

Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Tele-
kommunikation, Post und Eisenbahnen
Große Beschlusskammer Energie
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 13.08.2026

ERGÄNZENDE INFORMATIONEN ZUM WISSEN- SCHAFTSDIALOG VOM 24.06.2026 HINSICHTLICH EINES AUFSCHLAGS AUF DIE EIGENKAPITALVER- ZINSUNG FÜR ÜBERTRAGUNGSNETZBETREIBER

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir möchten uns nochmals für die Durchführung des Wissenschaftsdialogs am 24. Juni 2026 zur Ausgestaltung der zukünftigen Eigen- und Fremdkapitalverzinsung der Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB) bedanken. Der intensive Austausch hat aus Sicht der ÜNB verdeutlicht, dass die Auswirkungen der bevorstehenden außergewöhnlichen Investitionsphase auf das systematische Risiko und die erforderliche Eigenkapitalverzinsung einer weitergehenden Würdigung bedürfen.

Im Mittelpunkt des ersten Teils des Wissenschaftsdialogs stand die Frage, ob das außerordentlich hohe Investitionsniveau der ÜNB zu zusätzlichen Risiken führt, die durch den standardmäßig aus einer internationalen Vergleichsgruppe abgeleiteten EK-Zinssatz nicht hinreichend erfasst werden. Unstrittig war dabei, dass das Investitionsprogramm in die Übertragungsnetze international beispiellos ausfällt und strukturell signifikant über der Investitionstätigkeit der für die Beta-Ermittlung herangezogenen Vergleichsunternehmen liegt. Die von der Bundesnetzagentur beauftragten Gutachter¹ haben jedoch insbesondere die Systematik der von NERA beschriebenen Wirkungskanäle sowie die Übertragbarkeit internationaler Präzedenzfälle kritisch hinterfragt.

Die beigefügten Repliken von NERA (Anlage 1), von Herrn Prof. Dr. Hachmeister und Herrn Prof. Dr. Pedell (Anlage 2) sowie Oxera (Anlage 3) setzen sich aus unterschiedlichen, sich ergänzenden Perspektiven ausführlich mit den methodischen und empirischen Einwänden gegen einen Aufschlag auseinander und entkräften diese in den entscheidenden Punkten. Drei zentrale Erkenntnisse möchten wir dabei im Folgenden kurz hervorheben:

¹ Betzer et al. (2026): *Kurzgutachten zur Notwendigkeit eines Zuschlags auf den Eigenkapitalzinssatz für Strom-Übertragungsnetzbetreiber*; Frontier Economics (2026): *Aufschlag auf Eigenkapitalzinssatz für Stromübertragungsnetzbetreiber*.

50HERTZ TRANSMISSION GMBH
Heidestraße 2
10557 Berlin
Telefon: 030 5150-0
Telefax: 030 5150-4673
E-Mail: info@50hertz.com
www.50hertz.com
Sitz der Gesellschaft: Berlin
Amtsgericht: Charlottenburg
Handelsregisternr.: HR B 84446
USt-ID: DE813473551
Geschäftsführung:
Stefan Kapferer (Vorsitz),
Dr. Dirk Biermann,
Sylvia Borchering, Christine Janssen
Vorsitzender des Aufsichtsrates:
Bernard Gustin

AMPRIION GMBH
Robert-Schuman-Straße 7
44263 Dortmund
Telefon: 0231 5849-0
Telefax: 0231 5849-14188
E-Mail: info@amprion.net
www.amprion.net
Sitz der Gesellschaft: Dortmund
Amtsgericht: Dortmund
Handelsregisternr.: HR B 15940
USt-ID: DE 8137 61 356
Geschäftsführung:
Dr. Christoph Müller (Vorsitz),
Katrin Hilmer,
Dr. Hendrik Neumann,
Peter Rüth
Vorsitzender des Aufsichtsrates:
Uwe Tigges

TENNET TSO GMBH
Bernecker Straße 70
95448 Bayreuth
Telefon: 0921 50740-0
Telefax: 0921 50740-4095
E-Mail: info@tennet.eu
www.tennet.eu
Sitz der Gesellschaft: Bayreuth
Amtsgericht: Bayreuth
Handelsregisternr.: HR B 4923
Geschäftsführung:
Tim Meyerjürgens (Vorsitz),
Dr. Markus Binder, Kathrin Günther,
Ina Kamps
Vorsitzende des Aufsichtsrates:
Manon van Beek

TRANSNETBW GMBH
Heilbronner Straße 51 – 55
70191 Stuttgart
Telefon: 0711 21858-0
E-Mail: info@transnetbw.de
www.transnetbw.de
Sitz der Gesellschaft: Stuttgart
Registergericht: Stuttgart
Handelsregisternr.: HR B 740510
USt-ID: DE 191008872
Geschäftsführung:
Dr. Werner Götz (Vorsitz),
Michael Jesberger, Dr. Oliver Strangfeld
Vorsitzender des Aufsichtsrates:
Dirk Güsewell

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 13.08.2026

1. Die beispiellose Investitionstätigkeit erhöht das systematische Risiko über mehrere Wirkungskanäle (Anlage 1 und 2)

Für die Eigenkapitalverzinsung sind – wie auch die Gutachter der Bundesnetzagentur betonen – maßgeblich die nicht diversifizierbaren, systematischen Risiken relevant. Gerade diese steigen in Folge überdurchschnittlich hoher Investitionstätigkeit über mehrere Wirkungskanäle. Unter anderem führen verlängerte Kapitalbindungsdauern, ein höherer Fixkostenanteil (Operating Leverage), Risiken in der Investitions- und Bauphase, ein erhöhtes Zins- und Rohstoffpreisexposure, Finanzierungsfriktionen und langfristige Regulierungsrisiken zu einem strukturell erhöhten Risikoprofil gegenüber einem Netzbetreiber mit durchschnittlichem Investitionsverhalten.

Die Risikowirkung lässt sich dabei nicht auf die Kapitalbindungsdauer verengen: Zum einen wirken wesentliche Kanäle – insbesondere der Operating Leverage – auch unabhängig von der Kapitalbindungsdauer fort. Zum anderen können regulatorische Anpassungen wie bspw. schnellere Erlösrückflüsse das der Netzinfrastruktur inhärente Risiko langer Kapitalbindungsdauern nur etwas reduzieren und gerade nicht vollständig kompensieren.

2. Der zukünftige Regulierungsrahmen kompensiert die zusätzlichen Risiken nicht (Anlage 1 und 2)

Ein stärker kostenorientierter Regulierungsrahmen kann einzelne Kostenanerkennungs- und Timing-Risiken reduzieren. Daraus folgt jedoch nicht, dass die investitionsbedingte Erhöhung des systematischen Risikos kompensiert wird. Der künftige Rahmen bleibt eine Verbindung kostenorientierter und anreizbasierter Elemente; die konkrete Ausgestaltung von Effizienzprüfungen, Kostenanerkennung und weiteren Anreizinstrumenten steht teilweise noch aus.

Zudem wirken wesentliche Risiken – insbesondere die langfristige Bindung an umfangreiche Investitionsprogramme, Operating Leverage sowie regulatorische Anerkennungs- und Änderungsrisiken – auch unter einem stärker kostenorientierten Rahmen fort. Konkrete systematische Deckungsrisiken ergeben sich beispielsweise aus den aktuellen Regelungen der Fremdkapitalverzinsung. Eine pauschale risikomindernde Wirkung, die eine ÜNB-spezifische Anpassung entbehrlich machen würde, ist daher nicht belastbar belegt. Soweit Vergleichsunternehmen selbst kostenorientierten oder hybriden Regulierungsansätzen unterliegen, sind entsprechende risikomindernde Wirkungen bereits in deren Betas enthalten; eine zusätzliche pauschale Absenkung bedürfte eines gesonderten Nachweises.

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 13.08.2026

3. Die internationale Regulierungspraxis bestätigt die ökonomische Plausibilisierung (Anlage 1 und 3)

Die Begründung eines investitionsbedingten Eigenkapitalzinsaufschlags folgt im vorliegenden Verfahren primär aus der ökonomischen Risikoanalyse zu den Auswirkungen außergewöhnlich hoher Investitionsvolumina auf das Risikoprofil von ÜNB. Für die Aussagekraft der internationalen Präzedenzfälle ist es nicht erforderlich, dass die jeweiligen Regulierungsbehörden identische Methoden anwenden oder ihre Entscheidungen mit derselben Begründungslogik wie im vorliegenden Verfahren herleiten. Die internationale Regulierungspraxis dient insoweit als zusätzliche Evidenz und Plausibilisierung dieser Schlussfolgerung. Besonders hervorzuheben ist der niederländische Präzedenzfall, da dort der Zusammenhang zwischen erhöhtem Investitionsbedarf und einer Anhebung des regulatorischen Zinsniveaus ausdrücklich und unmittelbar hergestellt wird. Die entsprechende Anpassung gilt im Übrigen auch unter einem kostenorientierten Regulierungsrahmen. Das Oxera-Gutachten (Anlage 3) zeigt zudem, dass eine verbindliche Festlegung auf umfangreiche künftige Investitionen das Risiko der heutigen Eigenkapitalgeber bereits vor vollständiger Finanzierung und Inbetriebnahme erhöhen kann.

Schlussbemerkungen

Die beiliegenden Würdigungen bestätigen die Schlussfolgerung des NERA-Gutachtens vom Januar 2026, dass die außergewöhnlich hohe Investitionsintensität der ÜNB bei der Festlegung des kalkulatorischen Eigenkapitalzinssatzes durch einen zusätzlichen Aufschlag zu berücksichtigen ist.

Die in den Kurzgutachten von Frontier Economics (2026) und Betzer et al. (2026) sowie mündlich beim Wissenschaftsdialog vorgebrachten methodischen und empirischen Einwände halten dabei einer kritischen Würdigung nicht Stand. Sie liefern keinen belastbaren Beleg dafür, dass die außergewöhnliche Investitionsintensität ohne Einfluss auf das relevante systematische Risiko bleibt.

Hinzu kommt, dass die Gutachter an mehreren Stellen im Widerspruch zu eigenen, früheren Aussagen argumentieren. So hält beispielweise Frontier Economics in einem Gutachten für den britischen ÜNB aus dem Jahr 2024 einen Aufschlag auf den EK-Zinssatz unter anderem aufgrund des außergewöhnlich umfangreichen Investitionsprogramms für erforderlich.²

² Frontier Economics (2024): *RIO-3 Cost of Equity Range*, S. 7.

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 13.08.2026

Aus Sicht der ÜNB hat der Wissenschaftsdialog daher nichts an der Notwendigkeit geändert, entweder bereits in der finalen Rahmen- bzw. Methodenfestlegung ein gegenüber der Beta-Vergleichsgruppe strukturell erhöhtes systematisches Risiko angemessen zu berücksichtigen oder einen entsprechenden Aufschlag in den anschließenden Einzelfestlegungen für ÜNB zu ermöglichen. Auch in diesem Fall wäre hierfür ein entsprechender Öffner in der finalen Rahmenfestlegung zu berücksichtigen. Der von NERA im Auftrag der ÜNB entwickelte Ansatz stellt hierfür eine transparente, wissenschaftlich fundierte und praktikable Ermittlungsmethode dar.

Für einen weiteren fachlichen Austausch stehen die vier ÜNB und die beteiligten Gutachter gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

50HERTZ TRANSMISSION GMBH

AMPRION GMBH

TENNET TSO GMBH

TRANSNET BW GMBH