erhöhung der Eigenkapitalzinssätze für Neu- und Bestandsinvestitionen in der vierten Regulierungsperiode dringend erforderlich.

Sowohl der damalige Präsident der Bundesnetzagentur, Jochen Homann, als auch sein Nachfolger Klaus Müller haben eine nachträgliche Anpassung der Eigenkapitalzinsfestlegung im Fall einer Zinswende an den Kapitalmärkten in Aussicht gestellt. Die Zinswende ist seit Anfang des Jahres 2022 eingetreten, sodass der EZB-Leitzins für das Hauptrefinanzierungsgeschäft bei 4,25 % und auch die von der Bundesbank ausgewiesenen Zinsreihen zu Unternehmensanleihen mittlerweile bei rund 4 % stehen. Überdies liegt der Leitzins der Federal Reserve (US-Notenbank) bereits bei 5,25 - 5,5 %. Fremdkapitalkonditionen gleichen dem bzw. übersteigen den für die vierte Regulierungsperiode festgelegten Eigenkapitalzins von 4,13 % nach Steuern, was aus Sicht von Eigenkapitalgebern eine nicht tragbare Situation darstellt. Somit besteht seit der letzten Festlegung vom 20.10.2021 ein offensichtlicher sowie dringender Handlungsbedarf. Andernfalls ist die Finanzierbarkeit von Investitionen in neue und bestehende Anlagen der ÜNB gefährdet.

02. FESTLEGUNGSENTWURF DER BESCHLUSSKAMMER 4 (BK4) DER BNETZA

Die Bundesnetzagentur (BK4) hat am 23.05.2024 einen Festlegungsentwurf zur Anpassung des Eigenkapitalzinssatzes für Stromnetzbetreiber in der vierten Regulierungsperiode (Jahre 2024 bis 2028) für Offshore-Investitionen veröffentlicht.

Der Entwurf sieht analog zur bereits für Neuinvestitionen im Kapitalkostenaufschlag erfolgten Festlegung BK4-23-002 (KKAuf-Festlegung), welche die ÜNB jeweils gerichtlich angefochten haben, eine jährliche Festlegung des Zinssatzes für Neuinvestitionen in Offshore-Anbindungsleitungen für die Jahre 2024 bis 2028 vor, die auf einer jahresweisen Aktualisierung des risikolosen Basiszinses beruht. Der neue Zinssatz soll nach dem Festlegungsentwurf der Bundesnetzagentur ausschließlich für Neuinvestitionen sowie fertiggestellte Anlagen ab 2024 gewährt werden. Vor 2024 getätigte Investitionen sind von der geplanten Zinsanpassung ausgenommen.

Die in dem Festlegungsentwurf von der BK4 vorgesehenen Anpassungen stellen aus heutiger Perspektive zwar eine nominelle Anhebung der Eigenkapitalverzinsung und damit einen ersten Schritt in die richtige Richtung dar. Sie sind jedoch inkonsistent und lassen wichtige



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 3 von 9

Problemfelder, welche nachfolgend erläutert werden, außen vor. Ohne entscheidende Korrekturen sind sie nicht geeignet oder ausreichend, um die Finanzierung der Energiewende in dem dafür so zentralen Offshore-Bereich mit einem Ausbauziel in Höhe von 30 GW im Jahr 2030, 40 GW bis 2035 und 70 GW bis 2045 zu sichern.

03. BEWERTUNG DES FESTLEGUNGSENTWURFS

Ungerechtfertigte Ungleichbehandlung von Investitionen

Die im Festlegungsentwurf vorgesehenen, unterschiedlichen Behandlungen von Investitionen in Abhängigkeit des Investitionszeitpunktes (Bestand bzw. Investitionen vor 2024 vs. Neuinvestitionen) führen zu betriebswirtschaftlichen Verwerfungen und stellen damit keine adäquaten Maßnahmen zur Lösung der finanziellen Herausforderungen der ÜNB dar.

Keine Zinsanpassung für Bestandsanlagen

Es ist nicht nachvollziehbar, dass Bestandsanlagen und Investitionen vor dem 01.01.2024, die noch nicht fertiggestellt sind, von den Zinsanpassungen ausgenommen werden sollen. Erstere seien laut Bundesnetzagentur bereits „durchfinanziert“. Dieses Argument trifft tatsächlich weder für den Fremdkapital- noch den Eigenkapital-Anteil zu. So erfordert Fremdkapital regelmäßig eine Verlängerung oder einen Ersatz zu jeweils gültigen Marktkonditionen, ist damit in vollem Maße Zinsänderungsrisiken ausgesetzt und setzt letztlich auch immer eine solide Eigenkapitalbasis zur Beibehaltung eines guten Kreditratings voraus. Eigenkapital wiederum ist nicht ohne Weiteres ersetzbar oder herabsetzbar, da Eigenkapitalgebern neben einem Verzicht auf die Wiederanlage von Ergebnisausschüttungen im Wesentlichen ein Verkauf ihrer Anteile bleibt, sofern sich attraktivere Alternativenanlagemöglichkeiten bieten. So besteht gegenwärtig für Kapitalgeber mit Unternehmensanleihen eine risikoärmere Alternative zu vergleichbaren Konditionen als sie mit den EK-Konditionen für Bestandsanlagen von 4,13 % nach Steuern vorgesehen sind.

Darüber hinaus kann eine „Durchfinanzierung“ für ÜNB nicht vorliegen, da sich die ÜNB in einem erheblichen Wachstum befinden und somit das bestehende Kapital im Unternehmen nicht zur Finanzierung der künftigen Investitionen ausreicht. Um das Wachstum zu finanzieren, sind stabile Ergebnisüberschüsse durch höhere EK-Konditionen für den Gesamtbestand zwingend. Die erzielten Ergebnisüberschüsse stehen dann zur Finanzierung des weiteren Wachstums zur Verfügung. Durch die fehlende Einbeziehung der Bestandsanlagen kommt für den überwiegenden Umfang des Kapitals die Absenkung des Eigenkapitalzinssatzes um 1/4 (von 6,91 % auf 5,07 %) zur Anwendung und mindert damit die Ergebnisüberschüsse in gleichem Umfang. Damit wird den ÜNB notwendiges Eigenkapital aus Ergebnisüberschüssen zur Erhöhung der Eigenkapitalbasis in der bevorstehenden starken Wachstumsphase mit nochmals erhöhten Offshore-Netzausbaubedarfen in den Jahren 2022 bis 2028 entzogen.

Die Ungleichbehandlung von Bestands- und Neuinvestitionen ist nicht nur aus Refinanzierungsgesichtspunkten unsachgerecht, sondern auch hinsichtlich ihrer Zweckmäßigkeit im Zuge des beschleunigten Netzausbaus. So dienen bspw. Investitionen der Jahre 2022 oder 2023 ebenso dem beschleunigten Netzausbau wie die Neuinvestitionen ab 2024. Eine zeitliche Trennung erfolgt hier somit willkürlich und entwertet damit insbesondere die Anlagen derjenigen Netzbetreiber, die bereits in der Vergangenheit sehr viel



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 4 von 9

in den Ausbau ihrer Netze investiert und damit bereits einen großen Beitrag zur Energiewende geleistet haben.

Der Vorschlag der Bundesnetzagentur ist auch vor dem Hintergrund der bisherigen Regulierungspraxis nicht konsistent: Während die voranstehend erwähnten Kürzungen der Eigenkapital-Verzinsungen bislang in allen Regulierungsperioden ausnahmslos für alle Investitionen durchgeführt wurden, egal ob Neu- oder Bestandsinvestitionen, soll bei einer Erhöhung des Zinssatzes nun ein Unterschied gemacht werden. Dieser Umstand erschließt sich für die ÜNB nicht und stellt eine Ungleichbehandlung von Bestands- und Neuinvestoren dar. Auch der Präsident der Bundesnetzagentur, Klaus Müller, hat in einem Interview mit dem Tagesspiegel Background vom 23.11.2023 dies bereits erkannt und angekündigt, dass er davon ausginge, in der nächsten Regulierungsperiode wieder zu einem einheitlichen Zinssatz für bestehende und neue Anlagen zurückzukehren.¹ Die Anwendung eines einheitlichen Zinssatzes für Bestands- und Neuanlagen ab der fünften Regulierungsperiode wurde zudem von der Bundesnetzagentur im veröffentlichten Eckpunktepapier „Netze. Effizient. Sicher. Transformiert.“ vom 18.01.2024 zur Weiterentwicklung des Regulierungsrahmens nochmals in Aussicht gestellt.²

Um die für die klimaneutrale Energieversorgung benötigten Finanzmittel am Kapitalmarkt beschaffen zu können, bedarf es deshalb eines Eigenkapitalzinssatzes auf europäischem Niveau für alle Investitionen der ÜNB.

Keine Zinsanpassungen für die Übergangsregelung gemäß § 118 Abs. 48 EnWG

Zinsanpassungen für Investitionen vor dem 31.12.2023 und somit auch Zinsanpassungen für die Übergangsregelung gem. § 118 Abs. 48 EnWG – also Investitionen für bis zum 31.12.2019 fertiggestellte und in Betrieb genommene Offshore-Anbindungsleitungen – sieht die Bundesnetzagentur ebenfalls nicht vor.

Die bis zum Jahr 2019 aktivierten Anlagegüter würden somit gegenüber den aktuellen Konditionen am Kapitalmarkt faktisch deutlich schlechter gestellt werden. Dies trifft in besonderem Maße TSO Lights, die hauptsächlich über Offshore-Anbindungsleitungen im Rahmen der Übergangsregelung verfügen und nur eingeschränkte Investitionen für Anbindungsleitungen, die unter §3a StromNEV bzw. § 17i EnWG fallen, in den Jahren ab 2024 zu erwarten sind. Damit wäre der Großteil der Investitionen dieser Gesellschaften von den Zinsanpassungen ausgeschlossen. Da diese Gesellschaften hauptsächlich gegründet wurden, um Kapital externer Investoren in die Energiewende einzubeziehen, sind genau diese besonders von den nun geplanten Regelungen betroffen, was ein negatives Signal auf den Kapitalmarkt für zukünftige Beteiligungen bedeutet.

Es ist sachlogisch wie finanzierungstechnisch nicht nachvollziehbar, weshalb der Erhalt einer marktgerechten Eigenkapitalverzinsung davon abhängig gemacht werden soll, ob eine Investition vor oder ab dem Jahr 2024 getätigt wird. Die Neufestlegung des Eigenkapitalzinssatzes muss vielmehr zwingend und ohne Einschränkung für alle Investitionen bzw. das vollständig eingesetzte Eigenkapital gelten.

¹ „Einfachere und schnellere Anreizregulierung“ - Tagesspiegel Background

² [Netze. Effizient. Sicher. Transformiert. Eckpunktepapier \(Stand 18.01.2024\) \(bundesnetzagentur.de\)](#)

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 5 von 9

Fehlende Angemessenheit und Verlässlichkeit des Zinssatzes

Fehlender Korrekturfaktor

In dem Festlegungsentwurf zum EK-Zinssatz für Offshore wird der Wagniszuschlag aus der Festlegung des EK-Zinssatzes vom 12.10.2021 in Höhe von 3 % als Produkt von Marktrisikoprämie und Beta-Faktor ($3,7 \% \times 0,81 = 3,0 \%$) unverändert beibehalten. Der in der Ausgangsfestlegung vom 20.10.2021 (BK4-21-055) enthaltene Korrekturfaktor in Höhe von 0,395 Prozentpunkten, der eine konsistente Berechnung des Wagniszuschlages sicherstellen sollte, ist hingegen ohne weitere rechnerische Herleitung und ohne wissenschaftliche Fundierung vollständig nicht berücksichtigt worden.

Aus Sicht von Experten ist jedoch in der vierten Regulierungsperiode grundsätzlich eine Korrektur des Wagniszuschlages erforderlich, da der risikolose Basiszinssatz gemäß § 7 Abs. 4 StromNEV/GasNEV aus einem zehnjährigen Durchschnitt der Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten (Deutschland) besteht, die Marktrisikoprämie jedoch auf Basis von realisierten Renditen eines internationalen Anleiheportfolios unterschiedlicher Länder abgeleitet wird. Aufgrund der vergangenen Niedrigzinsphase und der eingetretenen Zinswende haben sich der im CAPM durch die BNetzA zugrunde gelegte risikolose Zinssatz gemäß § 7 Abs. 4 Strom-/GasNEV (i. H. v. 0,74 %) und der angesetzte risikolose Zinssatz zur Ableitung der Marktrisikoprämie auf Basis der Bondrenditen aus dem Datensatz von DMS (i. H. v. 5,2 %) gegenläufig entwickelt. Aus Sicht von Oxera³ ist daher eine Anpassung der Marktrisikoprämie um 1,16 Prozentpunkte notwendig, um die Unterschiede bei den zugrundeliegenden Laufzeiten, Verfügbarkeitsprämien und Ausfallrisiken beider Anleiheportfolios zu bereinigen. In der Ausgangsfestlegung hat die BNetzA gestützt auf Analysen ihrer Gutachter Frontier/Randl/Zechner⁴ jedoch nur einen Korrekturfaktor von 0,395 Prozentpunkten berücksichtigt.

Somit werden sich auch bei einer jährlichen Ermittlung der EK-Zinssätze entsprechend der vorliegenden Festlegung Differenzen zu den DMS-Zinssätzen ergeben, die einen Korrekturfaktor erfordern. Es ist daher unverständlich, dass die BNetzA den Korrekturfaktor für den EK-Zinssatz für Neuanlagen ohne wissenschaftliche Analysen vollständig streicht und somit im Gegensatz zur Verzinsung der Investitionen vor 2024, für die Neuanlagen nach 2024 einen zusätzlich reduzierten und zudem inkonsistenten Wagniszuschlag verwendet. Dieses Vorgehen isoliert die BNetzA im Vergleich zur internationalen Regulierungspraxis, bei der in allen Ländern auch unter dem Eindruck der Niedrigzinsphase im Jahr 2021 ein höhere Marktrisikoprämie im Wagniszuschlag berücksichtigt wurde.

Auf Seite 8 der Festlegung des EK-Zinssatzes im Kapitalkostenaufschlag begründet die BNetzA selbst die Beibehaltung des Wagnisaufschlags aus der Ausgangsfestlegung wie folgt:

„Die Fixierung des Wagniszuschlags für die vierte Regulierungsperiode führt zu mehr Planungssicherheit für die Netzbetreiber und Investoren. Die Fixierung bietet den Investoren eine langfristige Sicherheit, welche Rendite sie über den variablen Basiszins hinaus vereinnahmen können. Diese Konstanz hat auch positive Auswirkungen auf das Rating der

³ Oxera (2021), „Bestimmung des Wagniszuschlags (Stellungnahme zum Gutachten von Frontier Economics)“, 19 August 2021.

⁴ Frontier/Randl/Zechner (2021), „Wissenschaftliches Gutachten im Auftrag der BNetzA“ 2021.

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 6 von 9

Netzbetreiber. Ratingagenturen sehen flexible Zinssätze grundsätzlich kritisch da solche Zinssätze die Kalkulation von erwarteten Renditen erschweren.“

Dieser zutreffenden Sicht der BNetzA schließen sich die vier ÜNB an. Eine Neubestimmung hätte neben den von der BNetzA genannten Nachteilen auch einen unverhältnismäßigen Ermittlungsaufwand zur Folge. Als Ausgangspunkt bietet sich somit allein der in der Ausgangsfestlegung enthaltene Wagniszuschlag an, welcher unter Berücksichtigung eines Korrekturzuschlags von 0,395 Prozentpunkten ermittelt wurde, um Inkonsistenzen im Wagniszuschlag zu vermeiden. Dieser Korrekturzuschlag müsste aus Sicht von Experten deutlich höher sein und ist daher der Höhe aber nicht dem Grunde nach strittig. Daher ist zu beklagen, dass die BNetzA den Korrekturzuschlag als ein wesentliches Element des Wagniszuschlags streicht und damit im Ergebnis einen inkonsistenten Wagniszuschlag in der Offshore-Festlegung verwendet.

Jährliche Anpassung ohne Mindestverzinsung

Problematisch an dem Beschlussentwurf ist auch die angedachte Flexibilisierung des Zinssatzes über den risikolosen Basiszinssatz. Grundsätzlich ist die Anpassung des Eigenkapitalzinssatzes an das aktuelle Marktzinsniveau eine begrüßenswerte Entwicklung. Die angedachte jährliche Anpassung und damit jährliche Schwankung des Eigenkapitalzinssatzes bringen jedoch auch eine erhebliche Planungsunsicherheit hinsichtlich der erwarteten Rendite aus dem Netzgeschäft für Eigenkapitalgeber mit sich. Diese Unsicherheit kann sich sowohl negativ auf die Investitionsentscheidung potenzieller Investoren in den Netzausbau auswirken als auch auf die Einschätzung von Ratingagenturen. Aus Investorensicht werden zukünftige Erlöse durch eine jährlich schwankende Renditeerwartung schwieriger planbar und eine Investition in das Offshore-Geschäft damit deutlich unattraktiver. Im bis zum Ablauf der dritten Regulierungsperiode bestehenden Regulierungsrahmen konnten Eigenkapitalgeber auf einen stabilen Eigenkapitalzinssatz über die gesamte Regulierungsperiode und damit auf eine gesicherte Mindestrendite vertrauen. Basierend auf diesen vorhersehbaren Investitionsbedingungen konnten Investoren eine valide Investitionsentscheidung treffen und fundiert zwischen verschiedenen Investitionsalternativen abwägen. Durch die im Festlegungsentwurf induzierten Anpassungen wird die Planbarkeit der zukünftigen Rückflüsse erschwert und es bestehen sowohl Risiken als auch Chancen im Hinblick auf die Entwicklung der Eigenkapitalrendite. Hingegen kann aus Investorensicht infolge von möglichen Zinsrückgängen nicht mehr auf ein Mindestmaß an Rendite von Neuinvestitionen vertraut werden, sodass Alternativenanlagen, die ein ähnliches jedoch fixes Zinsniveau aufweisen, deutlich attraktiver werden, da sie eine Mindestrendite versprechen.

Durch die jährliche Anpassung des risikolosen Basiszinssatzes besteht bei der EK-Zins-Ermittlung für Offshore jedoch das Risiko, dass der EK-Zinssatz, der bereits jetzt am unteren Rand des internationalen Durchschnitts liegt, stark absinkt. Aufgrund der aktuellen volkswirtschaftlichen Entwicklungen (Inflation / Konjunktur) können in der vierten Regulierungsperiode Zinssenkungen eintreten. Eine Annäherung oder gar Unterschreitung des Wertes der Ausgangsfestlegung, welche vom OLG Düsseldorf in erster Instanz aufgrund mangelhafter Plausibilisierung aufgehoben worden ist, würde zu einer zu geringen Eigenkapitalverzinsung führen, die das Risiko einer Investition in das deutsche Übertragungsnetz für Investoren erhöht.



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 7 von 9

Jeder Anteilseigner erhält die gleiche Rendite, für die der Durchschnitt der verschiedenen Eigenkapitalzinssätze, die in einem Jahr angesetzt werden, relevant ist. Daher betreffen auch die jährlichen Schwankungen des EK-Zinssatzes sämtliche Kapitalgeber. Ein stark absinkender EK-Zins betrifft damit nicht nur Kapitalgeber, die neues Eigenkapital zuführen, sondern auch diejenigen, die bereits in das Übertragungsnetz investiert haben. Die Investoren verlieren die bisher bestehende Sicherheit eines stabilen Eigenkapitalzinssatzes.

Angesichts der hohen Investitionsbedarfe in Offshore-Anbindungsleitungen zur Umsetzung der Energiewende stehen die anschlussverpflichteten Übertragungsnetzbetreiber bereits jetzt vor der Herausforderung der Finanzierung. Der EK-Zinssatz muss einer risikogerechten Entschädigung des Investors für die Bereitstellung des Kapitals entsprechen und auch dessen Verlustrisiko widerspiegeln. Ist die erzielbare Rendite zu klein, sinkt der Anreiz für Kapitalgeber, in Offshore-Anbindungsleitungen zu investieren. Die Ermittlungsweise im Festlegungsentwurf macht eine Investition in Offshore-Anbindungsleitungen somit unattraktiver, statt angemessene und stabile Investitionsbedingungen sowie ausreichende Investitionsanreize für die Energiewende sicherzustellen. Gerade in einer Zeit, in der die Eigen- und Fremdkapitalausstattung der Netzbetreiber stark erhöht werden muss, um die erforderlichen Anbindungssysteme finanzieren zu können, wird die Sicherheit für Investoren, eine angemessene und risikoadäquate Rendite dafür zu erzielen gegenüber der Vergangenheit erneut signifikant reduziert.

Aus diesem Grund ist es erforderlich, bei einer jährlichen Anpassung des risikolosen Basiszinssatzes eine Mindestverzinsung zu garantieren, in dem eine Untergrenze festgelegt wird. Dadurch ist sichergestellt, dass Finanzierungsengpässe oder Investitionshemmnisse vermieden werden, da die regulatorischen Zinseinkünfte nicht mehr unter den Zinskosten an den Kapitalmärkten liegen würden. Ebenso würde der für die Innenfinanzierung in der vierten Regulierungsperiode notwendige Kapitalrückfluss nicht infolge temporärer Zinsrückgänge am Kapitalmarkt gekürzt werden. Auch in der Vergangenheit hat die BNetzA darauf verzichtet, im Fall sinkender Zinssätze die regulatorischen Zinsen auf aktuelle Werte abzusenken. Das Vertrauen von Investoren und Ratingagenturen in eine stabile und zuverlässige Regulierungsmethodik bliebe somit gewahrt. Notwendige Plan- und Berechenbarkeit für Investoren wären gewährleistet. In Zeiten steigender Investitionsverpflichtungen würden bei sinkenden Zinsen an den Kapitalmärkten auch die Investitionsanreize steigen. Auch im freien Wettbewerb ergeben sich bei Zinsrückgängen Investitionsanreize.

Jährliche Anpassung ohne Plausibilisierung

Wie das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.08.2023 gegen die Festlegung des EK-Zinssatzes in der Ausgangsfestlegung begründet hat, müsste auch für den jährlich ermittelten EK-Zinssatz eine Plausibilisierung durch Einordnung in das Kapitalmarktumfeld des Netzbetreibers erfolgen, um festzustellen, ob der EK-Zinssatz angemessen und wettbewerbsfähig ist. Wie bereits beschrieben, liegt der durchschnittliche Eigenkapitalzinssatz der Netzbetreiber auch nach dem hiesigen Festlegungsentwurf bei den aktuellen Prognosewerten für 2024 weiterhin unterhalb des Niveaus beobachtbarer Gesamtrenditen vergleichbarer Infrastrukturunternehmen und unterhalb des internationalen Durchschnitts (7,5 % v. St.). Entscheidungen ausländischer Regulierungsbehörden beziehen die beobachtbaren Gesamtrenditen in die Systematik zur Herleitung des Zinssatzes mit ein und liegen daher bereits seit einigen Jahren deutlich näher an diesem Niveau. Nach der



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 8 von 9

jährlichen Anpassung des risikolosen Basiszinssatzes ist es erforderlich, den daraus resultierenden Eigenkapitalzinssatz der Höhe nach auf Angemessenheit und Wettbewerbsfähigkeit zu überprüfen. Bei Anwendung verschiedener Eigenkapitalzinssätze in einem Jahr, ist bei der Überprüfung auch der resultierende Durchschnittszins zu betrachten.

Steigende Komplexität sowie fehlende Stabilität und Vorhersagbarkeit des Regulierungssystems

Transparenz, Stabilität und Vorhersehbarkeit gelten als wichtige Eigenschaften gut funktionierender Regulierungssysteme und auch die Bundesnetzagentur sieht in der regulatorischen Transparenz eine zentrale Anforderung. Dieses Ziel wird mit dem Anpassungsvorschlag aus dem Festlegungsentwurf jedoch konterkariert, da die Einführung unterschiedlicher, sich jährlich verändernder Eigenkapitalzinssätze für Investitionen mit verschiedenen Investitionszeitpunkten für Eigen- und Fremdkapitalgeber kaum nachvollziehbar ist und die bereits bestehende Komplexität des Systems weiter erhöht. Die Vorhersagbarkeit sowie die Stabilität der regulatorischen Eigenkapitalverzinsung verringert sich für die vierte Regulierungsperiode. Es werden daher eher zusätzliche Hürden geschaffen, die die Akquirierung von Finanzmitteln für den Netzausbau erschweren.

Auch hinsichtlich der Bonitätsbewertung von regulierten Netzbetreibern ist der Anpassungsvorschlag nachteilig, da für Ratingagenturen die Stabilität und Vorhersagbarkeit des Regulierungssystems – bei Moody's mit einem Umfang von 15 % – wichtige Bewertungskriterien darstellen. Die hohe Unsicherheit und fehlende Vorhersehbarkeit hinsichtlich der realisierbaren Eigenkapitalkonditionen kann somit dazu führen, dass die Finanzierungskosten der Netzbetreiber steigen oder Kapitalgeber gar komplett auf (zusätzliche) Investitionen aufgrund bestimmter Ratinganforderungen verzichten müssen. Daraus resultierende erhöhte Finanzierungskosten müssen letztlich durch die Netznutzer finanziert werden.

04. FAZIT UND ANPASSUNGSVORSCHLAG

Die ÜNB begrüßen, dass die Bundesnetzagentur in dem Beschlussentwurf eine Zinsanhebung als Reaktion auf die Zinswende vorsieht. Es lässt sich jedoch festhalten, dass die vorgeschlagene Anpassung, trotz einiger grundsätzlich positiver Ansatzpunkte, nicht zu einer marktgerechten und wettbewerbsfähigen Verzinsung führt und damit keine ausreichenden Anreize für Kapitalgeber setzt. Vielmehr besteht die Gefahr, dass durch die zuvor angesprochenen Aspekte das Vertrauen der Investoren in die Transparenz und Planbarkeit der regulatorischen Rahmenbedingungen abnimmt.

Die deutschen ÜNB schlagen daher vor, einen einheitlichen Zinssatz auf dem europäisch durchschnittlichen Niveau von 6,1 % nach Steuern für alle Investitionen und die gesamte Regulierungsperiode einzuführen. Diesem Vorschlag folgend könnte die Bundesnetzagentur klare, sichere und geeignete Rahmenbedingungen schaffen, um damit einen wichtigen Beitrag für die Sicherstellung der Finanzierung der für die Energiewende unabdingbaren Investitionen zu leisten.

Im Übrigen verweisen wir auf die als Anlage beigefügten Stellungnahmen der vier ÜNB vom 06.12.2023 zur geplanten Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag (BK4-23-



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 19.06.2024 | Seite 9 von 9

002) sowie zum Eckpunktepapier zur Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Offshore-Anbindungsleitungen (BK-23-004).

50HERTZ TRANSMISSION GMBH

AMPRION GMBH

TENNET TSO GMBH

TRANSNET BW GMBH

Anlagen

- Stellungnahme der 4ÜNB vom 06. Dezember 2023 zur geplanten Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag (BK4-23-002)
- Stellungnahme der 4ÜNB vom 06. Dezember 2023 zum Eckpunktepapier zur Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Offshore-Anbindungsleitungen (BK4-23-004)

Bundesnetzagentur
Beschlusskammer 4
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 1 von 9

STELLUNGNAHME DER 4ÜNB ZUR GEPLANTEN FESTLEGUNG VON REGELUNGEN FÜR DIE BESTIMMUNG DES KALKULATORISCHEN EIGENKAPITALZINSSATZES FÜR NEUANLAGEN IM KAPITALKOSTENAUFSCHLAG (BK4-23-002)

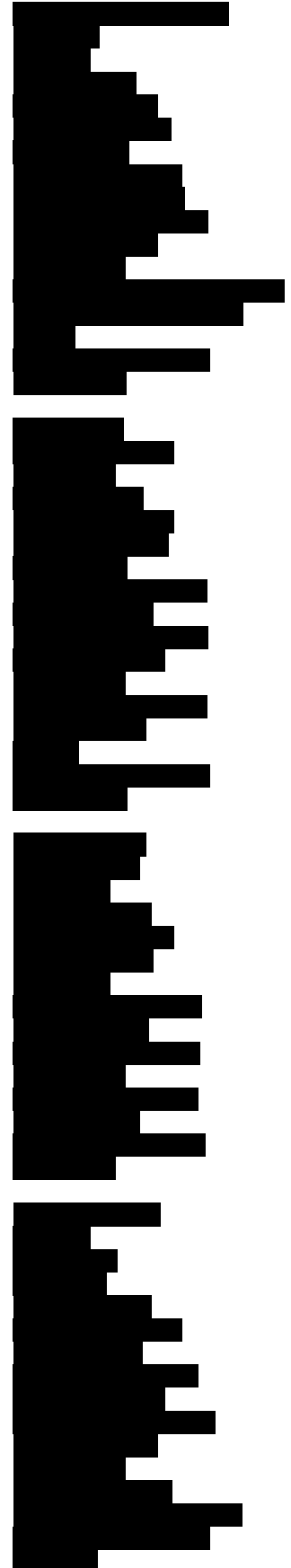
HINTERGRUND

Die Bundesnetzagentur (BNetzA) hat am 22.11.2023 ihren Beschlussentwurf für die Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag (KKAuf) veröffentlicht. Ein Eckpunktepapier hatte die BNetzA bereits am 07.06.2023 vorgestellt. Die vier Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB) haben hierzu am 30.08.2023 ihre Stellungnahme bei der BNetzA eingereicht (siehe Anlage 1). Die Branche hat nun erneut bis zum 06.12.2023 die Möglichkeit, zu den geplanten Neuregelungen Stellung zu nehmen.

FESTLEGUNGSENTWURF SCHAFFT KEINE ANGEMESSENEN INVESTITIONSBEDINGUNGEN

Der dringend benötigte Ausbau der Übertragungsnetze als Voraussetzung für das Gelingen der Energiewende ist politischer Konsens und hat mittlerweile höchste Priorität. Der zuletzt vorgelegte Netzentwicklungsplan 2037/2045 hat deutlich aufgezeigt, dass der Netzausbaubedarf gegenüber früheren Planungen noch einmal substantiell ansteigen muss, um das für Deutschland beschlossene Ziel der Klimaneutralität bis zum Jahr 2045 zu erreichen. Damit verbunden ist nahezu eine Verdopplung des Finanzierungsbedarfs der ÜNB. Daher begrüßen die ÜNB grundsätzlich die Reaktion der BNetzA auf die eingetretene Zinswende und das damit verbundene Vorhaben, die Voraussetzungen für die Finanzierung der energiewendebedingten Netzinvestitionen zu verbessern.

Die ÜNB, der BDEW sowie zahlreiche Netzbetreiber haben in ihren Stellungnahmen zum 31.08.2023 ihre Verbesserungshinweise zu dem Eckpunktepapier ausführlich dargestellt. Der Beschlussentwurf greift jedoch keinen der Vorschläge auf und hält gegenüber dem Eckpunktepapier auch keine weitergehenden Begründungen hierzu bereit. Die ÜNB hätten sich bei einem für alle Seiten so erfolgskritischen Thema einen verantwortungsvolleren und



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 2 von 9

abwägenden Umgang der BNetzA mit der ab Eintritt der EnWG-Novelle bestehenden Festlegungskompetenz gewünscht.

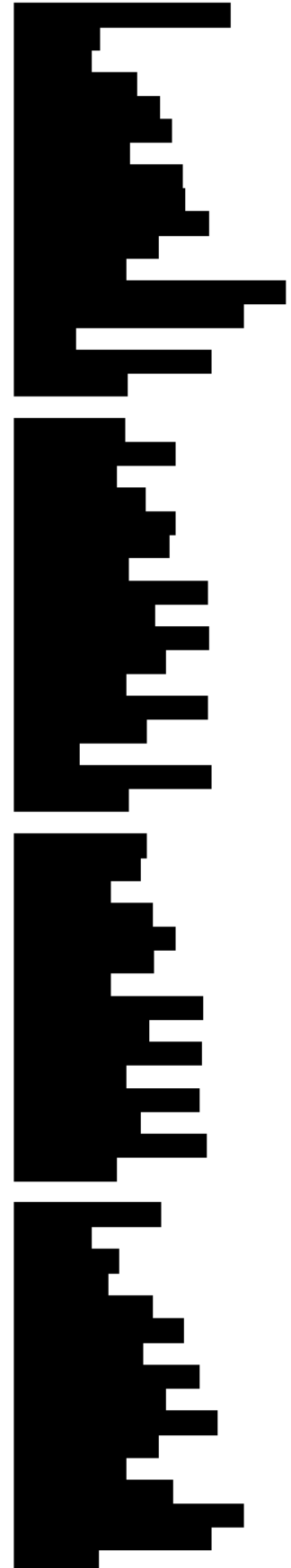


Laut Festlegungsentwurf dienen die Regelungen in erster Linie dazu, vor dem Hintergrund des unerwartet gestiegenen Investitionsbedarfs infolge des „Osterpakets“ und vor dem Hintergrund der Veränderungen an den Kapitalmärkten die Investitionsfähigkeit der Strom- und Gasnetzbetreiber auch in der Zukunft sicherzustellen. Bei der Entscheidung über die Aufstockung oder erstmalige Zuführung von Eigenkapital betrachten Investoren jedoch nicht allein die Verzinsung der Neuinvestitionen (bzw. ggf. sogar nur jene des Kapitalkostenaufschlags), sondern stets die Verzinsung auf Ebene des Gesamtunternehmens. Schließlich beteiligen sie sich mit dem zugeführten Eigenkapital anteilig an allen Vermögenswerten des Unternehmens gleichermaßen und nicht an einzelnen Investitionen oder Investitionsjahren.

Entsprechend hängt auch die zukünftige Investitionsfähigkeit der Netzbetreiber von der Verzinsung des gesamten Kapitals ab. Der regulatorische Eigenkapitalzinssatz muss zur Erfüllung der Vorgaben einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals gem. §21 Abs. 2 EnWG stets die erzielbare Verzinsung bezogen auf das gesamte gebundene Eigenkapital berücksichtigen. Die BNetzA stützt sich bei ihrem Festlegungsentwurf nun auf die neue Festlegungskompetenz und den ihr zustehenden Ermessensspielraum. Allerdings bestand bereits auf Basis der früheren Rechtslage die Verpflichtung für die BNetzA, die bisherige Festlegung an die veränderten Kapitalmarktverhältnisse gesamthaft anzupassen, um wieder eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung sicherzustellen. Vorliegend ist dabei aus Sicht der 4ÜNB der der BNetzA hinsichtlich einer Anpassung der Eigenkapitalverzinsung zustehende Ermessensspielraum auf null reduziert, nachdem die BNetzA in ihrem Eckpunktepapier bereits selbst die Zinswende und ihre Folgen für die in der Festlegung BK4-21-055 vom 12.10.2021 vorgegebenen Eigenkapitalzinssätze zugestanden hat.

In Anbetracht der aufgeführten Umstände ist die im Beschlussentwurf vorgesehene uneinheitliche Eigenkapitalverzinsung rechtswidrig und unangemessen und stellt eine unzulässige Handlungsoption dar, die den gesetzlichen Regelungen des EnWG und der regulatorischen Verordnungen sowie den unionsrechtlichen Vorgaben aus dem EuGH-Urteil vom 02.09.2021 nicht ausreichend Rechnung trägt.

Aus Sicht der 4ÜNB wird der Festlegungsentwurf vom 22.11.2023 dieser Anforderung aus den folgenden Gründen nicht gerecht.



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 3 von 9

BEWERTUNG DES FESTLEGUNGSENTWURFS VOM 22.11.2023

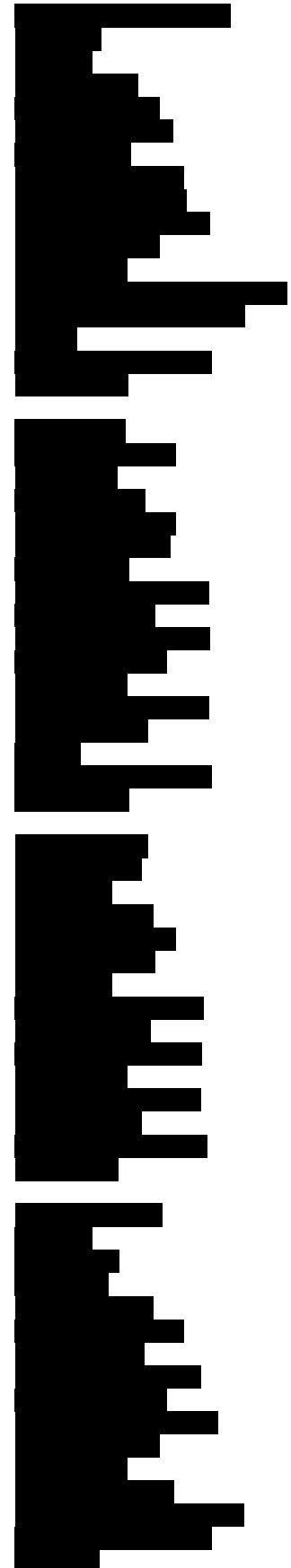
Keine Zinsanpassungen für Bestandsinvestitionen

Zinsanpassungen für Investitionen vor dem 31.12.2023 sieht die BNetzA nicht vor. Die BNetzA argumentiert weiterhin, dass diese bereits "durchfinanziert" seien. Allerdings kann dieses Argument weder auf den Fremdkapital- noch auf den Eigenkapitalanteil zutreffen. Fremdkapital erfordert regelmäßige Verlängerungen oder Ersatz zu den jeweils geltenden Marktkonditionen. Somit ist es vollständig den Risiken von Zinsänderungen ausgesetzt. Zudem wird stets eine solide Eigenkapitalbasis vorausgesetzt, um ein gutes Kreditrating aufrechtzuerhalten. Eigenkapital hingegen kann nicht einfach ersetzt oder reduziert werden. Den Eigenkapitalgebern bleibt im Wesentlichen nur der Verkauf ihrer Anteile, falls sich attraktivere Alternativen anlagemöglichkeiten bieten. So bewegen sich Unternehmensanleihen heute bei Zinssätzen über den 2021 festgelegten 4,13 % n. St. und wären aufgrund des geringeren Risikos bereits attraktiver als die vorgesehene Verzinsung für Bestandsinvestitionen.

Darüber hinaus schwächt die ab dem Jahr 2024 vorgesehene Absenkung des Eigenkapitalzinssatzes um 1/4 (von 5,64 % auf 4,13 % n. St.) für den Bestand die Innenfinanzierungsfähigkeit und damit die künftige Möglichkeit zur Finanzierung des Wachstums der Netzbetreiber. Da die Ergebnismrückflüsse der Netzbetreiber im gleichen Umfang reduziert werden, stehen diese nicht zur Finanzierung der dringend erforderlichen und nochmals erhöhten Netzausbau bedarfe in den Jahren 2024 bis 2028 zur Verfügung. Dies steht insbesondere für die ÜNB im deutlichen Widerspruch zu den weiter steigenden Anforderungen.

Für künftige Investitionen könnte es zudem schwieriger werden, Investoren zu finden, wenn diese damit rechnen müssen, dass Neuinvestitionen nur für den begrenzten Zeitraum bis zum Übergang in den Bestand bei Zinsanpassungen angemessen verzinst werden.

Ferner verwundert, dass für die Unterscheidung von Neuinvestitionen ab 2024 und Bestandsinvestitionen vor 2024 durch die Beschlusskammer keinerlei finanzwissenschaftliche Begründungen angeführt werden. Anders als bei Festlegungen mit einer solch enormen wirtschaftlichen Tragweite üblich, wurde der Festlegung keine gutachterliche Analyse zugrunde gelegt. Ein Gutachten hätte sich beispielsweise mit der Frage auseinandersetzen müssen, inwiefern diese Differenzierung mit den Grundsätzen des Capital Asset Pricing Modells, welches früheren Festlegungen stets zugrunde gelegt wurde und welches Kapital stets als Ganzes betrachtet (ohne nach alt und neu zu differenzieren) vereinbar ist. Vielmehr stützt die Beschlusskammer ihre Entscheidung auf Behauptungen (Überrenditen der Vergangenheit) und vermeintliche Indizien, die keiner weiteren Plausibilisierung bzw. Überprüfung unterzogen wurden. Dies genügt nicht den strengen Begründungsanforderungen der Rechtsprechung, welche nunmehr auch im neuen § 73 Abs. 1b EnWG ihre gesetzliche Verankerung gefunden haben.



Keine Zinsanpassungen für Investitionsmaßnahmen

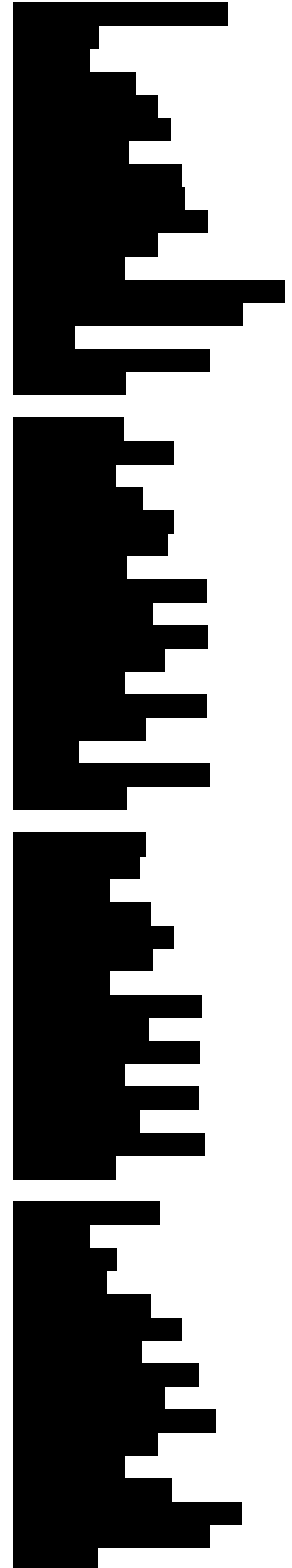
Laut Festlegungsentwurf sollen weiterhin auch die Erweiterungsinvestitionen ab 2024 unterschiedlich verzinst werden. Es sind ausschließlich für den Kapitalkostenaufschlag Anpassungen an das aktuelle Zinsniveau vorgesehen. Dies führt ohne Not zur Diskriminierung der Investitionsmaßnahmen als einem regulatorisch gleichgestelltem Refinanzierungsinstrument. Bei dem überwiegenden Anteil der Neuinvestitionen der ÜNB handelt es sich jedoch gerade um Investitionsmaßnahmen nach §23 ARegV, die übergangsweise bis zum Ende der 4. Regulierungsperiode unter einem gesetzlicher Bestandschutz nach §35 ARegV stehen. Ausgerechnet für diese, für die Energiewende entscheidenden Investitionen, zu denen unter anderem der Korridor A, SuedLink und SuedOst-Link zählen, sieht die BNetzA keine Anpassungen an das aktuelle Zinsniveau vor.

Eine solche Differenzierung innerhalb der Neuinvestitionen in Abhängigkeit des Refinanzierungsinstruments ist sachlogisch nicht nachvollziehbar. Weder im ursprünglichen Eckpunktepapier noch im vorliegenden Festlegungsentwurf vom 22.11.2023 findet sich hierfür eine hinreichende ökonomische oder rechtliche Begründung, die der Tragweite der Entscheidung und den Begründungserfordernissen nach dem neuen § 73 Abs. 1b EnWG entsprechen würde.

Die BNetzA unterstellt fälschlicherweise, dass sich für die im Bau befindlichen Projekte bereits Eigenkapitalgeber zu den 2021 festgelegten Zinskonditionen gefunden hätten und nicht davon auszugehen sei, dass sie ihr Kapital vorzeitig abziehen würden. Gleichzeitig räumt sie ein, dass weder der starke Anstieg des Investitionsvolumens durch das Osterpaket noch die Entwicklung der Zinsen an den Kapitalmärkten im Jahr 2021 bereits vorhersehbar waren. Diese Entwicklungen konnten die Investoren bei ihren Investitionsentscheidungen zum Genehmigungszeitpunkt gar nicht berücksichtigt haben. Ebenso wenig war es ihnen möglich, die anstehenden Investitionen bereits 2021 vorzufinanzieren, um sich gegen mögliche Finanzierungsrisiken in der 4. Regulierungsperiode abzusichern.

Mit einer vorzeitigen Kapitalaufnahme im Jahr 2021 in Höhe der erwarteten IMA-Investitionen bis 2028 von rund 52 Mrd. € hätte sich eine Bilanzverlängerung und ein entsprechender Aufwuchs beim Umlaufvermögen ergeben. Konkret hätte das dazu geführt, dass das benötigte Eigenkapital zusätzlich auf der Passivseite und entsprechendes investives Umlaufvermögen auf der Aktivseite vorhanden gewesen wäre. Neben der Tatsache, dass Unternehmen sich so nicht effizient finanzieren, wurde investives Umlaufvermögen in der Regulierungspraxis von der BNetzA jedoch bislang nicht anerkannt. Aus der asymmetrischen Kürzung des Umlaufvermögens hätten sich daher erhebliche Risiken für die ÜNB ergeben. Der Zusammenhang ist auf Basis einer exemplarischen Beispielrechnung ausführlicher in Anlage 2 dargestellt.

Zudem wird durch die gestiegenen Kapitalkosten in der 4. Regulierungsperiode die Wirtschaftlichkeit von Investitionsmaßnahmen für die Investoren nicht mehr sichergestellt. Negative Effekte ergäben sich für die Ertragswerte der Unternehmen da die von der Zinsanpassung nicht berücksichtigten Vermögenswerte entwertet werden.



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 5 von 9

Zwischenfazit: Durchschnittliche Gesamtverzinsung für Investoren unzureichend

Die getätigten Investitionen nach Bekanntgabe der Zinssatzentscheidung im Jahr 2021 sind kein Indiz für die Angemessenheit des Zinssatzes. Vielmehr wurde die Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes, die eine erhebliche Absenkung im Vergleich zur Vorperiode um mehr als 25 % vorsieht, durch die Netzbetreiber beklagt, da das Ermittlungsvorgehen und das Ergebnis zu einem unplausiblen Wert geführt hat. Die Netzbetreiber haben vielmehr die Investitionen im Vertrauen auf eine gesamthafte Anpassung an das marktübliche Niveau, wie von Seiten der BNetzA in Aussicht gestellt, getätigt. Indem die BNetzA den Zinssatz nur für einen kleinen Teil des in den Stromnetzen zukünftig gebundenen Kapitals anpasst, erschüttert sie das Vertrauen der Investoren in die Gewährleistung einer gesamthafte angemessenen und marktüblichen Verzinsung. Dieser einseitige Umgang mit Marktniveauperänderungen hat nicht allein kurzfristige Auswirkungen, sondern wird auch einen Einfluss auf zukünftige Entscheidungen zu notwendigen Erhöhungen der Eigenkapitalanteile bei Investoren haben.

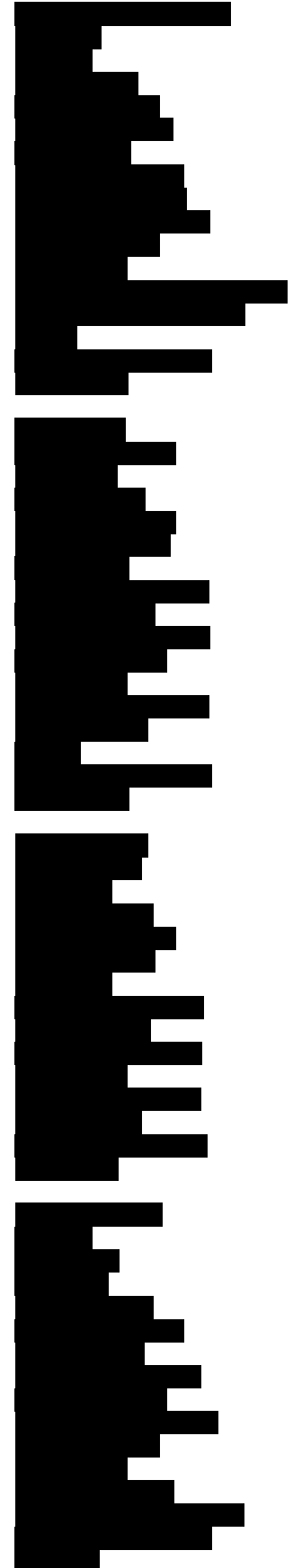
Die Entscheidung über die Beschwerde der Netzbetreiber ist am 30.08.2023 durch das OLG Düsseldorf erfolgt. Das OLG hält die Festlegung der BNetzA für rechtswidrig und hat die BNetzA zur Neufestlegung verpflichtet, da die Ermittlung des EK-Zinssatzes unzureichend plausibilisiert wurde. Gegen diese Entscheidung hat die BNetzA Rechtsbeschwerde vor dem BGH erhoben.

Das Festhalten an dem angefochtenen und aus damaliger, wie auch aus heutiger Sicht marktfremdem EK-Zins für Bestandsinvestitionen und IMA trägt im erheblichen Maße zur Unangemessenheit der vorgesehenen Eigenkapitalverzinsung in der 4. Regulierungsperiode bei. Unabhängig davon, dass eine Differenzierung bei den EK-Zinsen auf keiner wissenschaftlichen Grundlage basiert, führt die Anpassung des EK-Zinses im Kapitalkostenaufschlag bei der Betrachtung der Gesamtverzinsung immer noch zu einem unangemessenen EK-Zins. Aufgrund ihrer hohen IMA-Anteile bei den Neuinvestitionen (80-90 %) sind die ÜNB besonders benachteiligt. Die durchschnittliche Eigenkapitalverzinsung der ÜNB läge nur unwesentlich über 5,07 % v. St. und damit noch deutlich unter dem Durchschnitt internationaler Festlegungen von 7,5 % v. St. (NERA 2021).

Für Investoren ist die Gesamtverzinsung ihres eingesetzten sowie neu zu investierenden Kapitals jedoch das ausschlaggebende Bewertungskriterium im Vergleich zu alternativen Anlagemöglichkeiten mit kapitalmarktgerechten Verzinsungen. Sie entscheidet maßgeblich über künftige Kapitalzuführungen sowie über potenzielle Kapitalabzüge. Der Eigenkapitalzins muss für Investoren somit jederzeit und in der Gesamtbetrachtung eine marktgerechte und dem Risiko angemessene Rendite darstellen. Die vorgesehene Festlegung gefährdet somit die langfristige Finanzierung der energiewendebedingten Netzinvestitionen.

Kürzung des Wagniszuschlags der Festlegung 2021 um 0,395 %

Die BNetzA erkennt in ihrem Beschlussentwurf die in den Festlegungen BK4-21-055 und BK4-21-056 festgelegte Erhöhung des Wagniszuschlags von 0,395 %-Punkte für Neuinvestitionen im KKAuf nicht an, obwohl der Wagniszuschlag konstant fortgeschrieben werden soll. Der Bedarf für einen Zuschlag wurde von verschiedenen Gutachtern (Oxera (2021)), Frontier/Randl Zechner



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 6 von 9

(2021)) nachgewiesen, um die Unterschätzung des risikolosen Basiszinses aufgrund der Diskrepanz der Renditen zwischen dem risikolosen Basiszins nach § 7 Abs. 4 StromNEV und dem Wagniszuschlag (inklusive Abzug des historischen internationalen Basiszinses) zumindest teilweise zu adressieren. Unabhängig davon, ob die Höhe dieses Zuschlages bei der Festlegung im Jahr 2021 überhaupt zu einem insgesamt angemessenen Wagniszuschlag geführt hat, bleibt die BNetzA im jetzigen Festlegungsentwurf jeglichen wissenschaftlichen Nachweis darüber schuldig, warum dieser beim EK-Zins im KKAuf in der 4. Regulierungsperiode keine Berücksichtigung mehr findet. Bei dem nach der vorgesehenen Methodik einfließende risikolose Basiszins (2,78 % in Q1/23) besteht weiterhin eine erhebliche Diskrepanz zum risikolosen Zinssatz bei der Ableitung der Marktrisikoprämie im DMS-Datensatz (5,2 %). Der Aufschlag von 0,395 % auf den Wagniszuschlag ist daher beizubehalten.

Keine Erhöhung der Planbarkeit von Investitionen durch Fixierung der Zinssätze für Fertiganlagen

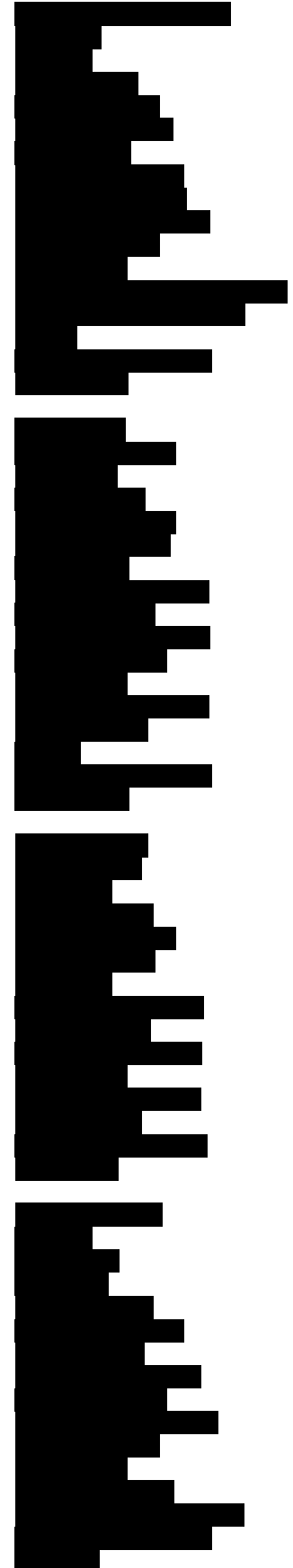
Die einzige feststellbare Anpassung gegenüber dem Eckpunktepapier betrifft die Fixierung der Zinssätze für das Fertiganlagevermögen auf das Niveau zum Zeitpunkt ihrer Inbetriebnahme bis zum Ende der Regulierungsperiode. Die BNetzA verweist auf eine monetäre Besserstellung der Netzbetreiber im Fall von Zinsrückgängen, lässt den monetären Nachteil im Fall von Zinsanstiegen jedoch unerwähnt. Damit stellt diese Veränderung bezüglich dieses Aspektes aus Sicht der ÜNB weder eine Verbesserung noch eine Verschlechterung gegenüber dem Vorschlag des Eckpunktepapiers vom 07.06.23 dar.

Laut der BNetzA bietet die Methodik den Netzbetreibern mehr Planungssicherheit. Allerdings kommt dieser Vorteil aus Sicht der Übertragungsnetzbetreiber nur für einen Teil der Investitionen zum Tragen, da die Verzinsungen der Anlagen im Bau unserem Verständnis zufolge weiterhin jährlich anzupassen sind. Insgesamt ist damit die Planbarkeit, welche eine zentrale Anforderung der Kapitalgeber und Ratingagenturen darstellt, noch immer wesentlich schlechter als in den vergangenen Regulierungsperioden. Um echte Planungssicherheit zu erzeugen und das Vertrauen der Kapitalgeber wiederherzustellen, bedarf es somit eines einheitlichen, marktgerechten und fixierten Eigenkapitalzinssatzes für die gesamte Regulierungsperiode.

Mangelnde Stabilität und Anstieg der Komplexität des Regulierungssystems

Auf Seite 7 ihres Festlegungsentwurfs stellt die BNetzA fest, dass konstante Zinssätze positive Auswirkungen auf das Rating der Netzbetreiber hätten und dass Ratingagenturen flexible Zinssätze grundsätzlich kritisch sähen, da diese die Kalkulation von Renditen erschweren. Im Gegensatz hierzu sieht der Festlegungsentwurf der BNetzA dennoch die Unterscheidung verschiedener Zinssätze für verschiedene Investitionszeitpunkte und Refinanzierungsinstrumente vor. So werden sich die durchschnittlichen Eigenkapitalzinssätze künftig zwischen den Netzbetreibern als auch jährlich im Zeitablauf unterscheiden.

Die damit einhergehende Instabilität, Intransparenz und Unvorhersagbarkeit der Verzinsung schafft zusätzliche Hürden bei der Akquirierung von Kapital für den Netzausbau, nicht zuletzt aufgrund drohender Nachteile bei der Bonitätsbewertung von Ratingagenturen. Ein gutes Rating ist insbesondere für institutionelle Investoren eine Grundvoraussetzung, um Eigenkapital bereitstellen zu können. Ferner tragen unterschiedliche Eigenkapitalzinssätze je nach



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 7 von 9

Investitionszeitpunkt und Kategorie des Anlagevermögenswertes zu einer hohen Komplexität und damit einem hohen Umsetzungsaufwand bei, wie die folgende Beispielrechnung verdeutlicht:

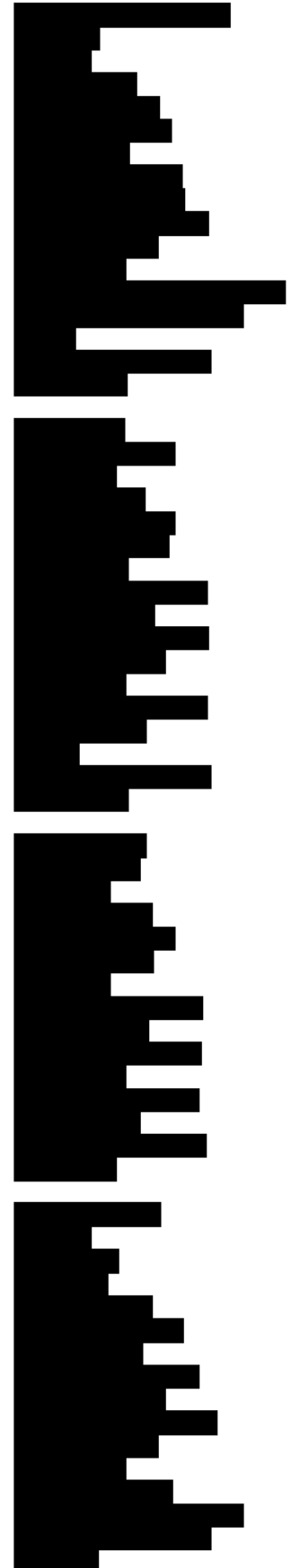
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EK-Zins Kapitalmarkt (BNetzA Methodik)	7,09%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%
RBW Anlage im Bau	5.000	10.000	15.000			
RBW Fertiganlage				15.000	14.000	13.000
kalk. EK-Zins (KKAuf)	5,07%	5,07% 7,1%	5,07% 7,2%	7,3%	7,3%	7,3%

Abbildung 1: Eigenkapitalverzinsung (Zinsentwicklung in Zeile 1: 2024 bis 2028 fiktiv)

Der Zugang zu den Anlagen im Bau im Jahr 2023 würde bis zur Inbetriebnahme 2026 den Zins in Höhe von 5,07 % aus der Festlegung vom 12.10.2021 erhalten. Die AiB-Zugänge der Jahre 2024 und 2025 würden bis zur Inbetriebnahme mit dem jährlichen angenommenen Kapitalmarktzins von 7,1 % und 7,2 % verzinst werden. Ab Inbetriebnahme 2026 würde für die Restbuchwerte des Anlagevermögens dann bis 2028 der angenommene Zinssatz zum Zeitpunkt der Inbetriebnahme von 7,3 % gelten. Bei Investitionsmaßnahmen und Investitionen vor 2023 würden hingegen bis 2028 der Eigenkapitalzins von 5,07 % Berücksichtigung finden.

Zur erheblichen Komplexität des Ansatzes trägt insbesondere bei, dass für Anlagen im Bau (AiB) zukünftig eine detaillierte Aufteilung der Bestände nach Zugangsjahr vorgenommen werden muss, um deren Verzinsung mit unterschiedlichen Eigenkapitalzinssätzen für Zugänge bis 2023 und ab 2024 zu ermöglichen. Um diese künstliche Aufteilung der AiB-Verzinsungsbasis aktuell zu halten, muss dabei für jede einzelne Umbuchung ins Fertiganlagevermögen ermittelt werden, in welchen Jahren in welcher Höhe die umgebuchten AiB ursprünglich zugegangen sind. Dies entspricht wieder der hohen Granularität bei der Abrechnung von Investitionsmaßnahmen je einzeltem Projekt und Anlagegut.

Im Ergebnis würde diese aufwändige, jährliche Kalkulation der Eigenkapitalverzinsung die Komplexität der Erhebungsbögen für den Kapitalkostenaufschlag erheblich erhöhen und die Transparenz der Zinsberechnungen gleichzeitig beeinträchtigt. Das Vorgehen widerspricht somit nicht nur der gesetzlichen Zielstellung einer Vereinfachung des Regulierungssystems durch die Einführung des Kapitalkostenabgleichs (vgl. BR-Drucksache 405/21, S. 2 unten) sondern auch dem erst kürzlich von Herrn Klaus Müller gegenüber der Branche ausgesprochenen Versprechen des Bürokratieabbaus. Im Interview mit dem Präsidenten der BNetzA, welches mit dem Titel „Einfachere und schnellere Anreizregulierung“ im Tagesspiegel Background am 23.11.2023 veröffentlicht wurde, verspricht Herr Müller, dass das Ziel der BNetzA sei, das Regulierungssystem einfacher und damit schneller zu machen – und auch zum zurecht angestrebten Bürokratieabbau beizutragen.



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 8 von 9

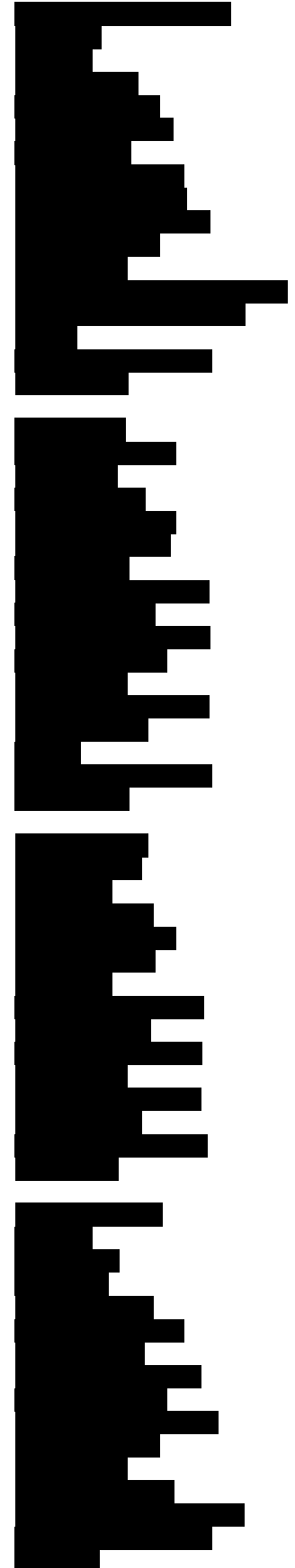
FAZIT: DIE VERZINSUNG MUSS FÜR DAS GESAMTE EINGESETZTE EIGENKAPITAL AUF EIN STABILES UND WETTBEWERBSFÄHIGES NIVEAU ANGEHOHEN WERDEN

Trotz positiver Ansatzpunkte erschwert der im Festlegungsentwurf vorgesehene Ansatz die Finanzierung der ÜNB. Die ÜNB fordern daher aufgrund der zuvor skizzierten Kritikpunkte an dem neuen Festlegungsentwurf eine einheitliche Eigenkapitalverzinsung des Anlagenbestandes und aller Neuinvestitionen inkl. Investitionsmaßnahmen. Der kalkulatorische EK-Zins ist zur Gewährleistung der Angemessenheit, Marktgerechtigkeit und internationalen Wettbewerbsfähigkeit bis zum Ende der 4. Regulierungsperiode auf das entsprechende international durchschnittliche Niveau von 7,5 % vor Steuern (6,1 % nach Steuern) für sämtliche Investitionen zu fixieren. Nur so kann eine für Eigenkapitalgeber über alle bereits bestehenden und künftigen Investitionen hinreichende Gesamtverzinsung und damit Anreizsetzung erreicht werden. Dies stellt die zentrale Voraussetzung für Investoren und die entsprechende Finanzierung des Netzausbaus mit Blick auf das Klimaneutralitätsnetz für ÜNB dar.

50HERTZ TRANSMISSION GMBH AMPRION GMBH

TENNET TSO GMBH

TRANSNET BW GMBH



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 9 von 9

Anhang

Anlage 1: 4ÜNB-Stellungnahme zum EKI-Eckpunktepapier

liegt separat bei

Anlage 2: Regulatorisches Risiko bei Vorfinanzierung zukünftiger IMA

Die folgende exemplarische Berechnung zeigt das regulatorische Risiko bei Vorfinanzierung der IMA-Investitionen bis 2028:

Keine Vorfinanzierung der IMA bis 2028 im Jahr 2021

Bilanz 2021 (Mrd €)				BnEK Genehmigung Zinsen Kapitalkosten			
Aktiva		Passiva					
AV	20,0	EK	8,0	AV	20,0		
UV	0,0	FK	12,0	UV	0		
Summe	20,0		20,0	FK	-12,0	1,71%	0,2
				BnEK	8,0	5,07%	0,4
				Gesamt			0,6

Abbildung 2: Betriebsnotwendiges Eigenkapitals ohne Vorfinanzierung der Investitionen bis 2028 (exemplarisch)

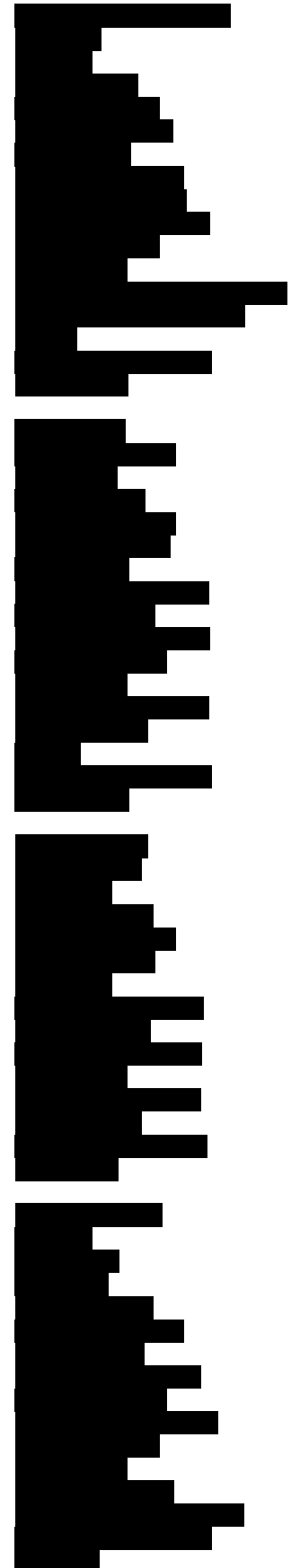
Die Finanzierung des Anlagevermögens von 20 Mrd. € führt 2021 zu einem betriebsnotwendigen Eigenkapital von 8 Mrd. €. Die Zinsen für Eigen- und Fremdkapital würden 0,6 Mrd. € betragen

Vorfinanzierung der IMA bis 2028 im Jahr 2021

Bilanz 2021 (Mrd €)				BnEK Genehmigung Zinsen Kapitalkosten			
Aktiva		Passiva					
AV	20,0	EK	28,8	AV	20,0		
UV	20,8	FK	12,0	UV	0		
Summe	40,8		40,8	FK	-12,0	1,71%	0,2
				BnEK	8,0	5,07%	0,4
				Gesamt			0,6

Abbildung 3: Betriebsnotwendiges Eigenkapitals bei einer Vorfinanzierung der Investitionen (exemplarisch)

Nach aktuellen Einschätzungen gehen die 4ÜNB von IMA-Neuinvestitionen bis 2028 von rd. 52 Mrd. € aus. Würden sich die ÜNB 2021 für die zukünftigen Investitionen der 4. Regulierungsperiode mit Eigenkapital vorfinanzieren, so würde das bilanzielle Umlaufvermögen sowie die Passiva um 20,8 Mrd. € ansteigen. Investives Umlaufvermögen wird von der BNetzA grundsätzlich nicht anerkannt und daher bei der Kalkulation der Eigenkapitalzinsen nicht berücksichtigt. Trotz des Anstiegs der Kapitalbindung im Jahre 2021 um das Umlaufvermögen würde der ÜNB keine höhere Verzinsung erhalten.



Bundesnetzagentur
Beschlusskammer 4
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 1 von 9

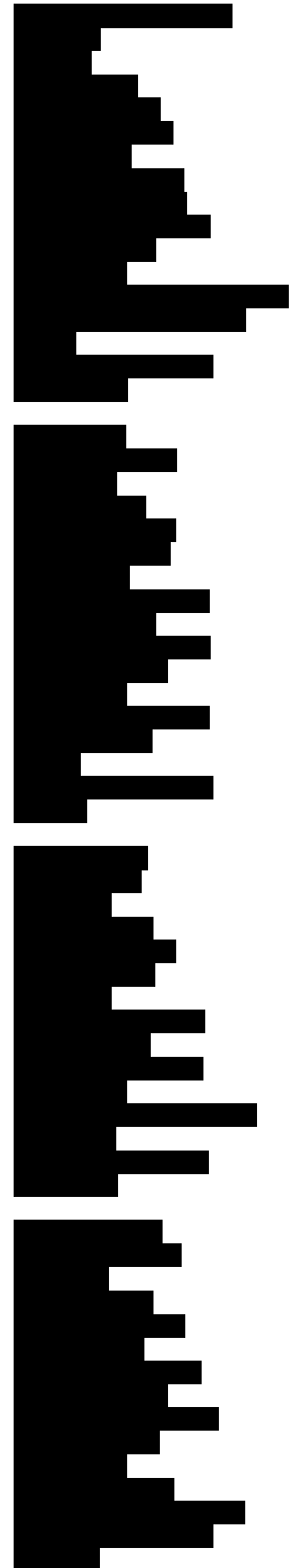
STELLUNGNAHME DER 4ÜNB ZUM ECKPUNKTEPAPIER ZUR FESTLEGUNG VON REGELUNGEN FÜR DIE BESTIMMUNG DES KALKULATORISCHEN EIGENKAPITALZINSSATZES FÜR OFFSHORE-ANBINDUNGSLEITUNGEN (BK-23- 004)

HINTERGRUND

Die BNetzA hat am 22.11.2023 ein Eckpunktepapier für die Festlegung von Regelungen für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Offshore-Anbindungsleitungen veröffentlicht (BK4-23-004). Hierbei verweist die BK4 für die im Festlegungsentwurf zur Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag festgelegten Eigenkapitalzinssätze für Onshore-Anlagengüter nunmehr gleichbehandelnd auf die Anlagen der Offshore-Anbindungsleitungen anzuwenden. Bereits am 07.06.2023 hat die BNetzA das Verfahren BK4-23-002 für die Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag nach § 21 Abs. 3 S. 4 Nr. 1 a) EnWG-E i.V.m. § 29 Abs. 1 EnWG eingeleitet. Hierzu hatten die vier Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB) am 30.08.2023 ihre Stellungnahme bei der BNetzA eingereicht (siehe Anlage 1). Die Branche hat nun erneut bis zum 06.12.2023 die Möglichkeit, zu den geplanten Neuregelungen und insbesondere zur Festlegung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Offshore-Anbindungsleitungen Stellung zu nehmen.


FESTLEGUNGSENTWURF SCHAFFT KEINE ANGEMESSENEN INVESTITIONSBEDINGUNGEN

Der dringend benötigte Ausbau der Übertragungsnetze als Voraussetzung für das Gelingen der Energiewende ist politischer Konsens und hat mittlerweile höchste Priorität. Der zuletzt vorgelegte Netzentwicklungsplan 2037/2045 hat deutlich aufgezeigt, dass der Netzausbaubedarf gegenüber früheren Planungen noch einmal substantiell ansteigen muss, um das für Deutschland beschlossene Ziel der Klimaneutralität bis zum Jahr 2045 zu erreichen. Damit verbunden ist nahezu eine Verdopplung des Finanzierungsbedarfs für die ÜNB. Daher begrüßen die ÜNB grundsätzlich die Reaktion der BNetzA auf die eingetretene Zinswende und das damit verbundene Vorhaben, die Voraussetzungen für die Finanzierung der energiewendebedingten Netzinvestitionen zu verbessern.



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 2 von 9

Die ÜNB, der BDEW sowie zahlreiche Netzbetreiber haben in Ihren Stellungnahmen zum 31.08.2023 ihre Verbesserungshinweise zu dem Eckpunktepapier ausführlich dargestellt. Der Festlegungsentwurf greift jedoch keinen der Vorschläge auf und hält ggü. dem Eckpunktepapier auch keine weitergehenden Begründungen hierzu bereit. Die ÜNB hätten sich bei einem für alle Seiten so erfolgskritischen Thema einen verantwortungsvolleren und abwägenden Umgang der BNetzA mit der ab Eintritt der EnWG-Novelle bestehenden Festlegungskompetenz gewünscht.

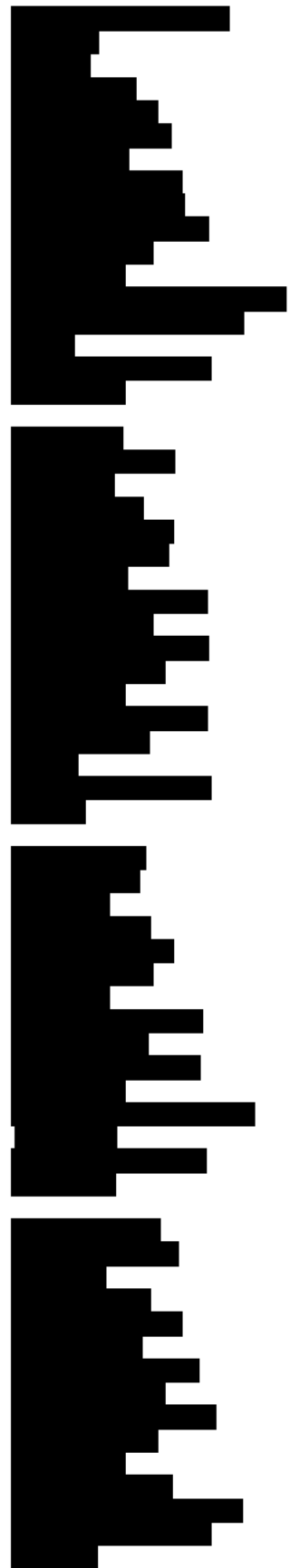


Laut Festlegungsentwurf dienen die Regelungen in erster Linie dazu, vor dem Hintergrund des unerwartet gestiegenen Investitionsbedarfs infolge des „Osterpakets“ und vor dem Hintergrund der Veränderungen an den Kapitalmärkten die Investitionsfähigkeit der Strom- und Gasnetzbetreiber auch in der Zukunft sicherzustellen.

Bei der Entscheidung über die Aufstockung oder erstmalige Zuführung von Eigenkapital betrachten Investoren jedoch nicht allein die Verzinsung der Neuinvestitionen, sondern stets die Verzinsung auf Ebene des Gesamtunternehmens. Schließlich beteiligen sie sich mit dem zugeführten Eigenkapital typischerweise anteilig an allen Vermögenswerten des Unternehmens gleichermaßen und nicht an einzelnen Investitionen oder Investitionsjahren. Entsprechend hängt auch die zukünftige Investitionsfähigkeit der Netzbetreiber von der Verzinsung des gesamten Kapitals ab. Der regulatorische Eigenkapitalzinssatz muss zur Erfüllung der Vorgaben einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals gem. §21 Abs. 2 EnWG stets die erzielbare Verzinsung bezogen auf das gesamte gebundene Eigenkapital berücksichtigen.

Die BNetzA stützt sich bei ihrem Festlegungsentwurf sowie dem Eckpunktepapier nun auf die neue Festlegungskompetenz und den ihr zustehenden Ermessensspielraum. Allerdings bestand bereits auf Basis der früheren Rechtslage die Verpflichtung für die BNetzA, die bisherige Festlegung an die veränderten Kapitalmarktverhältnisse gesamthaft anzupassen, um wieder eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung sicherzustellen. Vorliegend ist dabei aus Sicht der vier ÜNB der BNetzA hinsichtlich einer Anpassung der Eigenkapitalverzinsung zustehende Ermessensspielraum auf null reduziert, nachdem die BNetzA in ihrem Eckpunktepapier bereits selbst die Zinswende und ihre Folgen für die in der Festlegung BK4-21-055 vom 12.10.2021 vorgegebenen Eigenkapitalzinssätze zugestanden hat.

In Anbetracht der aufgeführten Umstände ist die im Festlegungsentwurf vorgesehene uneinheitliche Eigenkapitalverzinsung rechtswidrig und unangemessen und damit keine zulässige Handlungsoption, die den gesetzlichen Regelungen des EnWG und der regulatorischen Verordnungen sowie den unionsrechtlichen Vorgaben aus dem EUGH-Urteil vom 02.09.2021 hinreichend Rechnung trägt.



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 3 von 9

Aus Sicht der 4ÜNB wird die Festlegungsentwurf sowie das Eckpunktepapier vom 22.11.2023 dieser Anforderung nicht gerecht. Die folgenden Anmerkungen beziehen sich entsprechend auch auf den Beschluss der BK4 mit der Verfahrensnummer BK4-23-002. Zudem wird im Folgenden auch auf die Stellungnahme der vier Übertragungsnetzbetreiber vom 06.12.2023 zum Festlegungsentwurf zur Bestimmung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes für Neuanlagen im Kapitalkostenaufschlag verwiesen.

BEWERTUNG DES ECKPUNKTEPAPIERS VOM 22.11.2023

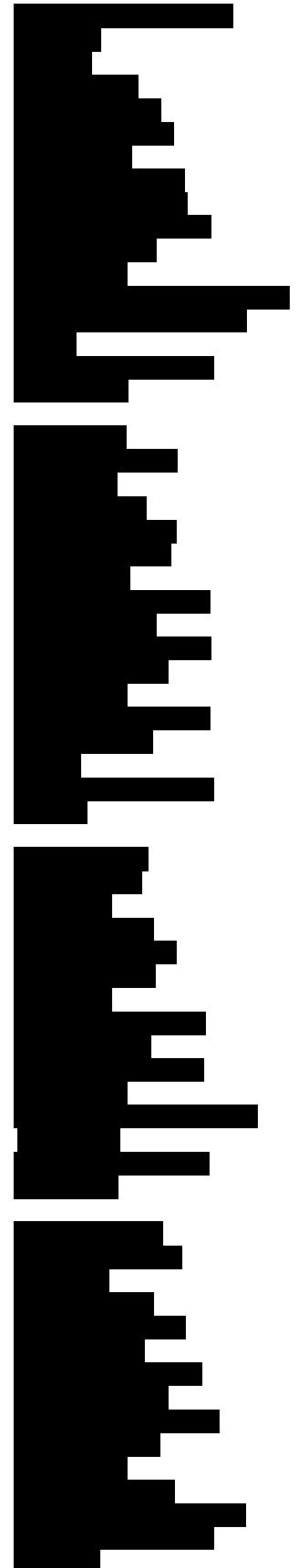
Keine Zinsanpassungen für Bestandsinvestitionen

Zinsanpassungen für Investitionen vor dem 31.12.2023 sieht die Bundesnetzagentur nicht vor. Die Bundesnetzagentur argumentiert weiterhin, dass diese bereits "durchfinanziert" seien. Allerdings kann dieses Argument weder auf den Fremdkapital- noch auf den Eigenkapital-Anteil zutreffen. Fremdkapital erfordert regelmäßige Verlängerungen oder Ersatz zu den jeweils geltenden Marktkonditionen. Somit ist es vollständig den Risiken von Zinsänderungen ausgesetzt. Zudem wird stets eine solide Eigenkapitalbasis vorausgesetzt, um ein gutes Kreditrating aufrechtzuerhalten. Eigenkapital hingegen kann nicht einfach ersetzt oder reduziert werden. Den Eigenkapitalgebern bleibt im Wesentlichen nur der Verkauf ihrer Anteile, falls sich attraktivere Alternativenanlagemöglichkeiten bieten. So bewegen sich Unternehmensanleihen heute bei Zinssätzen über den in 2021 festgelegten 4,13% n. St. und wären aufgrund des geringeren Risikos bereits attraktiver als die vorgesehene Verzinsung für Bestandsinvestitionen.

Darüber hinaus schwächt die ab dem Jahr 2024 vorgesehene Absenkung des Eigenkapitalzinssatzes um 1/4 (von 5,64 % auf 4,13 % n.St.) für den Bestand die künftige Möglichkeit zur Finanzierung des Wachstums der Netzbetreiber. Da die Ergebnistrückflüsse der Netzbetreiber im gleichen Umfang reduziert werden, stehen diese nicht zur Finanzierung der dringend erforderlichen und nochmals erhöhten Netzausbaubedarfe in den Jahren 2024 bis 2028 zur Verfügung. Dies steht insbesondere für die ÜNB im deutlichen Widerspruch zu den weiter steigenden Anforderungen. Für künftige Investitionen könnte es zudem schwieriger werden, Investoren zu finden, wenn diese damit rechnen müssen, dass Neuinvestitionen nur für den begrenzten Zeitraum bis zum Übergang in den Bestand bei Zinsanpassungen angemessen verzinst werden.

Abschließend sei angemerkt, dass für die Unterscheidung von Neuinvestitionen ab 2024 und Bestandsinvestitionen vor 2024 durch die Beschlusskammer keinerlei finanzwissenschaftliche Begründungen angeführt werden. Anders als bei Festlegungen mit einer solch enormen wirtschaftlichen Tragweite üblich, wurde der Festlegung keine gutachterliche Analyse zugrunde gelegt. Ein Gutachten hätte sich beispielsweise mit der Frage auseinandersetzen müssen, inwiefern diese Differenzierung mit den Grundsätzen des Capital Asset Pricing Models, welches früheren Festlegungen stets zugrunde gelegt wurde und welches Kapital stets als Ganzes betrachtet (ohne nach alt und neu zu differenzieren) vereinbar ist. Vielmehr stützt die Beschlusskammer ihre Entscheidung auf Behauptungen (Überrenditen der Vergangenheit) und vermeintliche Indizien, die keiner weiteren Plausibilisierung bzw. Überprüfung unterzogen wurden.

Dies genügt nicht den strengen Begründungsanforderungen der Rechtsprechung, welche nunmehr auch im neuen § 73 Abs. 1b EnWG ihre gesetzliche Verankerung



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 4 von 9

gefunden haben. So werden der Festlegung auch keine dem Stand der Wissenschaft entsprechende ökonomische Analysen zu Grunde gelegt.

Keine Zinsanpassungen für die Übergangsregelung gemäß §32b StromNEV

Zinsanpassungen für Investitionen vor dem 31.12.2023 und somit auch Zinsanpassungen für die Übergangsregelung gem. §32b StromNEV – also Investitionen für bis zum 31.12.2019 fertiggestellte und in Betrieb genommene Offshore-Anbindungsleitungen – sieht die Bundesnetzagentur ebenfalls nicht vor.

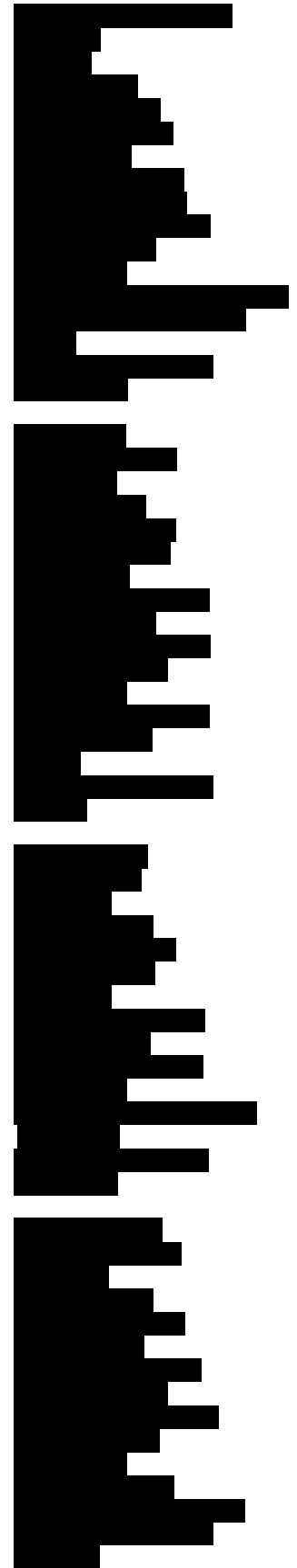
Die bis zum Jahr 2019 aktivierten Anlagegüter würden somit gegenüber den aktuellen Konditionen am Kapitalmarkt faktisch deutlich schlechter gestellt werden. Dies trifft in besonderem Maße TSO Lights, die hauptsächlich über Offshore-Anbindungsleitungen im Rahmen der Übergangsregelung verfügen und nur eingeschränkte Investitionen für Anbindungsleitungen, die unter §3a StromNEV fallen, in den Jahren ab 2024 zu erwarten sind. Damit wäre der Großteil der Investitionen dieser Gesellschaften von den Zinsanpassungen ausgeschlossen. Da diese Gesellschaften hauptsächlich gegründet wurden, um Kapital externer Investoren in die Energiewende einzubeziehen, sind genau diese besonders von den nun geplanten Regelungen betroffen, was ein negatives Signal auf den Kapitalmarkt für zukünftige Beteiligungen bedeutet.

Zwischenfazit: Durchschnittliche Gesamtverzinsung für Investoren unzureichend

Die getätigten Investitionen nach Bekanntgabe der Zinssatzentscheidung im Jahr 2021 sind kein Indiz für die Angemessenheit des Zinssatzes. Vielmehr wurde die Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes, die eine erhebliche Absenkung im Vergleich zur Vorperiode um mehr als 25 % vorsieht, durch die Netzbetreiber beklagt, da das Ermittlungsvorgehen und das Ergebnis zu einem unplausiblen Wert geführt hat. Die Netzbetreiber haben vielmehr die Investitionen im Vertrauen auf eine gesamthafte Anpassung an das marktübliche Niveau, wie von Seiten der BNetzA in Aussicht gestellt, getätigt. Indem die BNetzA den Zinssatz nur für einen kleinen Teil des in den Stromnetzen gebundenen Kapitals anpasst, erschüttert sie das Vertrauen der Investoren in die Gewährleistung einer gesamthafte angemessenen und marktüblichen Verzinsung. Dieser einseitige Umgang mit Marktniveauveränderungen hat nicht allein kurzfristige Auswirkungen, sondern wird auch einen Einfluss auf zukünftige Entscheidungen zu notwendigen Erhöhungen der Eigenkapitalanteile bei Investoren haben.

Die Entscheidung über die Beschwerde der Netzbetreiber ist am 30.08.2023 durch das OLG Düsseldorf erfolgt. Das OLG hält die Festlegung der Bundesnetzagentur für rechtswidrig und hat die BNetzA zur Neufestlegung verpflichtet, da die Ermittlung des EK-Zinssatzes unzureichend plausibilisiert wurde. Gegen diese Entscheidung hat die BNetzA Rechtsbeschwerde vor dem BGH erhoben.

Das Festhalten an dem angefochtenen und aus damaliger, wie auch aus heutiger Sicht marktfremdem EK-Zins für Bestandsinvestitionen trägt im erheblichen Maße zur Unangemessenheit der vorgesehenen Eigenkapitalverzinsung in der 4. Regulierungsperiode bei. Unabhängig davon, dass eine Differenzierung bei den EK-Zinsen auf keiner wissenschaftlichen Grundlage basiert, kann die Anpassung des EK-Zinses für Neuinvestitionen bei der Betrachtung der Gesamtverzinsung den unangemessenen EK-Zins aus 2021 nicht kompensieren, da die ÜNB bereits in der Vergangenheit viel in den Ausbau der Offshore-Anbindungsleitungen investiert haben. Somit liegt die durchschnittliche Eigenkapitalverzinsung der ÜNB deutlich



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 5 von 9

unter marktgerechten und im internationalen Durchschnitt bestehenden EK-Zins von 7,5% v.St. (NERA 2021).

Für Investoren ist die Gesamtverzinsung ihres eingesetzten sowie neu zu investierenden Kapitals jedoch das ausschlaggebende Bewertungskriterium im Vergleich zu alternativen Anlagemöglichkeiten mit kapitalmarktgerechten Verzinsungen. Sie entscheidet maßgeblich über künftige Kapitalzuführungen sowie über potenzielle Kapitalabzüge. Der Eigenkapitalzins muss für Investoren somit jederzeit und in der Gesamtbetrachtung eine marktgerechte und dem Risiko angemessene Rendite darstellen. Die vorgesehene Festlegung gefährdet somit die langfristige Finanzierung der energiewendebedingten Investitionen in Offshore-Anbindungsleitungen.

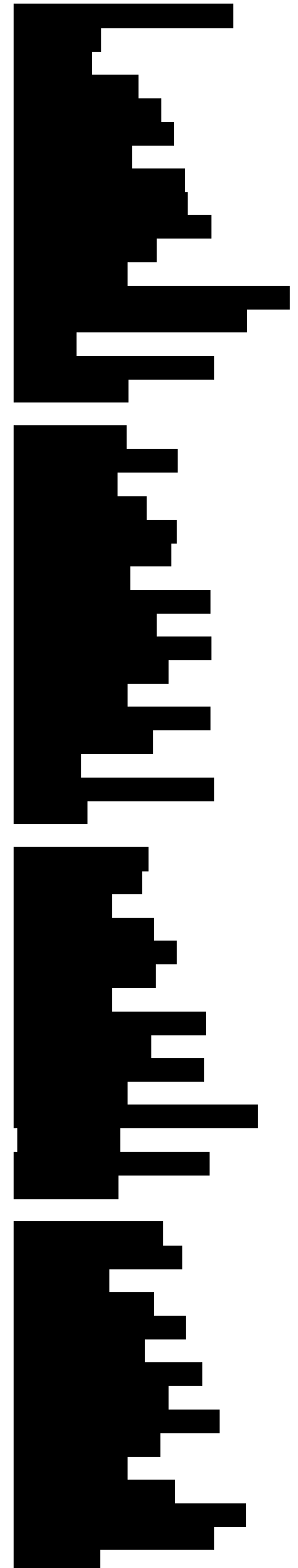
Kürzung des Wagniszuschlags der Festlegung 2021 um 0,395%

Die BNetzA erkennt in ihrem Festlegungsentwurf die in den Festlegungen BK4-21-055 und BK4-21-056 festgelegte Erhöhung des Wagniszuschlags von 0,395%-Punkte für Neuinvestitionen im KKAuf nicht an, obwohl der Wagniszuschlag konstant fortgeschrieben werden soll. Der Bedarf für einen Zuschlag wurde von verschiedenen Gutachtern (Oxera (2021), Frontier/Randl Zechner (2021)) nachgewiesen, um die Unterschätzung des risikolosen Basiszinses aufgrund der Diskrepanz der Renditen zwischen dem risikolosen Basiszins nach § 7 Abs. 4 StromNEV und dem Wagniszuschlag (inklusive Abzug des historischen internationalen Basiszinses) zumindest teilweise zu adressieren. Unabhängig davon, ob die Höhe dieses Zuschlages bei der Festlegung in 2021 überhaupt zu einem insgesamt angemessenen Wagniszuschlag geführt hat, bleibt die BNetzA im jetzigen Festlegungsentwurf jeglichen wissenschaftlichen Nachweis darüber schuldig, warum dieser beim EK-Zins im KKAuf in der vierten Regulierungsperiode keine Berücksichtigung mehr findet. Bei dem nach der vorgesehenen Methodik einfließende risikolose Basiszins (2,78 % in Q1/23) besteht weiterhin eine erhebliche Diskrepanz zum risikolosen Zinssatz bei der Ableitung der Marktrisikoprämie im DMS-Datensatz (5,2 %). Der Aufschlag von 0,395 % auf den Wagniszuschlag ist daher beizubehalten.

Keine Erhöhung der Planbarkeit von Investitionen durch Fixierung der Zinssätze für Fertiganlagen

Die einzige feststellbare Anpassung gegenüber dem Eckpunktepapier betrifft die Fixierung der Zinssätze für das Fertiganlagevermögen auf das Niveau zum Zeitpunkt ihrer Inbetriebnahme bis zum Ende der Regulierungsperiode. Die BNetzA verweist auf eine monetäre Besserstellung der Netzbetreiber im Fall von Zinsrückgängen, lässt den monetären Nachteil im Fall von Zinsanstiegen jedoch unerwähnt. Damit stellt diese Veränderung bezüglich dieses Aspektes aus Sicht der ÜNB weder eine Verbesserung noch eine Verschlechterung gegenüber dem Vorschlag des Eckpunktepapiers vom 07.06.23 dar.

Laut der BNetzA bietet die Methodik den Netzbetreibern mehr Planungssicherheit. Allerdings kommt dieser Vorteil aus Sicht der Übertragungsnetzbetreiber nur für einen Teil der Investitionen zum Tragen, da die Verzinsungen der Anlagen im Bau unserem Verständnis zufolge weiterhin jährlich anzupassen sind. Insgesamt ist damit die Planbarkeit, welche eine zentrale Anforderung der Kapitalgeber und Ratingagenturen darstellt, noch immer wesentlich schlechter als in den vergangenen Regulierungsperioden. Um echte Planungssicherheit zu erzeugen und das Vertrauen der Kapitalgeber wiederherzustellen, bedarf es somit eines einheitlichen,



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 6 von 9

marktgerechten und fixierten Eigenkapitalzinssatzes für die gesamte Regulierungsperiode.

Mangelnde Stabilität und Anstieg der Komplexität des Regulierungssystems

Auf Seite 7 ihres Festlegungsentwurfs stellt die BNetzA fest, dass konstante Zinssätze positive Auswirkungen auf das Rating der Netzbetreiber hätten und dass Ratingagenturen flexible Zinssätze grundsätzlich kritisch sähen, da diese die Kalkulation von Renditen erschweren. Im Gegensatz hierzu sieht der Festlegungsentwurf der BNetzA dennoch die Unterscheidung verschiedener Zinssätze für verschiedene Investitionszeitpunkte und Refinanzierungsinstrumente vor. So werden sich die durchschnittlichen Eigenkapitalzinssätze künftig zwischen den Netzbetreibern als auch jährlich im Zeitablauf unterscheiden. Die damit einhergehende Instabilität, Intransparenz und Unvorhersagbarkeit der Verzinsung schafft zusätzliche Hürden bei der Akquirierung von Kapital für den Netzausbau, nicht zuletzt aufgrund drohender Nachteile bei der Bonitätsbewertung von Ratingagenturen. Ein gutes Rating ist insbesondere für institutionelle Investoren eine Grundvoraussetzung, um Eigenkapital bereitstellen zu können. Statt eines einheitlichen Eigenkapitalzinssatzes für die gesamte Regulierungsperiode sollen ab 2024 jährlich unterschiedliche Eigenkapitalzinssätze je nach Investitionszeitpunkt und Kategorie des Anlagevermögenswertes Anwendung finden. Dies trägt zu einer hohen Komplexität und damit einem hohen Umsetzungsaufwand bei.

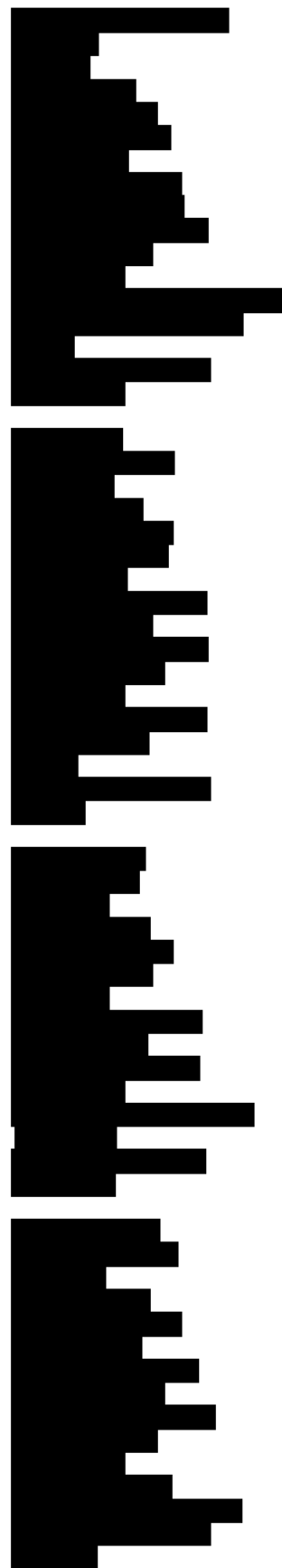
Anhand einer Beispielrechnung wird die Komplexität der Regelungen auf Basis einer Musterinvestition dargestellt:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EK Zins Kapitalmarkt BNetzA Methodik	7,09 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	7,4 %	7,5 %
RBW Anlage im Bau	5.000	10.000	15.000			
RBW Fertiganlage				15.000	14.000	13.000
kalk. EK Zins	5,07 %	5,07 % 7,1 %	5,07 % 7,2 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %

Abbildung 1: Eigenkapitalverzinsung (Zinsentwicklung in Zeile 1: 2024 bis 2028 fiktiv)

Der Zugang zu den Anlagen im Bau im Jahr 2023 würde bis zur Inbetriebnahme 2026 den Zins in Höhe von 5,07 % aus der Festlegung vom 12.10.2021 erhalten. Die AiB-Zugänge der Jahre 2024 und 2025 würden bis zur Inbetriebnahme mit dem jährlichen angenommenen Kapitalmarktzins von 7,1 % und 7,2 % verzinst werden. Ab Inbetriebnahme 2026 würde für die Restbuchwerte des Anlagevermögens dann bis 2028 der angenommene Zinssatz zum Zeitpunkt der Inbetriebnahme von 7,3 % gelten. Bei Investitionsmaßnahmen und Investitionen vor 2023 würden hingegen bis 2028 der Eigenkapitalzins von 5,07 % Berücksichtigung finden.

Zur erheblichen Komplexität des Ansatzes trägt insbesondere bei, dass für Anlagen im Bau (AiB) zukünftig eine detaillierte Aufteilung der Bestände nach Zugangsjahr vorgenommen werden muss, um deren Verzinsung mit unterschiedlichen



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 7 von 9

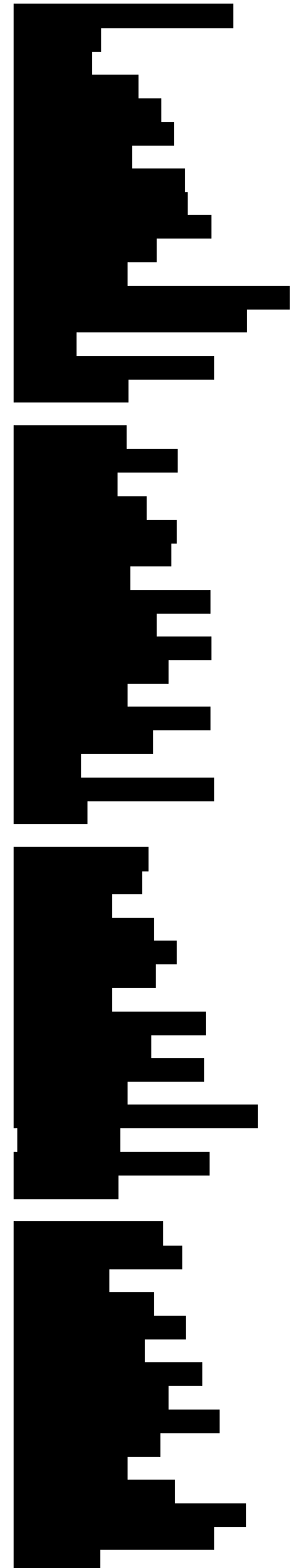
Eigenkapitalzinssätzen für Zugänge bis 2023 und ab 2024 zu ermöglichen. Um diese künstliche Aufteilung der AiB-Verzinsungsbasis aktuell zu halten, muss dabei für jede einzelne Umbuchung ins Fertiganlagevermögen ermittelt werden, in welchen Jahren in welcher Höhe die umgebuchten AiB ursprünglich zugegangen sind. Dies entspricht wieder der hohen Granularität bei der Abrechnung von Investitionsmaßnahmen je einzeltem Projekt und Anlagegut.

Im Ergebnis würde diese aufwändige, jährliche Kalkulation der Eigenkapitalverzinsung die Komplexität der Erhebungsbögen zur Erfassung der Ist-Kosten für die Offshore-Netzumlage erheblich erhöhen und die Transparenz der Zinsberechnungen gleichzeitig beeinträchtigt. Das Vorgehen widerspricht somit nicht nur der gesetzlichen Zielstellung einer Vereinfachung des Regulierungssystems wie dem erst kürzlich von Herrn Klaus Müller gegenüber der Branche ausgesprochenen Versprechen des Bürokratieabbaus. Im Interview mit dem Präsidenten der BNetzA, welches mit dem Titel „Einfachere und schnellere Anreizregulierung“ im Tagesspiegel Background am 23.11.2023 veröffentlicht wurde, verspricht Herr Müller, dass das Ziel der BNetzA sei, das Regulierungssystem einfacher und damit schneller zu machen – und auch zum zurecht angestrebten Bürokratieabbau beizutragen.

FAZIT: EK-VERZINSUNG MUSS FÜR DAS GESAMTE EINGESETZTE EIGENKAPITAL AUF EIN STABILES, WETTBEWERBSFÄHIGES NIVEAU ANGEHOHEN WERDEN

Trotz positiver Ansatzpunkte erschwert der im Festlegungsentwurf vorgesehene Ansatz die Finanzierung der ÜNB. Die vier ÜNB fordern daher aufgrund der zuvor skizzierten Kritikpunkte an dem neuen Festlegungsentwurf und auch entsprechend der Anträge nach § 29 Abs. 2 EnWG eine einheitliche Eigenkapitalverzinsung des Anlagenbestandes und aller Neuinvestitionen. Vor diesem Hintergrund erscheint insbesondere die Übertragung und der Verweis auf das vom Offshore-Regulierungssystem eindeutig abgrenzbaren Refinanzierungsinstruments des Kapitalkostenaufschlages (KKA) samt der darin vorgesehenen Aufteilung in Bestands- und Neuinvestition als nicht sachlogisch. Für das Offshore-Geschäftsfeld wurde mit dem Cost-Plus-System ein losgelöstes Regulierungssystem etabliert, bei dem ein Verweis auf Regulierungsperioden in Verbindung mit der Auftrennung von Investitionen im KKA nicht sachgerecht umsetzbar ist. Die Vermischung dieser für die Kapitalverzinsung wesentlichen Unterscheidungsmerkmale führen ebenfalls zu einer weiteren Komplexitätserhöhung.

Der kalkulatorische EK-Zins ist zur Gewährleistung der Angemessenheit, Marktgerechtigkeit und internationalen Wettbewerbsfähigkeit bis zum Ende der 4. Regulierungsperiode auf das entsprechende international durchschnittliche Niveau von 7,5% vor Steuern (6,1% nach Steuern) für alle Investitionen zu fixieren. Nur so kann eine für Eigenkapitalgeber über alle bereits bestehenden und künftigen Investitionen hinreichende Gesamtverzinsung und damit Anreizsetzung erreicht werden. Dies stellt die zentrale Voraussetzung für Investoren und die entsprechende Finanzierung des Netzausbaus mit Blick auf das Klimaneutralitätsnetz für ÜNB dar.



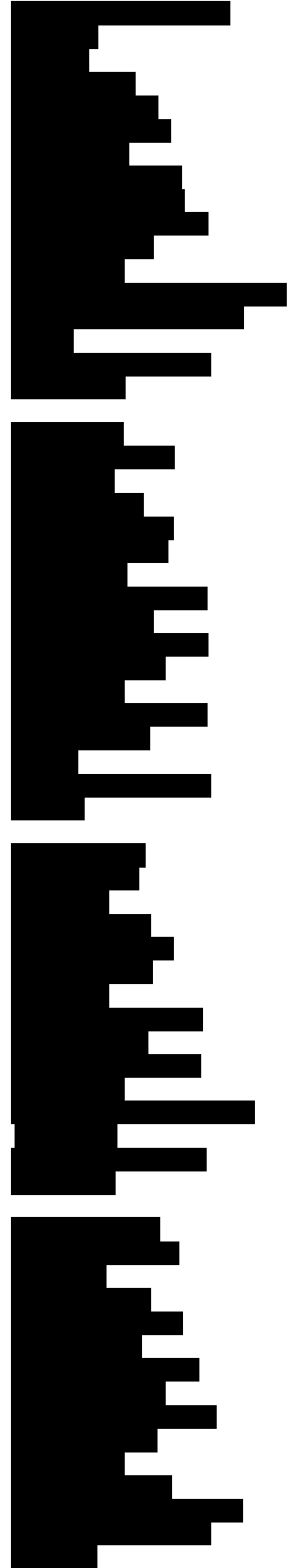
Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 8 von 9

50HERTZ TRANSMISSION GMBH

AMPRION GMBH

TENNET TSO GMBH

TRANSNET BW GMBH



Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 06.12.2023 | Seite 9 von 9

Anhang

Anlage 1: 4ÜNB-Stellungnahme zum EKI-Eckpunktepapier

liegt separat bei

