Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen
Große Beschlusskammer Energie
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 20.07.2026

ERGÄNZENDE INFORMATIONEN ZUM WISSENSCHAFTSDIALOG AM 24.06.2026 | HIER: NEUE ERKENNTNISSE ZUR FREMDKAPITALVERZINSUNG

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir möchten uns für die Durchführung dieses weiteren Dialogformats über die Ausgestaltung der zukünftigen Kapitalkostenregulierung bedanken. Auch wenn der Konsultationsprozess bisweilen langwierig erscheinen mag, ist eine intensive Befassung mit den substanziellen methodischen Fragen und den Kapitalmarktgegebenheiten unerlässlich, um einen zukunftsfähigen regulatorischen Rahmen definieren zu können. Ziel sollte eine gleichermaßen effiziente und neutrale Fremdfinanzierung sein.

Im Unterschied zum ersten Teil (Eigenkapitalverzinsung) des Wissenschaftsdialogs am 24.06.2026 bot der zweite Teil (Fremdkapitalverzinsung) nur sehr begrenzte Möglichkeiten für einen Austausch über wissenschaftliche und insbesondere kapitalmarktpraktische Erkenntnisse. Die außerordentlichen Kapitalbedarfe der ÜNB bedingen jedoch wesentliche Unterschiede zu den VNB und FNB, die eine ausführliche Würdigung und Einbeziehung praktischer Kapitalmarktperspektiven erfordern. Im Ergebnis ist die Rahmenfestlegung für ÜNB (GBK-25-01-1#2 in Tenorziffern 9.4 und 9.5) dringend von den Regelungen in der Kapitalkosten-Festlegung für VNB und FNB (GBK-25-02-3#1) zu entkoppeln, um die speziellen Anforderungen der ÜNB bei der WACC-Festlegung im nächsten Jahr individuell berücksichtigen zu können.

Im ersten Teil des vorliegenden Schreibens möchten wir ergänzende Analysen und Schlussfolgerungen zur Bestimmung des Fremdkapitalzinssatzes mit Ihnen teilen. Diese basieren auf aktuellen Marktdaten sowie praktischen Marktexpertisen und ergänzen somit unsere umfangreiche Stellungnahme vom 30.01.2026 sowie unser Schreiben zu den Fremdkapitalzinsen vom 11.06.2026 um neue inhaltliche Aspekte und Erkenntnisse.

Diese vertiefenden Analysen zur Frage der Laufzeiten, der Notwendigkeit von Aufschlägen und der Auswahl konkreter Referenzzinsreihen finden sich in den beiliegenden Präsentationen der ÜNB (Anlage 1), von Morgan Stanley (Anlage 2) sowie von ING (Anlage 3). Dieses Anschreiben enthält hierzu eine kurze Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse.

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 Borcherding, Christine Janssen
Vorsitzender des Aufsichtsrates:
Bernard Gustin

AMPRION 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

Darüber hinaus wurden beim Wissenschaftsdialog von Seiten der BNetzA Einordnungen und weiterführende Überlegungen zum Fremdkapitalzinssatz – teilweise als Reaktion auf die Stellungnahmen der ÜNB – vorgetragen, welche aus Sicht der ÜNB neue Aspekte beinhalten und daher einer Einordnung bedürfen. Im zweiten Teil gehen wir daher auch auf die Notwendigkeit frühzeitiger Planungssicherheit hinsichtlich der Anerkennung von Fremdkapitalkosten, methodische Vorbehalte gegen die Verwendung individueller Ratings sowie die Berücksichtigung tagesgenauer Zinssätze sowie alternativer Finanzierungsinstrumente ein. Ergänzende Auswertungen zum letzten Punkt sind in Anlage 4 enthalten.

Zum ersten Teil des Wissenschaftsdialogs (EK-Verzinsung) folgt eine separate Rückmeldung der ÜNB.

01. NEUE ERKENNTNISSE UND ANALYSEN

Mit Schreiben vom 11.06.2026 haben die ÜNB aufgezeigt, dass die Parametrierung der Fremdkapitalverzinsung gemäß Festlegungsentwurf bereits heute zu einer signifikanten Kostenunterdeckung führen würde, die sich bei der absehbaren Entwicklung der Finanzierungsanforderungen zukünftig weiter verschärfen wird. Wesentliche Treiber dieser zunehmenden Unterdeckung sind (i) zu kurze regulatorische Laufzeiten und (ii) fehlende Aufschläge für Volumen und Diversifizierung sowie für sogenannte „New Issue Premiums (NIP)“.

Um die Transparenz zur Bedeutung dieser Parameter weiter zu erhöhen, haben die ÜNB weitere Analysen zum Fremdkapitalmarkt sowie zu relevanten Vergleichsunternehmen durchgeführt bzw. durch die Fremdkapitalmarktexperten von Morgan Stanley und ING durchführen lassen, welche insbesondere bezogen auf die Festlegung der Parameter (i) Laufzeit und (ii) Aufschläge sowie (iii) Auswahl eines geeigneten Referenzindexes als weitergehende Nachweise in das Verfahren hiermit eingebracht werden. Die Ergebnisse dieser Analysen werden nachfolgend kurz zusammengefasst und können im Detail den Anlagen 1 bis 3 entnommen werden.

Vertiefende Analysen zu Laufzeiten *(siehe Anlagen 1 bis 3)*

Bezogen auf die Frage nach einer angemessenen Laufzeit ist grundsätzlich auf die Gesamtlaufzeit der jeweils ausstehenden Finanzierungen abzustellen, da sich der Zinsaufwand aus den jeweils ausstehenden Finanzierungen ableitet. In der Diskussion wird dagegen häufig auf die durchschnittlichen Laufzeiten der in einem definierten Zeitraum ausgegebenen Finanzierungen abgestellt. Letzteres verkennt, dass kurzlaufende Finanzierungen früher auslaufen und gemeinsam mit neuen Investitionen durch ein Bündel verschiedener Laufzeiten refinanziert werden. Dieser „Laufzeitbias“ wird auf Folie 5 in Anlage 1 näher erläutert.

Finanzierungen mit durchschnittlicher Laufzeit von 10 Jahren führen aufgrund des außerordentlichen Investitionsprogramms und der CAPEX-Intensität zu erheblichen

(Re)Finanzierungs- und Liquiditätsrisiken. Diese können durch Finanzierungen mit mittlerer Laufzeit von 15 Jahren deutlich abgemildert und aus dem „roten Bereich“ manövriert werden (siehe Folie 6 in Anlage 1).

Eine Verlängerung der Laufzeiten trägt zudem der signifikanten Verjüngung der Altersstruktur des Anlagevermögens durch die beispiellosen Neuinvestitionen der ÜNB bis 2045 Rechnung. Die Restnutzungsdauern des betriebsnotwendigen Anlagevermögens der ÜNB steigen deutlich an und müssen aus Gründen der Fristenkongruenz mit verlängerten Laufzeiten finanzierbar sein („goldene Bilanzregel“). In Anlage 2 wird auf den Folien 6 und 11 auf die Bedeutung der Fristenkongruenz bei der Finanzierung des Anlagevermögens hingewiesen.

Als Nebeneffekt der längeren Laufzeiten sinken die zu erstattenden Emissionsnebenkosten wie Bank- sowie Ratinggebühren und reduzieren so die volkswirtschaftlichen Gesamtkosten. Diese Gebühren fallen in der Regel als Prozentsatz auf das Emissionsvolumen an und sinken entsprechend mit geringer Emissionsfrequenz.

Relevante große Vergleichsunternehmen mit langlebigen Assets aus den Sektoren Versorgung, Energie und Telekommunikation finanzieren sich im volumengewichteten Mittel ihrer EUR- und USD-Anleihen in acht von zehn Fällen mit Gesamtlaufzeiten von mehr als 15 Jahren, teilweise sogar mehr als 20 und 25 Jahren. Diese Marktevidenz sollte auch bei der Festlegung der regulatorischen Laufzeit der Referenzzinsreihe berücksichtigt werden (siehe Folie 7 in Anlage 1). Insbesondere, weil der Fremdfinanzierungsbedarf der ÜNB voraussichtlich deutlich die aktuell beobachtbaren ausstehenden Senior-Bond-Volumen der größten EUR-Emittenten überschreiten wird (siehe Folie 3 in Anlage 2).

Besonders herauszuheben sind die längeren verfügbaren Laufzeitenbänder im USD-Markt (siehe Folie 11 in Anlage 2). In der Vergangenheit waren die Investitionsvolumen bereits hoch, aber noch im EUR-Markt abbildbar. Das Verhalten der relevanten Vergleichsunternehmen zeigt deutlich, dass die Diversifizierung in Fremdwährungen, insbesondere USD, den Markstandard unter den größten Emittenten darstellt (siehe Folien 5 bis 7 in Anlage 2 sowie Folie 4 in Anlage 3). Dieser Ausblick ist bei der Festlegung des Regulierungsrahmens zu berücksichtigen: Der Regulierungsrahmen gilt erst in der Zukunft und muss folglich absehbare zukünftige Entwicklungen berücksichtigen.

Zusätzlich zu länger laufenden Anleihen sind insbesondere länger laufende sonstige Instrumente wie Schuldscheine, Exportfinanzierungen oder Private Placements zu nennen (siehe Folie 6 in Anlage 2 sowie Folie 4 in Anlage 3)

Ohne eine Verlängerung der Laufzeit im Referenzindex ergibt sich eine zunehmende Unterdeckung der Fremdkapitalkosten, die sich im mit Schreiben vom 11.06.2026 übermittelten Backtest schon jetzt deutlich abzeichnen würde.

Auch bei inversen Zinsstrukturkurven – wie beispielsweise nach der geldpolitischen Wende 2022 zu beobachten – führt eine längere Referenzlaufzeit nicht zu einer

systematischen Besserstellung der ÜNB. In solchen Marktphasen liegen die Zins–sätze längerfristiger Finanzierungen unter denen kürzerer Laufzeiten, sodass eine 15-jährige Referenzreihe die kalkulatorische Fremdkapitalverzinsung reduziert.

Wie die BNetzA im Workshop am 24.06.2026 selbst erwähnt hat, liegt die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden ÜNB-Fremdfinanzierungen derzeit bereits bei 11,7 Jahren. Eine mittlere Laufzeit von 10 Jahren ist für die ÜNB daher schon heute nicht mehr repräsentativ. Wenn sich die ÜNB dennoch bei ihren Kapitalaufnahmen an den regulatorisch vorgegebenen 10 Jahren orientieren müssten, würde sich in Kombination mit den hohen ausstehenden Netzausbauverpflichtungen ein risikobehaftetes Fälligkeitsprofil für die Fremdfinanzierung ergeben (siehe Folie 6 in Anlage 1).

Vertiefende Analysen zu Aufschlägen *(siehe Anlagen 2 und 3)*

Volumenzuschläge in Abhängigkeit von (i) ausstehenden Volumen, (ii) jährlichen Emissionsvolumen, (iii) Transaktionsvolumen sowie (iv) Tranchenvolumen sind in der Praxis üblich, empirisch belegbar und sollten entsprechend regulatorisch vergütet werden (siehe Folien 8 bis 10 in Anlage 2).

Zur Abmilderung des weiteren Anstiegs der Volumenzuschläge diversifizieren relevante Vergleichsunternehmen in (i) Fremdwährungen – wobei USD eine herausragende Rolle spielen – sowie (ii) andere Instrumente (siehe Folien 5 bis 7 in Anlage 2). So finanzieren relevante Vergleichsunternehmen unter den größten Senior EUR-Bond Emittenten im Mittel weniger als die Hälfte ihres Fremdkapitals am europäischen Anleihenmarkt über die Ausgabe von Senior Bonds in EUR (siehe Folie 5 in Anlage 2). Die Mehrkosten für die aufgrund des Umfangs der ÜNB-Finanzierungen notwendige Diversifizierung sollten regulatorisch konsistent und ohne Doppelanerkennung zu den Volumenzuschlägen anerkannt werden.

Neuemissionsprämien („New Issue Premium“, kurz „NIP“) sind in der Praxis üblich (siehe Folie 6 in Anlage 3) und sollten als Kostenbestandteil des Primärmarktes, über den die Anleihefinanzierung erfolgt, vergütet werden, da sie per Definition nicht in sekundärmarktbasierten Referenzreihen enthalten sind. Sie wurde bereits vom BNetzA-Gutachter unter dem Begriff „Underpricing“ benannt und der Höhe nach im Bereich von 19 bzw. 20 Basispunkten eingeordnet.[1]

Die genannten Aufschläge sind per Definition grundsätzlich nicht in den sekundärmarktbasierten Referenzzinssätzen enthalten. Sie werden auch nicht in den aufwandsgleichen Kosten erfasst. Aufgrund der beispiellosen Finanzierungsbedarfe der ÜNB über den Primärmarkt führt eine Nichtberücksichtigung zu einer strukturellen Unterdeckung von Fremdkapitalkosten. Auf Ebene der Rahmenfestlegung empfehlen die ÜNB die Anlage der Aufschläge

[1] *Vgl. Frontier Economics/Randl, Otto/Zechner, Josef (2025): Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode. Bericht für die Bundesnetzagentur, 13.01.2025, S. 70*

dem Grunde nach, während die Ausgestaltung der Höhe nach in späteren Festlegungen gesondert erfolgen kann.

Vorschlag einer adäquaten Referenzreihe *(siehe Anlagen 1 und 3)*

Die ÜNB haben sich über die letzten Monate intensiv mit potenziellen Datengrundlagen für Referenzindizes und deren Spezifikationen auseinandergesetzt. Auf den Folien 8 und 9 der Anlage 1 stellen die ÜNB die theoretisch in Frage kommenden Referenzreihen verschiedener Datenanbieter dar, nehmen anhand transparenter Kriterien eine Bewertung vor und leiten eine entsprechende Empfehlung ab.

Im Schreiben der ÜNB vom 11.06.2026 wurde bereits auf die mangelnde Eignung der BVAL-Utilities-Zinskurven des Dienstleisters Bloomberg hingewiesen, da sie den Utilities-Sektor und damit die deutschen ÜNB (inkl. EnBW) nicht adäquat abbilden. Diese Limitationen an den BVAL-Reihen werden auf den Folien 7 und 8 der Anlage 3 vertieft analysiert. Aufgrund dessen sind marktbreite Indizes von S&P Global (iBoxx) und London Stock Exchange (LSEG, ehemals Thomson Reuters Financial and Risk) jenen von Bloomberg vorzuziehen. Die iBoxx-Indizes scheiden allerdings dadurch aus, dass sie lediglich als Restlaufzeitenbänder von 5–7 Jahren, 7–10 Jahren und größer 10 Jahren vorliegen. Dies widerspricht dem Erfordernis eines Index, der eine Restlaufzeit von 15 Jahren aufweisen sollte. Als sachgerecht erweisen sich deshalb die Indizes von LSEG, die die deutschen ÜNB (inkl. EnBW) adäquat abbilden und über die passende Restlaufzeit von 15 Jahren verfügen.

Die ÜNB schlagen darüber hinaus vor, generell auf eine Eingrenzung auf einen Sektor zu verzichten, da sie die Diversifikation von Branchen (außerhalb des Finanzsektors) verhindert und damit mögliche Verzerrungen u. a. aufgrund zu geringer Anzahl an Vergleichsanleihen begünstigt, zumal die ÜNB am Kapitalmarkt im Wettbewerb zu allen Emittenten stehen.

Die ÜNB empfehlen daher den **marktbreiten Non-Financial-Index** von **LSEG** mit einer **Restlaufzeit von 15 Jahren** und einem **pauschalen Rating von BBB** (BBBEURNFI15Y) als Referenzindex festzulegen.

02. REAKTIONEN AUF AUSSAGEN BEIM WISSENSCHAFTSDIALOG

Planungssicherheit über Festlegung der Laufzeiten erforderlich

Im Rahmen des Wissenschaftsdialogs wurde die regulatorische Vorgabe für die über den Anleiheindex abgebildeten durchschnittlichen Restlaufzeiten von Anleihen aus Sicht der ÜNB nur rudimentär diskutiert.

Seitens der BNetzA wurde die Ansicht vertreten, dass Restlaufzeiten im Bereich von 10 Jahren die aktuell beobachtbaren Restlaufzeiten von emittierten Anleihen der Netzbetreiber besser widerspiegelten als Restlaufzeiten um die 15 Jahre.

Gleichzeitig verweist die BNetzA selbst darauf, dass die durchschnittliche Laufzeit ausstehender Finanzierungen der ÜNB aktuell 11,7 Jahre beträgt. Selbst wenn die BNetzA beabsichtigen sollte rein evidenzbasiert festzulegen und absehbare Entwicklungen (noch) nicht zu berücksichtigen, wäre eine Festlegung auf Restlaufzeiten von 10 Jahren nicht mit dem Grundsatz der vollständigen Deckung marktüblicher Fremdkapitalkosten vereinbar.

Wir verweisen hierbei nochmals auf die im Schreiben vom 11.06.2026 übermittelten Analysen zu den jüngsten ÜNB-Kapitalmarktmaßnahmen. Im Rahmen des Festlegungsprozesses sollten die dargelegten Erkenntnisse über die Entwicklung von Finanzierungskonditionen frühzeitig einbezogen werden. Eine Parametrierung rein auf Basis retrospektiv beobachtbarer Laufzeiten führt bereits heute und damit weit vor dem Start der neuen Regulierung ab 2029 zu einem operativen Handlungsdruck für die ÜNB. Für auch mittel- bis langfristig effiziente und tragfähige Finanzierungsentscheidungen ist ein verlässlicher und vorausschauender Handlungsrahmen unabdingbar.

Die im Zeitraum 2026 bis 2029 von den ÜNB begebenen Anleihen sind maßgeblich dafür entscheidend, ob die im Wissenschaftsdialog intensiv diskutierten Finanzierungsspitzen in den 2030er Jahren geglättet und auf ein finanzierbares Niveau begrenzt werden können. Die von der BNetzA skizzierte flexible Regulierung kann hier keine Abhilfe schaffen, da die Netzbetreiber sich zur Vermeidung von Kostenunterdeckungen gezwungen sehen werden, über kürzere Laufzeiten zu finanzieren, die mittel- bis langfristig zu erhöhten Finanzierungsrisiken führen werden.

Mündliche Zusagen, dass man die im Anleiheindex abgebildeten Laufzeiten im Verlauf der nächsten Jahre oder Regulierungsperioden würdigen und ggf. anpassen könne, bieten vor dem Hintergrund unmittelbar bevorstehender Milliardenfinanzierungen keine verlässliche Orientierung. Eine Bestimmung auf Ebene künftiger Einzelfestlegungen käme zeitlich zu spät.

Voraussetzung für eine nachträgliche Anpassung wäre zudem, dass der Querverweis in der ÜNB-Rahmenfestlegung auf die VNB-/FNB-Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung und die darin enthaltene Parametrierung entfällt oder angepasst wird. Die bisherigen Aussagen der BNetzA interpretieren wir so, dass dies bisher nicht vorgesehen ist, sodass für entsprechende Absichtserklärungen nach derzeitigem Regelungsstand die Grundlagen fehlen.

Für die ÜNB ist frühzeitige Planungssicherheit bei der regulatorischen Festlegung der Laufzeiten essenziell. Die absehbaren Marktentwicklungen sprechen klar dafür, dass bereits heute ein verlässlicher regulatorischer Rahmen zu setzen ist. Ein späteres „Nachjustieren“ ist aus unserer Sicht keine tragfähige Alternative. Vor diesem Hintergrund ist eine **Verankerung von Laufzeiten von 15 Jahren in der ÜNB-Festlegung** zwingend notwendig, um **ex ante klare und verlässliche Rahmenbedingungen** für die in den kommenden Jahren anstehenden Milliardeninvestitionen zu gewährleisten.

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 20.07.2026

Einordnung der aktuellen Anleiheemission von TenneT Germany

Die erfolgreiche Debütemission von TenneT Germany am 07.07.2026 steht trotz einer volumengewichteten Laufzeit von knapp 11 Jahren nicht im Widerspruch zu den zuvor dargestellten Ausführungen über Laufzeiten, Volumenaufschläge und Diversifikation. Vielmehr verdeutlicht sie die Besonderheiten eines neuen Emittenten: Debüttransaktionen profitieren typischerweise von einem besonders hohen Investoreninteresse und treffen noch nicht auf die Restriktionen, die sich bei wachsenden ausstehenden Anleihe-Volumen ergeben.

Gleichzeitig diente die Transaktion insbesondere dem Aufbau einer eigenständigen EUR-Referenzkurve als Grundlage für künftige Finanzierungen über das gesamte Laufzeitspektrum, und nicht der Maximierung der Durchschnittslaufzeit. Die erstmalige Platzierung einer 20-jährigen Tranche stellt jedoch einen wichtigen Referenzpunkt und damit die Grundlage für künftige Finanzierungen in noch längeren Laufzeitsegmenten dar. Zugleich bildet die EUR-Kurve die wesentliche Referenz für zukünftige Finanzierungen in anderen Währungen, insbesondere im USD-Markt, in welchem regelmäßig auch 30-, 40- und 50-jährige Anleihen platziert werden können.

Auch das Finanzierungsvolumen des Jahres 2026 ist aufgrund der Finanzierung über den niederländischen Staat im ersten Halbjahr noch nicht repräsentativ für die künftig zu erwartenden jährlichen Kapitalmarktvolumina von TenneT Germany. Die hohe Nachfrage bestätigt daher die erfolgreiche Platzierung eines attraktiven Debüts, widerlegt jedoch nicht die empirischen Befunde zu Volumenaufschlägen, Diversifikationserfordernissen und längeren Laufzeiten bei stark steigenden Finanzierungsbedarfen.

Vorbehalte gegen die Verwendung individueller Bonitäten

Den Ausführungen der BNetzA beim Wissenschaftsdialog haben wir entnommen, dass sich die große Beschlusskammer bezüglich der Berücksichtigung unternehmensindividueller Ratings noch in der Meinungsbildung befindet. Die ÜNB begrüßen eine weitere Befassung mit diesem zentralen Stellhebel des WACC und möchten die **signifikanten Nachteile**, die eine solche Sonderregelung im Vergleich zur international üblichen Verwendung einer pauschalen Bonität mit sich bringen würde, **kurz und prägnant** darstellen:

- **Hohe Komplexität und geringe Nachvollziehbarkeit** für Dritte infolge der Verwendung multipler Referenzreihen.

- **Unterschätzung der tatsächlichen Fremdfinanzierungskosten**, da bei Split-Ratings entgegen der etablierten Kapitalmarktpraxis nicht das schlechteste, sondern der Mittelwert mehrerer Ratings zugrunde gelegt wird.

- **Methodische Inkonsistenzen bergen Gefahr systematischer Fehlanreize**, da durch die Berücksichtigung individueller Bonitäten bei der Bemessung der regulatorischen Verzinsung auf der Fremdkapitalseite der zentrale Anreizmechanismus zur Wahl einer kosteneffizienten Kapitalstruktur teilweise ausgehebelt wird. Auf der Eigenkapitalseite entsteht dadurch ein ungewolltes Hemmnis für Maßnahmen zur Stabilisierung oder Erhöhung der Bonität, weil der regulatorische Anreiz entfällt, über Eigenkapitalerhöhungen, verbindliche Eigenkapitalzusagen oder hybride Finanzierungen implizit die Fremdkapitalkosten zu senken.

Hinsichtlich der ausführlichen Darstellung und der **Empfehlung einer pauschalen Bonität von BBB (solides Investment-Grade)** verweisen wir auf die Stellungnahmen vom 30.01.2026 der ÜNB sowie weiterer Akteure (bspw. der TenneT-Investoren APG, NBIM und GIC).

Verzerrungen bei Verwendung von Jahreswerten und selektiver Gewichtung sind für ÜNB und BNetzA gleichermaßen problematisch und vermeidbar

Nach den Ausführungen der BNetzA im Workshop sehe die Große Beschlusskammer keinen Anlass für eine Anpassung der Gewichtungsmethodik, was mit einer vermeintlich höheren Komplexität bei abweichender Ausgestaltung und der fehlenden Erheblichkeit der Auswirkungen begründet wird. Beide Einschätzungen sind aus unserer Sicht unzutreffend, und würden zwangsweise zu systematisch unvermeidbaren Abweichungen gegenüber den realen Finanzierungskonditionen führen, welche weder aus Sicht der ÜNB noch aus Sicht der BNetzA gewünscht sein können. Daher halten wir es für erforderlich, nachfolgend weitere empirische Belege zur Wesentlichkeit vorzulegen und die einfache Umsetzbarkeit zu demonstrieren.

Berücksichtigung der Finanzierungsstichtage

Die Konditionen am Fremdkapitalmarkt werden tagesaktuell angepasst und verändern sich im Jahresverlauf zwischen den Handelstagen in erheblichem Umfang. Die maximalen Schwankungsbreiten des Referenzindex innerhalb der letzten 10 Jahre sind Tabelle 1 der Anlage 4 zu entnehmen. Dabei sind im Durchschnitt maximale Abweichungen gegenüber dem Mittelwert von 73 BP messbar. Diese Abweichungen führen aufgrund der hohen Finanzierungsvolumina zu signifikanten Kostendifferenzen.

Die Abweichungen lassen sich nicht vermeiden, da im Jahresverlauf unvermeidbare Streuungen der Tageswerte gegenüber dem Jahresdurchschnittswert zu verzeichnen sind und die ÜNB sich nicht kontinuierlich über das Jahr, sondern lediglich punktuell an einzelnen Tagen des Jahres finanzieren. Auch eine Verschiebung der Finanzierungen an das Jahresende, um damit den Jahresdurchschnittswert weitestgehend zu kennen, ist keine Option. Aufgrund der hohen Finanzierungsvolumina und zur Sicherung der Finanzierungsfähigkeit, muss

das Gesamtvolumen auf verschiedene Tranchen innerhalb eines Jahres aufgeteilt werden.

Die ÜNB erachten die stichtagsbezogene Verwendung der festgelegten Referenzreihe als sachgerechte und zugleich einfach umsetzbare Lösung. Die Verwendung einer tagesgenauen Bestimmung ersetzt die Durchschnittsbildung durch die unmittelbare Berücksichtigung der Tageswerte der Zinsreihe. Dieses Konzept entspricht zudem einer Annäherung an die tatsächlichen Kosten der Fremdfinanzierung wie bereits in den bisherigen regulatorischen Verfahren der Onshore-Kostenprüfung und der Offshore-Regulierung praktiziert. In beiden Verfahren werden die effizienten Fremdfinanzierungskosten zum Tag der Kapitalaufnahme berücksichtigt. Visuell ist die Varianz auf Folie 1 in Anlage 4 dargestellt.

Eine konsequente Ausrichtung an einer risikobegrenzenden Regulierung der Fremdkapitalkosten erfordert die Vermeidung von zufallsgetriebenen systematischen Abweichungen und stellt eine effiziente und marktgerechte Kostenerstattung sicher.

Vollständige Berücksichtigung aller Finanzierungsformen

Die vorgesehene Bestimmung des gewichteten Referenzzinssatzes auf Basis der Anleihefinanzierung der ÜNB bildet nur einen Teil der Finanzierungsaktivitäten ab. Kapitalaufnahmen aus anderen Finanzierungsformen bleiben bei der Bestimmung der Fremdfinanzierungskonditionen damit vollständig unberücksichtigt. Ein solches Vorgehen ist nicht geeignet, um die sich tatsächlich aufgrund der Kapitalaufnahmen der ÜNB ergebenden Finanzierungskonditionen vollständig abzubilden. Die Aufnahme von langfristigem Kapital über Finanzierungsformen außerhalb der Anleihefinanzierung führen damit zu unvermeidbaren Abweichungen im Referenzzinssatz im Vergleich zu den tatsächlichen Finanzierungskonditionen. Die Auswirkungen lassen sich an dem Beispiel in Tabelle 2 der Anlage 4 illustrieren.

Im Ergebnis der beispielhaften Rechnung werden die aus den Darlehensaufnahmen resultierenden abweichenden Finanzierungskonditionen in Höhe von +0,12 %-Punkte nicht berücksichtigt, obwohl eine nachweisbare Kapitalbeschaffung für den Netzausbau in den Jahren erfolgt ist.

Besonders problematisch ist die fehlende Berücksichtigung weiterer Finanzierungsformen, da ÜNB in künftigen Jahren aufgrund der weiter steigenden Kapitalbedarfe und des begrenzten Kapitalangebots auf dem Anleihenmarkt auf einen Finanzierungsmix aus verschiedenen Anlageformen angewiesen sind. Zur Vermeidung einer unvollständigen Abdeckung der Fremdkapitalkosten ist die Berücksichtigung aller Kapitalaufnahmen auf Ebene des ÜNB bei der Bestimmung des gewichteten Referenzzinssatzes erforderlich.

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 20.07.2026

03. SCHLUSSBEMERKUNGEN

Aus Sicht der vier ÜNB verbleiben zu diesem äußerst bedeutsamen Thema Fremdkapitalvergütung auch nach dem Wissenschaftsdialog eine Reihe wesentlicher Fragen, die in den bisherigen Fachgesprächen noch nicht bzw. nicht ausreichend gewürdigt wurden. Daher bitten die ÜNB, die vorliegenden Erkenntnisse im weiteren Festlegungsprozess zu berücksichtigen und offene Fragen im direkten Austausch zu besprechen. Die Experten von Morgan Stanley und ING stehen für einen fachlichen Austausch ebenfalls zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

50HERTZ TRANSMISSION GMBH

AMPRION GMBH

TENNET TSO GMBH

TRANSNET BW GMBH



Ergänzende Analysen zur FK-Verzinsung für ÜNB

50hertz | Elia Group
amprion verbindet
TenneT
TRANSNET BW

Fremdkapitalvergütung ist ein zentraler Baustein für die Finanzierbarkeit des Netzausbaus – sachgerechte Refinanzierungsmethodik ist Voraussetzung

Investitionsaufgabe der ÜNB

- Außergewöhnlich **hoher Investitionsbedarf** für Ausbau und Transformation des Übertragungsnetzes
- Langfristig planbare Kapitalmarktfinanzierung und **Alternativen außerhalb des Kapitalmarktes** (Exportfinanzierung etc.)
- Steigende Kapitalbasis **erhöht Anforderungen an Refinanzierung und Kapitalmarktzugang**

Steigender Kapitalbedarf **verändert Finanzierungsprofil** der ÜNB

Bedeutung des FK-Referenzzinssatzes

- FK-Kosten **beeinflussen Refinanzierbarkeit, Rating und Investitionsspielraum**
- Laufzeiten und Volumina der Investitionsprogramme wirken auf **Zins- und Refinanzierungsrisiken**
- Sachgerechte FK-Kostenregelung stärkt **Planbarkeit und Finanzierungssicherheit**

Referenzzins muss sich **tatsächlichen Finanzierungs-bedingungen** annähern

Regulatorischer Anknüpfungspunkt

- **Jährliche Aktualisierung** des FK-Referenzzinssatzes ist grundsätzlich zu begrüßen
- Ausgangspunkt **im aktuellen Entwurf**: indexbasiert; sektorspezifische Abgrenzung; 10-jähriger Laufzeitlogik und Ratingadjustierung

Standardparametrierung aus VNB/FNB-Kontext **greift für ÜNB-Finanzierung zu kurz**

Für ÜNB ist eine spezifische Parametrierung der FK-Referenzreihe erforderlich: längere Laufzeit, einheitliche Ratinglogik, breitere Marktabdeckung, stichtagsnahe Bewertung und Berücksichtigung von Primärmarkt-/Volumeneffekten.

Öffentlich

Die Referenzreihe gemäß Festlegungsentwurf im ÜNB-Verfahren führt bereits jetzt zu einer Kostenunterdeckung

Ausgangspunkt:

Kapitalkostenfestlegung im VNB/FNB-Verfahren + Ratingadjustierung

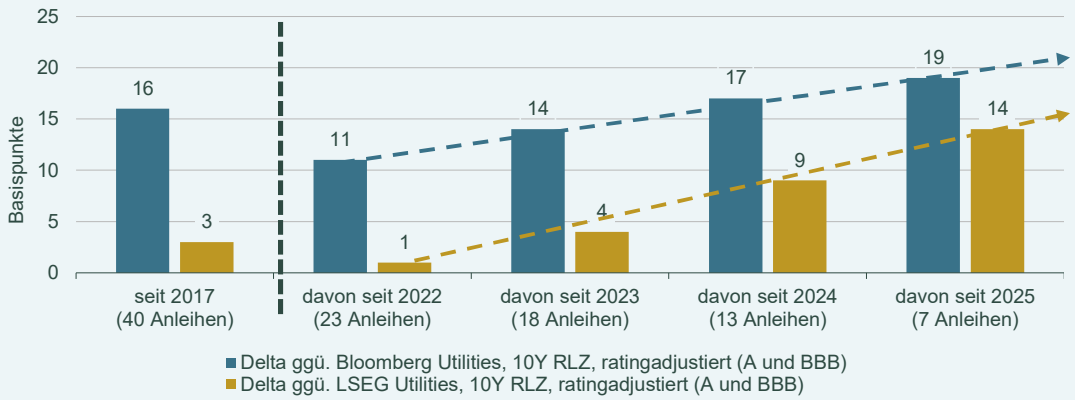
- Laufzeiten 10 Jahre
- Ratingadjustierung
- Sektorspezifische Anleiheindizes
- Sekundärmarkt-orientierter, indexbasierter FK-Zinssatz

Empirischer Befund für ÜNB

Vergleich aller 40 ÜNB-Senior-Transaktionen[(1)] seit 2017 mit ratingadjustierten Referenzindizes

- Reale Emissionsrenditen i.d.R. oberhalb der Referenzwerte
- Differenz nimmt bei jüngeren Emissionen zu
- Seit 2025: ca. +14 bp gegenüber LSEG bzw. +19 bp gegenüber Bloomberg

Abbildung 1: Delta ÜNB-Senior-Anleihen[1)] ggü. Referenzindizes (in Basispunkten)



Fazit für ÜNB-Methodik

- 10-jährige Referenzreihen **unzureichend**
- Geeignete Referenzreihe muss **längere Laufzeiten** und **breite Marktabdeckung** berücksichtigen
- **Primärmarkteffekte** sind als Aufschläge abzubilden

Ziel ist eine **robuste, methodisch konsistente, nachvollziehbare und ÜNB-spezifische FK-Referenzzinsmethodik**

[1)] Multitranchen wurden jeweils in eine volumengewichtet als eine Transaktion zusammengefasst.

Öffentlich

Herausforderungen der zukünftigen Finanzierung sind über angepasste Referenzreihe abzubilden

Erforderlichen Anpassungen hinsichtlich **Referenzreihe**

	BNetzA-Entwurf	Anpassungsbedarf
Laufzeit	Ca. 10 Jahre	mindestens 15 Jahre
Aufschläge	keine Aufschläge	Für Finanzierung am Primärmarkt
Rating	ÜNB-individuelle Rating-Stufe	Pauschale Bonität von BBB
Sektor	Sektorbegrenzter Index (Utilities)	Marktweiter Index (Non-Financials)

Weitere erforderliche Anpassungen (siehe Stellungnahmen)

	BNetzA-Entwurf	Anpassungsbedarf
Instrumente	Ausschließlich Anleihen	Alle Instrumente (z.B. auch Darlehen)
Zinssatz	Jahresmittelwert(1)	Tageswert
Hilfsweise Gewichtung	Mit Volumen anderer ÜNB	Mit Kapitalzuführung oder Invest des ÜNB(2)

Vertiefung in diesem Foliensatz sowie den Beiträgen von Morgan Stanley und ING:

Investitions- und Kapitalbedarfe werden sich in den kommenden Jahren deutlich ausweiten: Umfang von mind. 365 Mrd. Euro bis 2045 gemäß aktuellem NEP-Entwurf erzeugt zwei wesentliche, verbundene Probleme:

Laufzeiten

- Zur Vermeidung von o.g. Finanzierungsspitzen sind **Kapitalaufnahmen im längeren Laufzeitbereich notwendig**
- Kapitalaufnahmen der ÜNB in Umfeld steigender Investitionen belegen diese **Entwicklung hin zu langlaufenden Finanzierungen**:
  - 01/ 2026: Amprion-Multitranche mit 20, 12 und 5 Jahren. Volumengewichtete Laufzeit von rd. 13 Jahren.

Aufschläge

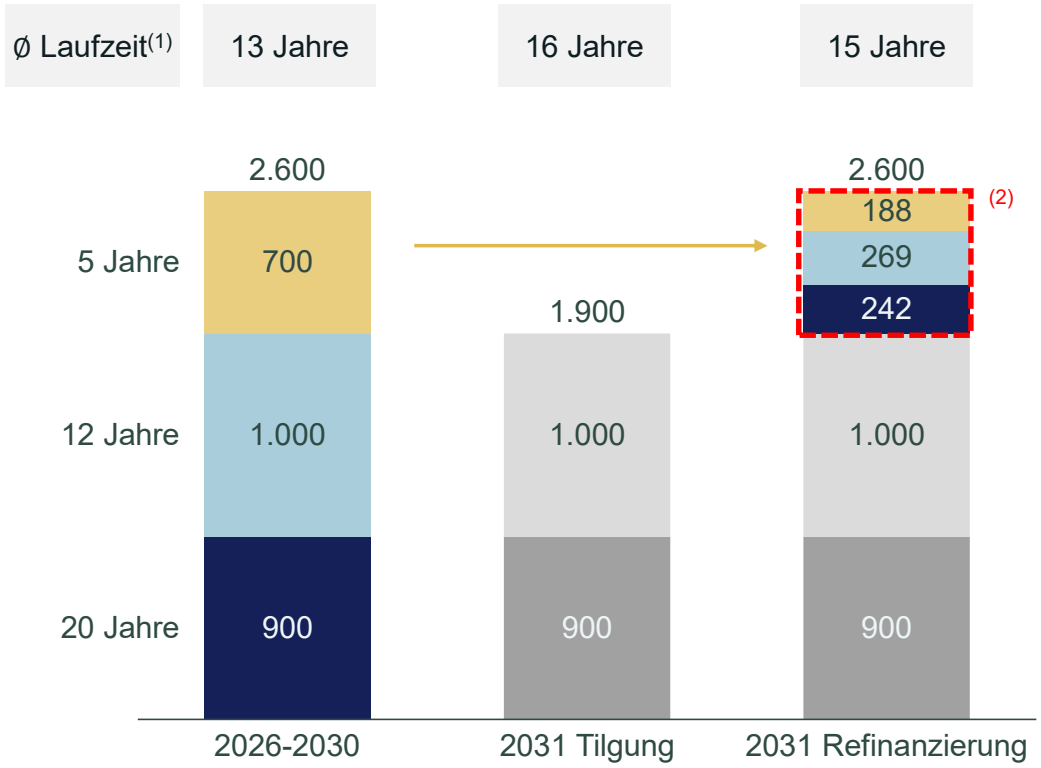
- Sekundärmarktbasierte Referenzreihen decken **Besonderheiten** des **Primärmarktes** nicht ab (z.B. New Issue Premium, kurz **NIP**, die vom **BNetzA Gutachter** dem Grunde nach **festgestellt** und der Höhe nach mit Quellen auf **19bps** bzw. **20bps** quantifiziert wurden.
- Das außerordentliche **Finanzierungsvolumen** reizt den EUR-Kapitalmarkt aus und führt zu **Zinsaufschlägen** gegenüber der Referenzreihe und im Extrem zu **mangelnder Liquidität**.
- Daraus ergibt sich der Bedarf für Diversifikation in **weitere Fremdkapitalquellen,** die mit **erhöhten Zins- oder Nebenkosten verbunden sind** (z.B. Fremdwährung, andere Instrumente)

(1) Der Festlegungsentwurf lässt auch die Interpretation zu, dass die BNetzA das Detail der Mittelwertbildung des Referenzzinssatzes offen lässt. (2) Übergangsregelung erforderlich, soweit Instrumente der Vergangenheit (teilweise) nicht eindeutig einem ÜNB zuordenbar sein werden, ab einem gewissen Zeitpunkt jedoch schon (betrifft derzeit TenneT Germany). Konkreter Vorschlag: Wahlrecht zum vorzeitigen vollständigen Abstellen ausschließlich auf eindeutig zuordenbare Instrumente.

Öffentlich

Laufzeit-Bias am Beispiel des modellhaften Lebenszyklus einer aktuellen Transaktion eines deutschen ÜNB

Emissionsvolumen in Mio. EUR je Tranche



Kernbotschaften

Laufzeiten werden **systematisch unterschätzt**, wenn ausschließlich auf den Mittelwert aus begebenen Bonds abgestellt wird, da **lange Tranchen länger im Portfolio** bleiben. Der **Effekt verstärkt sich** in neuen Finanzierungszyklen.

Der **Laufzeit Bias** verstärkt sich unter Berücksichtigung von zukünftig erwarteten **30- und 40-jährigen** Tranchen

Von Finanzierungen der 2010er und frühen 2020er Jahre werden **ab 2029** (fast) nur noch die längeren **Tranchen > 10 Jahre ausstehen**.

Mindestens 15 Jahre Laufzeit

1) *Volumengewichtete Laufzeit bei Emission, da zum Emissionszeitpunkt der Ø-Anleihen-Zins bzw. Spread festgeschrieben werden, auf volle Jahre gerundet. → Sinkende Restlaufzeiten reduzieren zwar den Ø-Anleihen-Zins auf dem Sekundärmarkt. Für die Unternehmen und deren Finanzierungskosten gilt jedoch der auf dem Primärmarkt ursprünglich festgesetzte Zins zum Emissionszeitpunkt.*
2) *Refinanzierungsannahme: Gemeinsam mit neuem 2031er CAPEX ist die Verteilung über mehrere Laufzeiten erforderlich und wird analog zur initialen Transaktion angenommen.*

Öffentlich

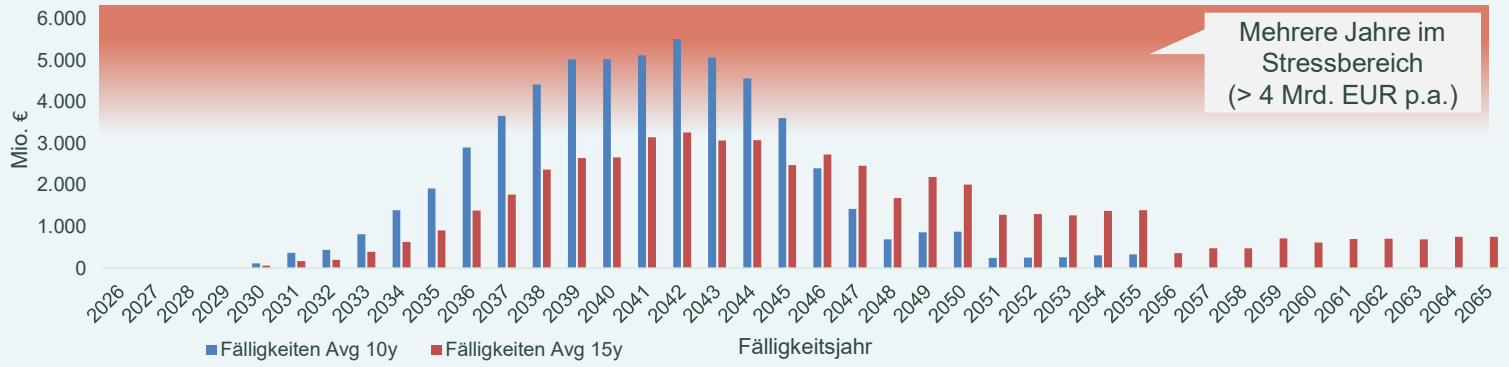
Kürzere Laufzeiten strapazieren die Fähigkeit, Fremdkapital am Kapitalmarkt einzuwerben. Je nach ÜNB ist das jährl. Refinanzierungsvolumen um 50%+ erhöht

Fälligkeiten-Glättung

Beispiel bei Finanzierung mit kurzen Laufzeiten

- Ein Zwang zu kürzeren Laufzeiten würde zu **Vervielfachung der jährlichen Finanzierungsaktivitäten** führen
  - Finanzierungsrisiko: Ob Volumen vom Kapitalmarkt absorbierbar sind, ist äußerst fraglich
  - Ratingrisiko: Managen und Vorhalten von Liquiditätslinien stößt an Grenzen des Bankenmarktes und treibt Kosten
- Finanzierung **nicht fristenkongruent** mit den Assets (kalkulatorische Nutzungsdauer 20-40 Jahre)
- ÜNB sollten stattdessen ihr Fälligkeitenprofil ausbalancieren

Exemplarische Modellierung der Fälligkeiten (Neustart Finanzierung aktueller Investitionsprogramme bei durchschnittlich 10y bzw. 15y Fälligkeit)



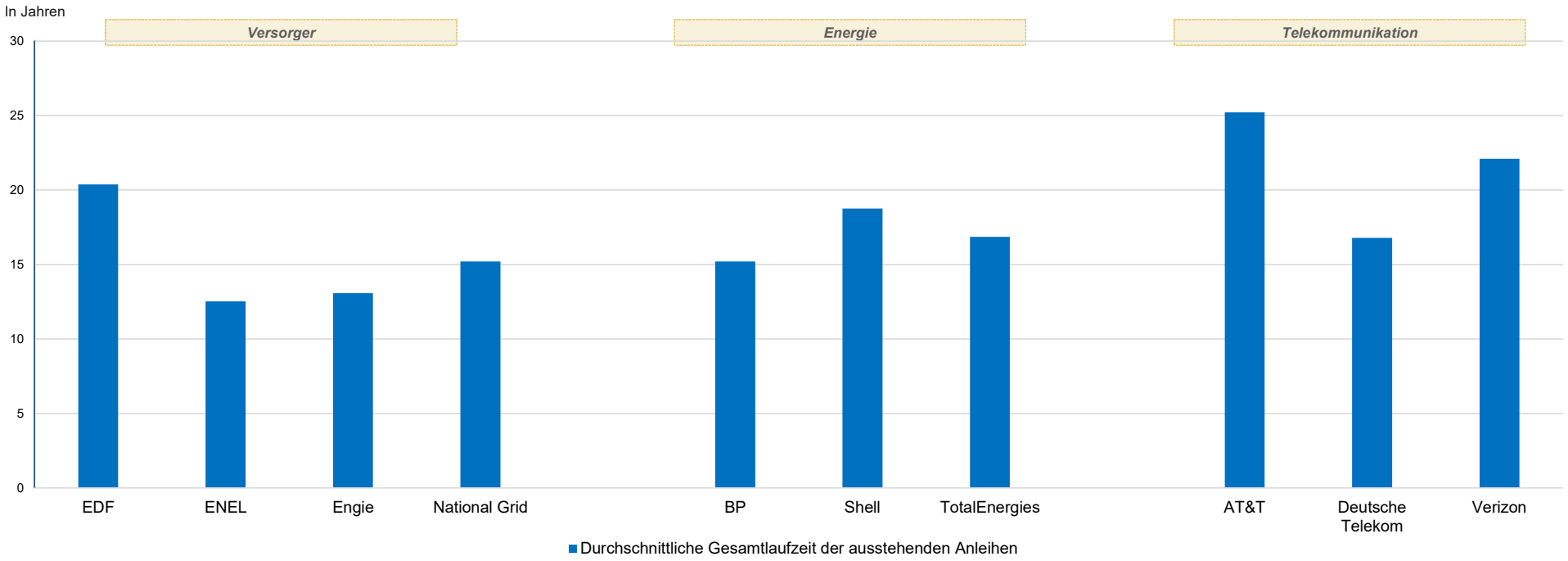
- Reales Finanzierungsprofil eines mittelgroßen ÜNB (Resultat von Neuverschuldung + Refinanzierung von durchschnittlich 4,75 Mrd. Finanzierung pro Jahr für 10 Jahre)
- Laut Experten ab 4 Mrd. EUR p.a. Stress-Bereich für jährl. Kapitalaufnahme mit Preisaufschlägen als Folge

Öffentlich

Relevante Vergleichsunternehmen finanzieren überwiegend mit > 15 Jahren

Emittenten mit langfristigen Assets (re)finanzieren sich langfristig. Bei 8 von 10 Emittenten liegen die gewichteten Gesamtlaufzeiten der EUR- und USD-Anleihen bei > 15 Jahren, teils deutlich über 20 Jahren

Volumengewichtete durchschnittliche Gesamtlaufzeit der EUR & USD(1) Senior Anleihen ausgewählter Versorger, Energie- sowie Telekommunikationsunternehmen



(1) EURUSD Umrechnungskurs = 1,1461
Quelle: Bloomberg, Deallogic, bereitgestellt von Morgan Stanley

ÜNB haben Vielzahl möglicher Datenanbieter und Referenzindizes untersucht…

Gesamtheit der Parameter

- Parameter der Indizes sind die Hauptunterschiede in der **Produktlandschaft**
- Insbesondere die hier aufgeführten haben einen **Einfluss auf die Ausgestaltung**

1. Sektor	Non-financial; Utilities, Electric Utilities
2. Rating	IG/Sub-IG; Rating Category, Rating Notch
3. Laufzeit	Open; 5-7y; 7-10y; 10y; 10y+; 12y, 15y; 15y+, 20y, 20y+
4. Datenverfügbarkeit	ausreichende Historie; täglich, monatlich; jährlich
5. Repräsentation deutscher ÜNB	Index-Bestandteile enthalten die ÜNB-Anleihen
6. Zusammensetzung	Informationen über enthaltene Indexbestandteile
7. Anleihespezifika	Call options, minimale Restlaufzeit, ausländische Emittenten

Gesamtheit der Indizes

- Unter den Indizes gibt es im Wesentlichen **drei relevante Anbieter** von Datenreihen
- Die Produktvielfalt ist je Anbieter unterschiedlich, insbesondere beim **Faktor Sektorspezifität.**

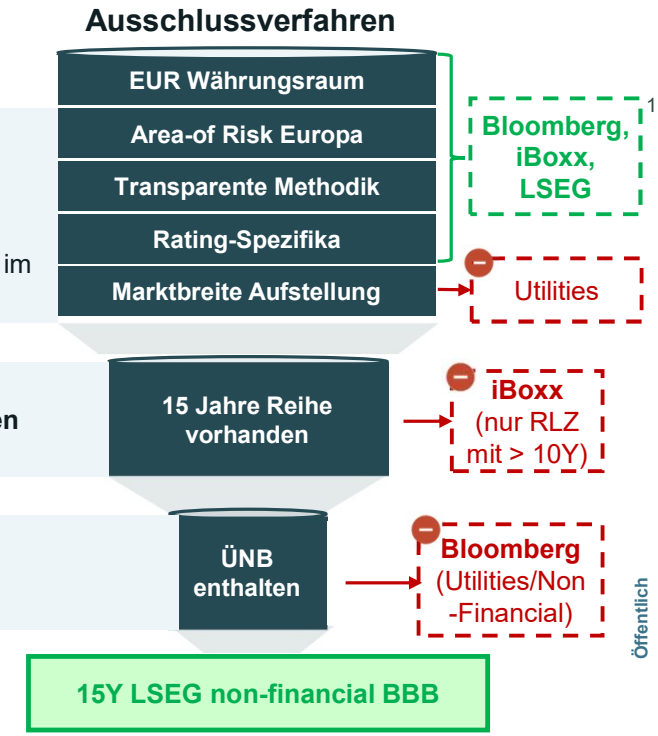
	Bloomberg	iBoxx(1)	LSEG(2)
Sektor-agnostisch	10Y/12Y/15Y/20Y: Non-Financial A 10Y/12Y/15Y/20Y: Non-Financial BBB	7-10Y: Non-Financial A 7-10Y: Non-Financial BBB > 10Y: Non-Financial A > 10Y: Non-Financial BBB	10Y/12Y/15Y/20Y: Non-Financial A 10Y/12Y/**15Y**/20Y: **Non-Financial BBB**
Sektor-spezifisch	10Y/12Y/15Y/20Y: Utilities A 10Y/12Y/15Y/20Y: Utilities BBB	Utilities (Senior/Sub)	10Y/12Y/15Y/20Y: Utilities A 10Y/12Y/15Y/20Y: Utilities BBB 10Y/12Y/15Y/20Y: Electric Utilities A 10Y/12Y/15Y/20Y: Electric Utilities BBB

(1) iBoxx Indizes werden von der S&P Gruppe angeboten.
(2) Vormals Thomson-Reuters Financial & Risk bzw. Refinitiv.

Öffentlich

Nach Anwendung der sachgerechten Kriterien für einen Fremdkapitalindex stellt sich LSEG als Indexanbieter als besonders geeignet heraus

Evaluierungskriterien	Erklärung
1 **Erfüllung operativer und technischer Grundanforderungen**	• **Datenverfügbarkeit** historisch (>8 Jahre) und tägliche Ermittlung • Öffentlich **nachvollziehbare Methodik** • Spezifische **area-of-risk** (Euroraum Anleihen, inkl. foreign Issuers) • **Verschiedene Rating-Bereiche (A, BBB)** vorhanden • Diversifikation von Branchen und ausreichende Anzahl an Anleihen im Index zur Vermeidung von Verzerrungen
2 **Abdeckung von Laufzeiten mit 15 Jahren**	• Langlaufend, um jährliche **Fälligkeiten + Neuaufnahmen zu glätten**
3 **Index Kriterien enthalten die ÜNB-Anleihen**	• Korrekte **Replikation der Risiken** für Unternehmen der Branche



Die Indizes von Bloomberg und iBoxx bilden den FK-Zins der ÜNB nicht sachgerecht ab. **Die Indizes von LSEG erweisen sich als passend, weshalb die ÜNB den marktbreiten Non-Financial-Index (BBBEURNFI15Y) mit 15 Jahren Restlaufzeit empfehlen**.

1 siehe Folie zuvor.

Öffentlich

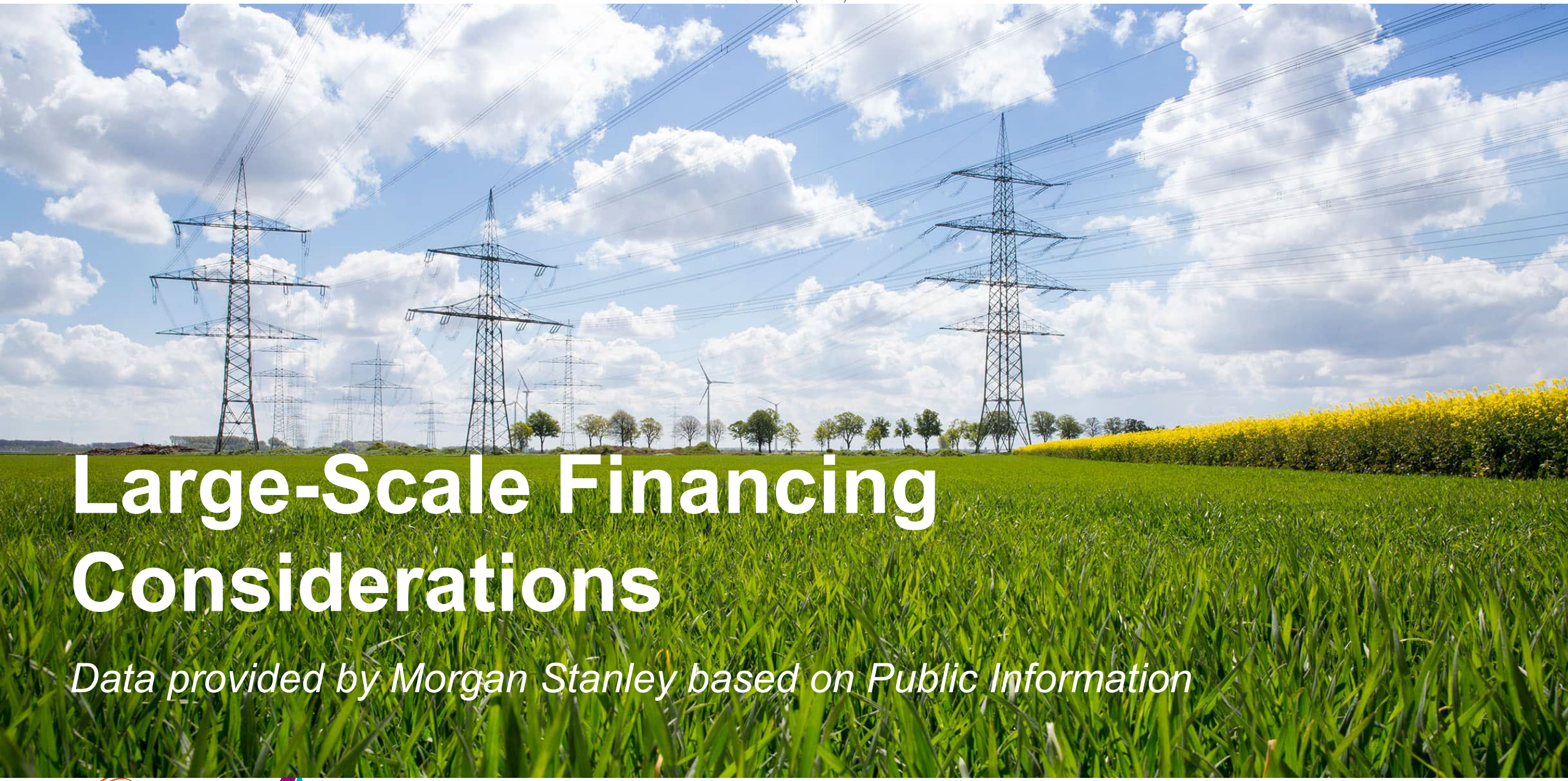
50Hertz Transmission GmbH
Heidestraße 2
10557 Berlin
E-Mail: info@50hertz.com

Amprion GmbH
Robert-Schuman-Straße 7
44263 Dortmund
E-Mail: info@amprion.net

TenneT TSO GmbH
Bernecker Straße 70
95448 Bayreuth
E-Mail: info@tennet.eu

TransnetBW GmbH
Heilbronner Straße 51 – 55
70191 Stuttgart
E-Mail: info@transnetbw.de

Öffentlich



Large-Scale Financing Considerations

Data provided by Morgan Stanley based on Public Information

Executive Summary and Key Take-aways

Scope of the Analysis

- Overview of the **15 largest EUR-denominated senior bond issuers globally**, highlighting the **relevant peers** from sectors comparable to TSOs (utilities, energy, telco)
- Zoomed into **bond stack sizes**, **bond market's supply absorption capacity**, **issuance dynamics**, **pricing effects** and **funding instruments**

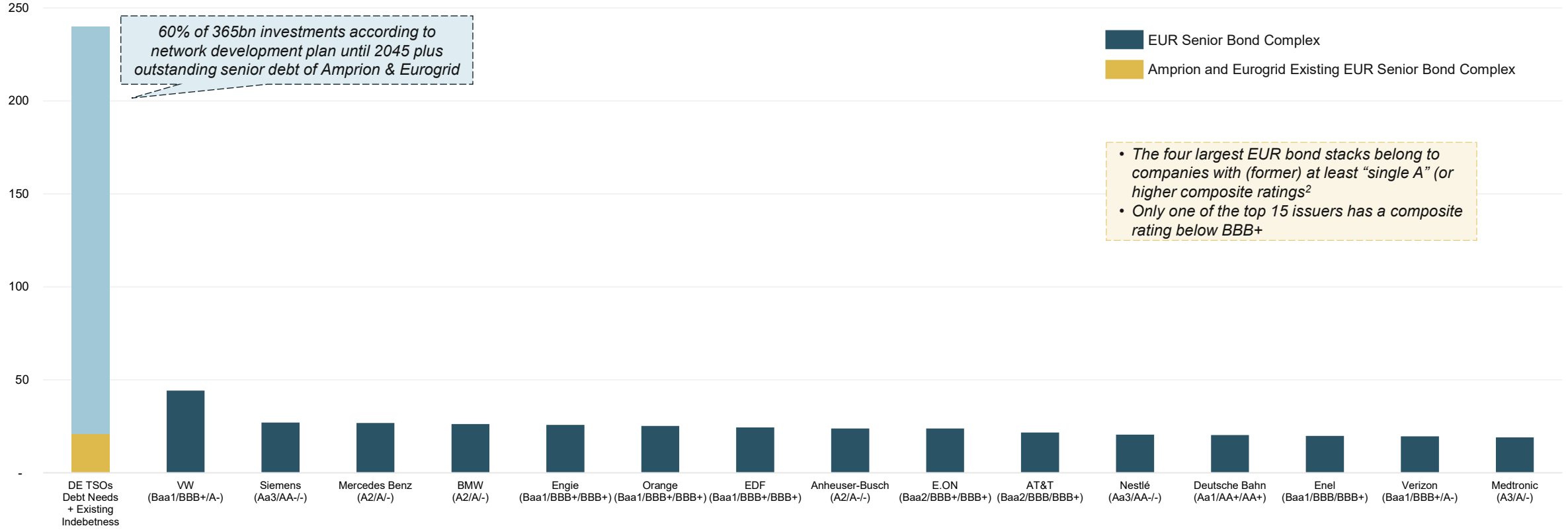
Key Findings

- The **regulatory 60% debt share** on the expected investments by German TSO **exceeds existing EUR bond stack sizes of the largest issuers**
- Market data shows that:
  - **Larger tranche sizes** and **transaction sizes** are generally associated with **higher new issue premia**
  - **Larger outstanding bond stacks** typically lead to **wider spreads as investor limits are approached**
- **Issuers with a comparable asset profile finance less than 50% of total liabilities via EUR senior bonds**, relying on a wide array of instruments to **diversify their funding sources** and fill the gap
- **Diversification** is mainly achieved by issuing **bonds denominated in foreign currencies** (**USD stands out** as the deepest and most liquid market), followed by **alternative instruments** (e.g. private placements, Schuldscheine, ECA / export financing)
- Diversification entails **additional costs** (e.g. swap costs, structuring, execution complexity), but all things considered, the **economic benefits justify pursuing it**
- Historical data analysing the **correlation between tranche / transaction volumes and the new issue premia** confirms that all-in funding costs **consistently exceed the secondary market levels** in the case of large-scale funding programmes
- The weighted average maturities of the relevant peers' bond stacks **predominantly exceed 15 years, in several cases >20 years**, reflecting the tendency by infrastructure players to **match the term of their liabilities to that of their assets**

The Regulatory 60% Debt Share on the Expected Investments, Will Surpass the EUR Bond Stacks of the 15 Largest EUR Bond Issuers

Largest 15 EUR Corporate Non-Financial Senior Bond Complexes Globally[1]

As at FY2025 (EUR Bn)



Notes: 1. Non-Financial Institution classified as per Bloomberg BCLASS; 2. Majority of long-term issuer ratings provided by Moody's, S&P and Fitch. Volkswagen's long term issuer rating was downgraded by Moody's to Baa1 from A3 in 2025
Source: Bloomberg, 2nd Draft Network Development Plan 2037/2045 (2025)

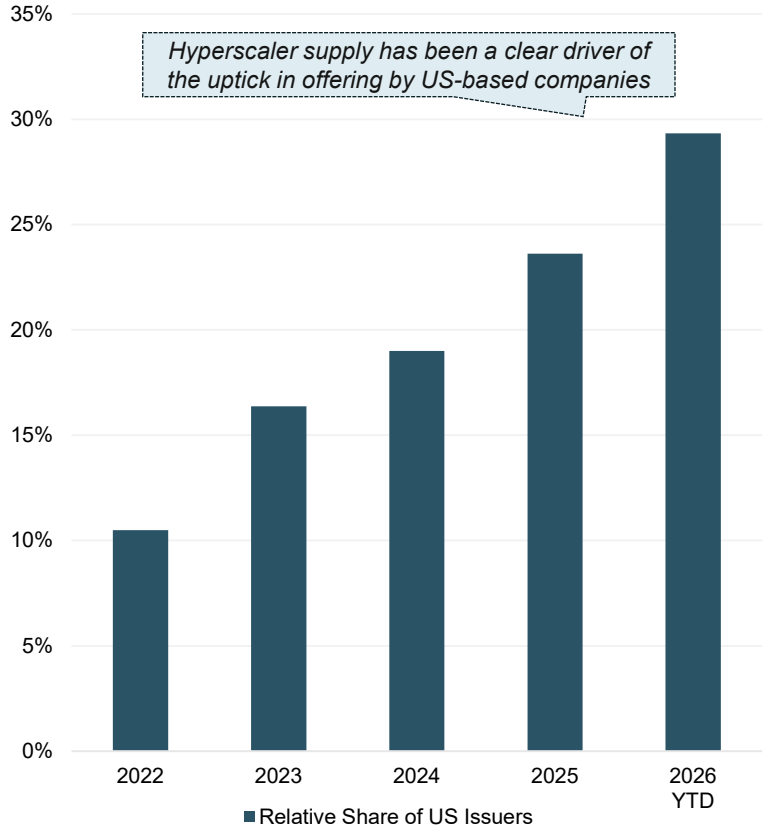
50hertz | Elia Group · amprion verbindet · TenneT · TRANSNET BW

… As Competing Supply and ECB CSPP Reduction Create Additional Headwinds…

TSOs Aren´t the Only Group With Substantial CapEx Plans: Hyperscalers Are Also Seeking to Diversify Their Funding Sources to Finance Their AI Investments. At the Same Time, the ECB Is Reducing Its CSPP Holdings

US-Based Share of EUR Corp Non-Fin IG Bond Supply

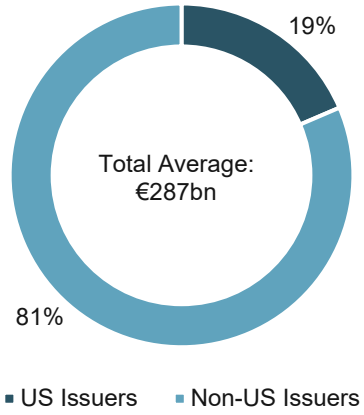
2022 – 2026 YTD (%)



Source: Bloomberg

Last 4-Year Average of EUR Corp Non-Fin IG Bond Supply

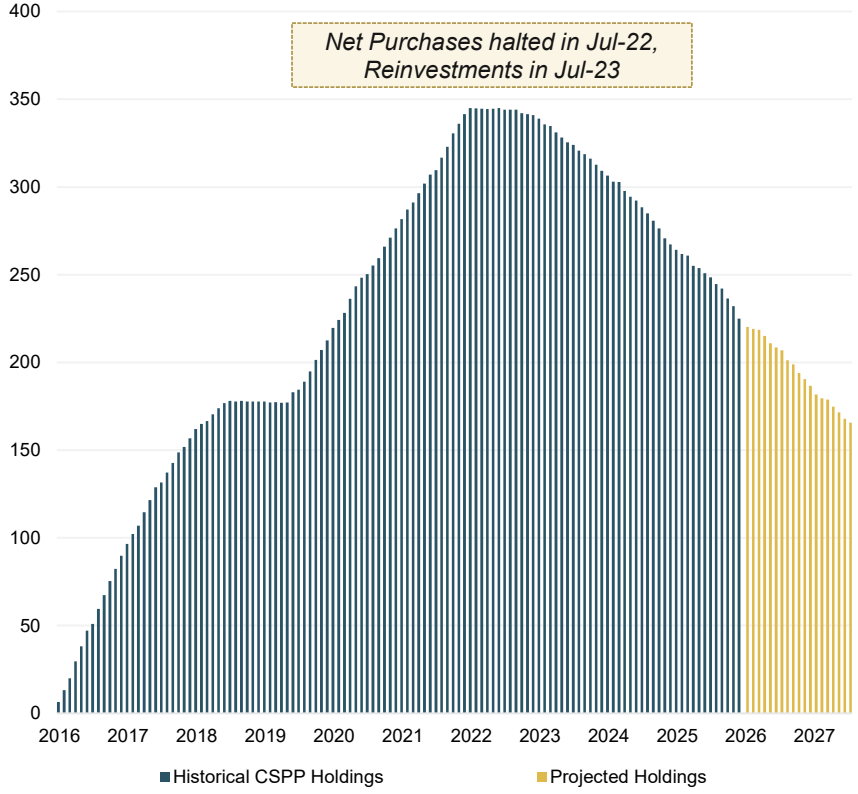
2022 – 2025 Average



Source: Bloomberg

Historical and Projected Corporate Sector Purchase Programme ("CSPP") Holdings

June 2016 – October 2027E (EUR Bn.)



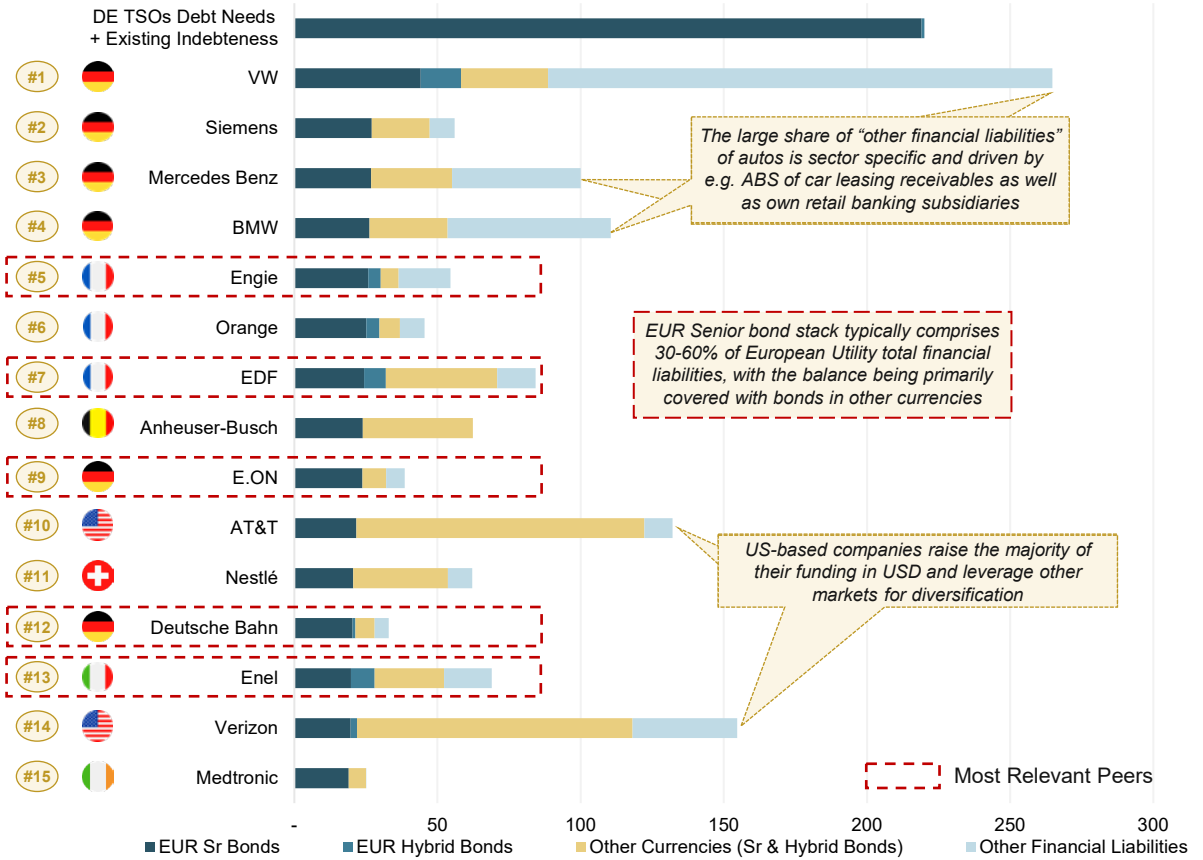
Source: ECB

… While There Are Other Financing Sources Used by the Largest EUR Bond Issuers

Relevant Peers Finance on Average Less Than Half of Their Total Financial Liabilities in the EUR Senior Bond Market

Overview of Largest EUR Corporate Issuers' Financial Liability Mix

As at FY2025 (EUR Bn)



Notes: 1. "Deutsche Bahn is rated higher than all other relevant peers. While this limits comparability from a rating perspective, we have included Deutsche Bahn in the peer group due to its largely comparable grid business. Excluding Deutsche Bahn would further reduce the average share of EUR senior bond funding; 2. Other Financial Liabilities

Source: Bloomberg, FY25 Annual Reports

Overview of Largest EUR Corporate Issuers' Financial Liability Mix

% Share of Total Financial Liabilities

	EUR Sr Bonds	EUR Hybrid Bonds	Other Currencies Bonds	Other FL[2]
#1	17%	5%	11%	67%
#2	48%	0%	36%	16%
#3	27%	0%	28%	45%
#4	24%	0%	25%	51%
#5	47%	8%	11%	34%
#6	55%	10%	16%	18%
#7	29%	9%	46%	16%
#8	38%	0%	62%	0%
#9	62%	0%	21%	17%
#10	16%	0%	76%	8%
#11	33%	0%	53%	14%
#12	62%	3%	20%	15%
#13	29%	12%	35%	24%
#14	13%	1%	62%	24%
#15	76%	0%	24%	0%
Selected Peers Avg.	**46%**	**6%**	**27%**	**21%**

Conclusion

Relevant peers diversify into foreign currencies and other instruments to soften EUR Sr. volume premia and reduce dependency on a relatively small EUR bond market in relation to alternative global funding opportunities

Benefits & Considerations of Diversification Measures

While There Are Some Costs Associated With It, the Benefits of Funding Diversification Largely Outweigh Them, Driving Virtually All Major Corporates Around the World to Pursue Strategies to Broaden their Financing Sources

Benefits

1 *Funding Diversification*	• At required CapEx scale, **EUR bonds alone may become capacity-constrained** as issuer concentration, sector limits and annual supply volumes increase • Accessing **additional markets** (e.g. USD, GBP, CHF and AUD) and **additional instruments** such as private placements, Schuldscheine, EIB / ECA loans and bank facilities **reduces reliance on a single investor base and helps avoid the EUR "volume wall"**
2 *Cost of Capital*	• Diversifying beyond EUR-denominated public bonds **can help reduce the EUR price premium**: issuers may pay slightly more on selected alternative instruments, but **protect their EUR curve** by reducing the debt overhang • The relevant comparison is the **total portfolio cost**, not the standalone cost of one USD / private-market / bank tranche; diversification can **reduce new-issue concessions and timing pressure in EUR**
3 *Liquidity*	• Every additional market or instrument provides **another source of liquidity** if the core EUR market is temporarily closed, saturated or only available at unattractive terms • The **USD** market stands out as the **deepest and most developed incremental market**, offering robust institutional demand, frequent issuance windows and the ability to execute large scale debt raises

4 *Liability Matching*	• Diversification instruments can provide **long-term funding that is well-matched to regulated infrastructure assets** with useful lives measured in decades:
	  ○ USD: deep long-end investor base, including 30Y and even 40Y / 50Y maturities
	  ○ Export Credit Agency-Financing: naturally aligned with long-dated infra. investment
	  ○ Private placements / Schuldscheine: can offer tailored amortisation profiles, delayed drawdowns and bespoke maturities

5 *Long-term Investor Positioning*	• More frequent issuance across markets builds **strategic flexibility**: broader investor recognition, increased optionality and therefore **reduced dependence on any single funding channel** • Establishing multiple funding routes before peak CapEx years can **help avoid becoming a forced issuer** in one market during periods of volatility or heavy sector supply

Considerations

Negative Arbitrage & Negative Carry

- Diversification instruments may come at **additional cost compared to a plain-vanilla EUR Reg S bond**: credit spread, new-issue premium, hedge cost and execution fees
- **Pre-funding may create negative carry** if proceeds are raised before capex deployment but may still be **justified for liquidity certainty**

Swap Costs to Hedge Foreign Currency Risk

- Indicative Execution Charges for a Cross-Currency Swap (p.a. over lifetime)[1]

Uncollateralised [2]

5-Year	10-15 bps
10-Year	20-25 bps
20-Year	25-30 bps
30-Year	35-40 bps

Higher Costs for Non-capital Markets Products (e.g., Bank loans, ECA Financing, Private Placements, Schuldscheine)

- Bank loans, Schuldscheine, ECA / EIB loans and private placements may involve arrangement fees, due diligence costs and longer negotiation timelines than in the case of EUR Reg S Bonds
- These products may also come with tighter covenants, security packages, use-of-proceeds restrictions or reduced refinancing flexibility versus public IG bonds

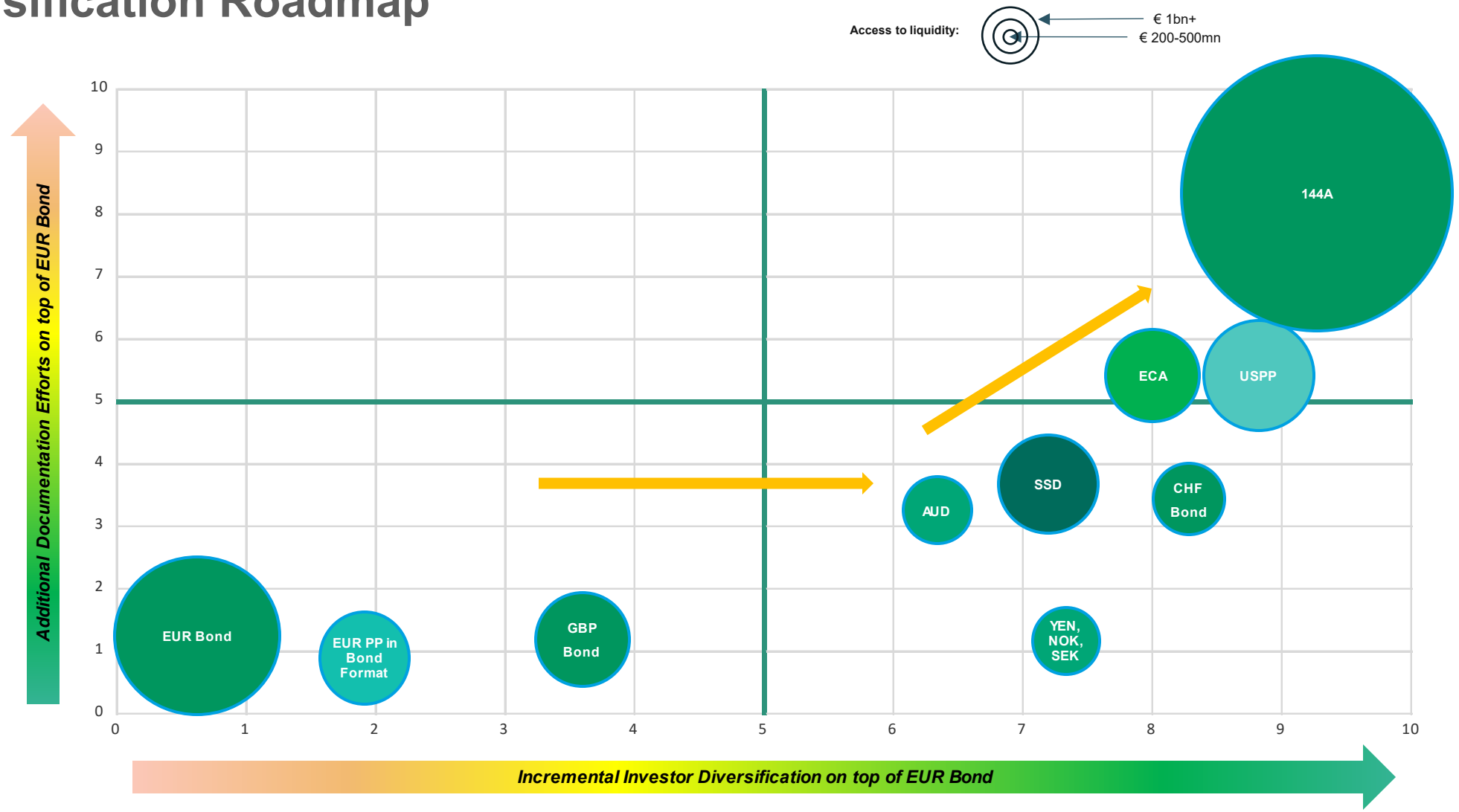
Incremental Legal & Administrative Costs

- Non-EUR Bond funding may often require additional documentation, legal opinions, disclosure review, comfort letters and sometimes local-law counsel
- It may also entail **more internal coordination** across treasury, accounting, tax, legal, risk management and investor relations
- New products may require **board approvals, hedge-accounting treatment, ISDA / CSA setup, internal limits, covenant monitoring and additional reporting processes**

50hertz | Elia Group · amprion verbindet · TenneT · TRANSNET BW

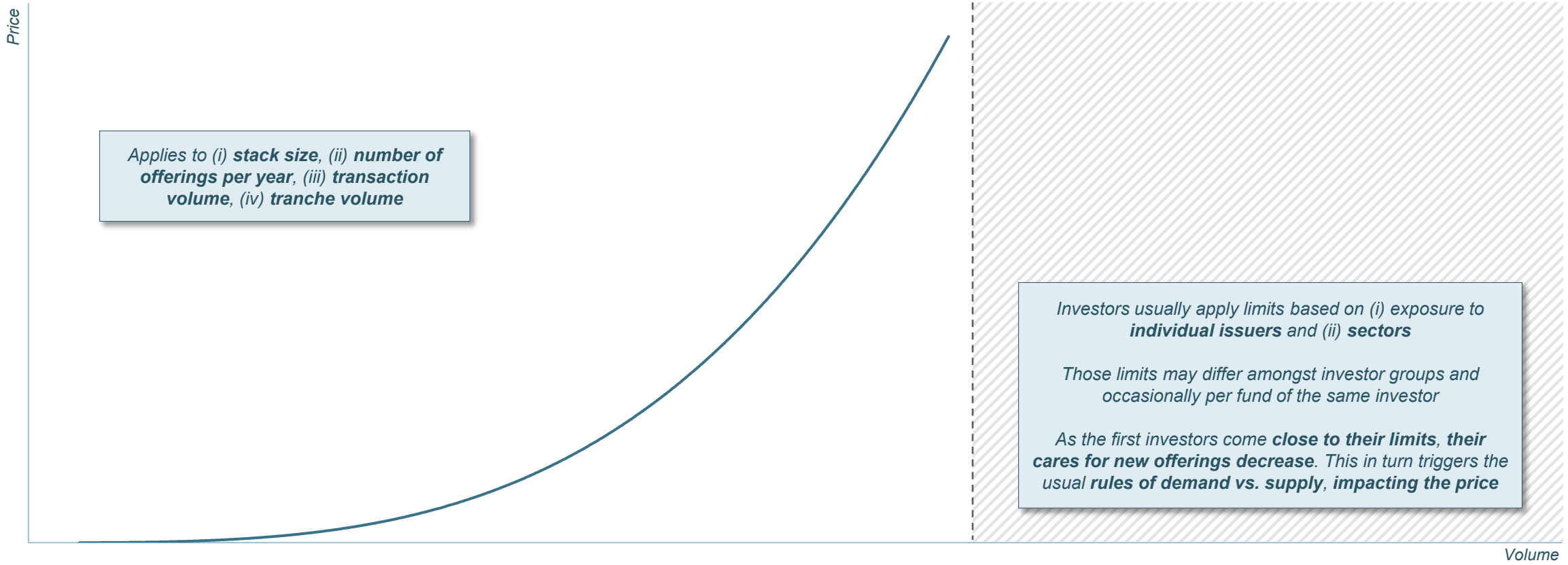
Notes: 1. For a BBB flat rated company; 2. Collateralised swaps require additional cash on the margin account which is not freely available to the company and reduces the "freely available" funding from a foreign currency transactions

Diversification Roadmap



As a Bond Stack Nears Investor Limits, Funding Costs Grow Exponentially

Increased Price Sensitivity Among Investors as Single-Name Limits Are Neared



Reducing the refinancing pressure via longer tenors is therefore also beneficial. Additionally, longer maturities open access to additional investor groups with a specific interest in long-term investments and can help soften the steepness of the volume driven pricing increase

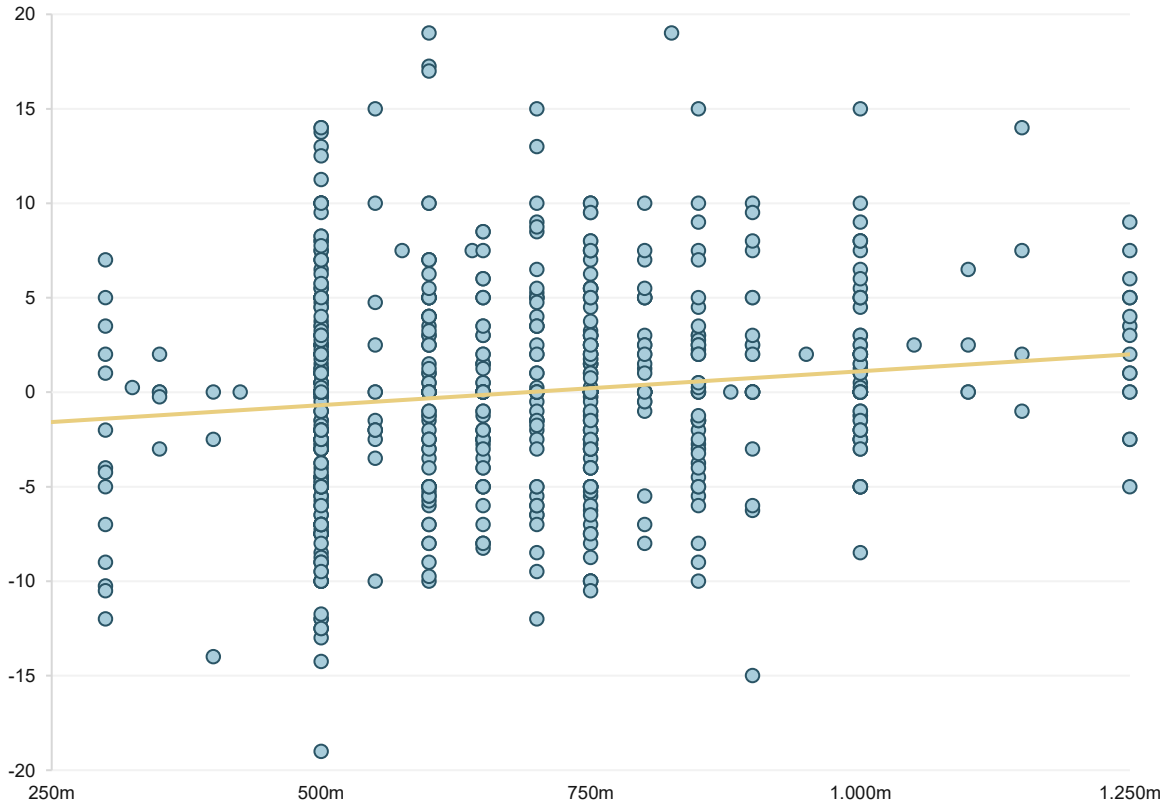
50hertz | Elia Group · amprion verbindet · TenneT · TRANSNET BW

Tranche, Transaction and Total Stack Size Affect Trading Levels and Premia (I/II)

Positive Correlation Between Tranche / Total Transaction Size and New Issue Premia, As Bond Offerings Are Structured as Auctions That Are Priced at the Widest Marginal Investor

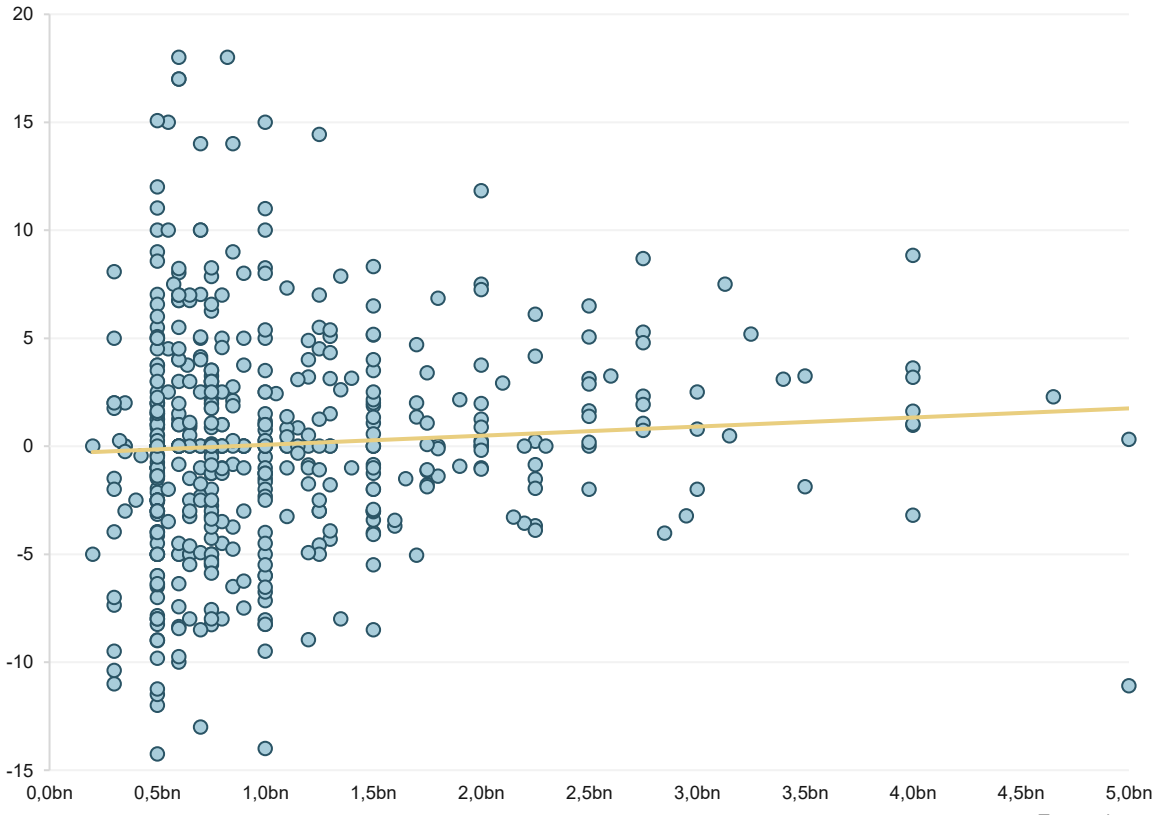
As the Size of a Bond Tranche Grows, New Issue Premia ("NIP") Tend to Grow As Well...

Tranche Size (€MM) vs. Excess NIP[1] Paid on Selected EUR Corp IG Transactions[2] since 2024 (bps)



… And The Logic Applies to the Transaction Size: Larger Trades Tend to Attract Larger NIPs

Total Transaction Size (€MM) vs. Excess NIP[1] Paid on Selected EUR Corp IG Transactions[2] since 2024 (bps)



Notes: 1. Defined as: Offering's NIP – median weekly NIP (during week of issuance); 2. Issuances with minimum BBB flat composite ratings
Source: Bloomberg, GlobalCapital

Considerations when choosing # of transactions / tranches p.a.

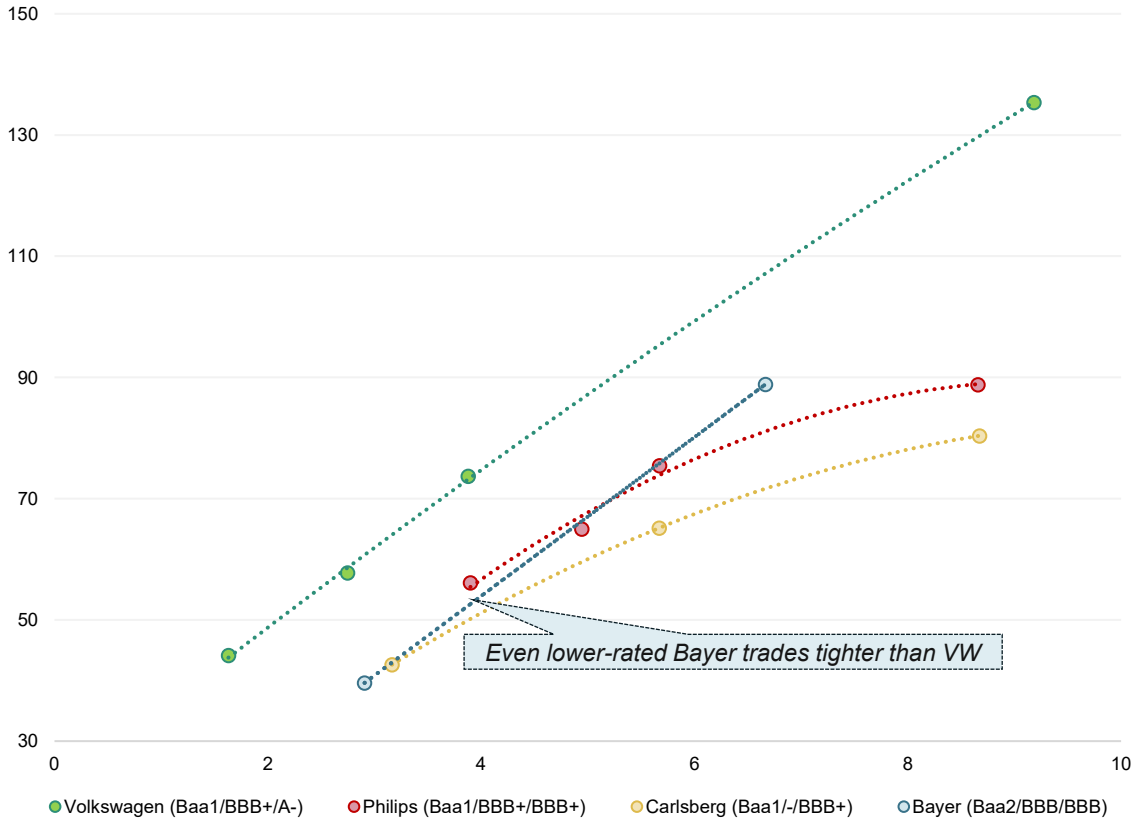
- *Tranches should be differentiated by tenor to avoid competing for the same investor demand and cannibalizing each other*
- *Transactions should be spaced appropriately over time to preserve scarcity value in the market. As a rule of thumb, annual EUR benchmark issuance should be limited to around three transactions*
- *Total annual issuance volume remains a key pricing driver, regardless of how the funding is packaged across individual transactions or tranches*

Tranche, Transaction and Total Stack Size Affect Trading Levels and Premia (II/II)

As the Bond Stack Grows and Investor Lines Start Being Full, the Secondary Curve Typically Widens Compared to Similarly-rated Peers, and Higher New Issue Premia Are Often Required to Attract Investors to Participate in the New Offerings

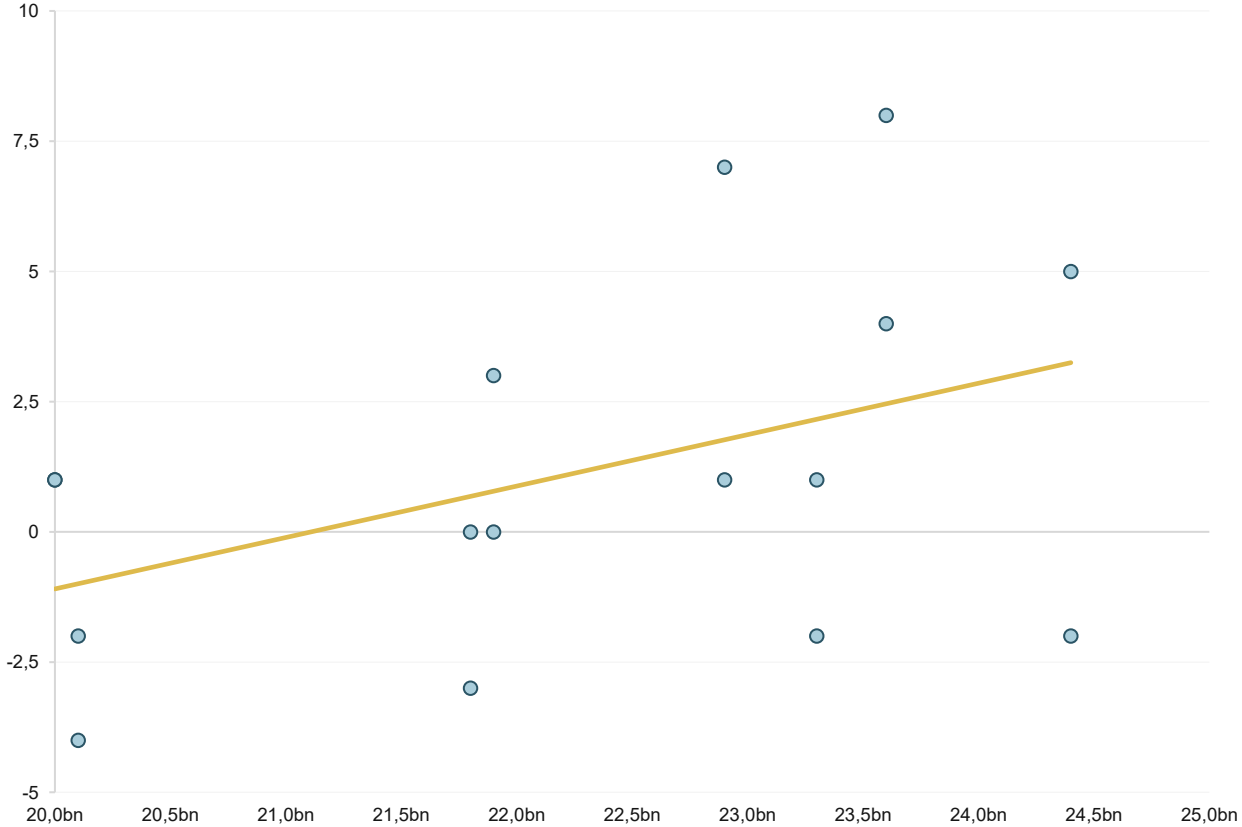
Secondary Curves Widen as Investor Lines and Available Headroom Depletes…

Secondary EUR Curves Bond Curves | Bid Z-Spread (bps)



… and New Issue Premia Increase to Attract Investors to Further Increase Their Holdings

Total Size of E.ON's EUR Bond Stack (€Bn) vs. Excess NIP Paid[1] (bps)

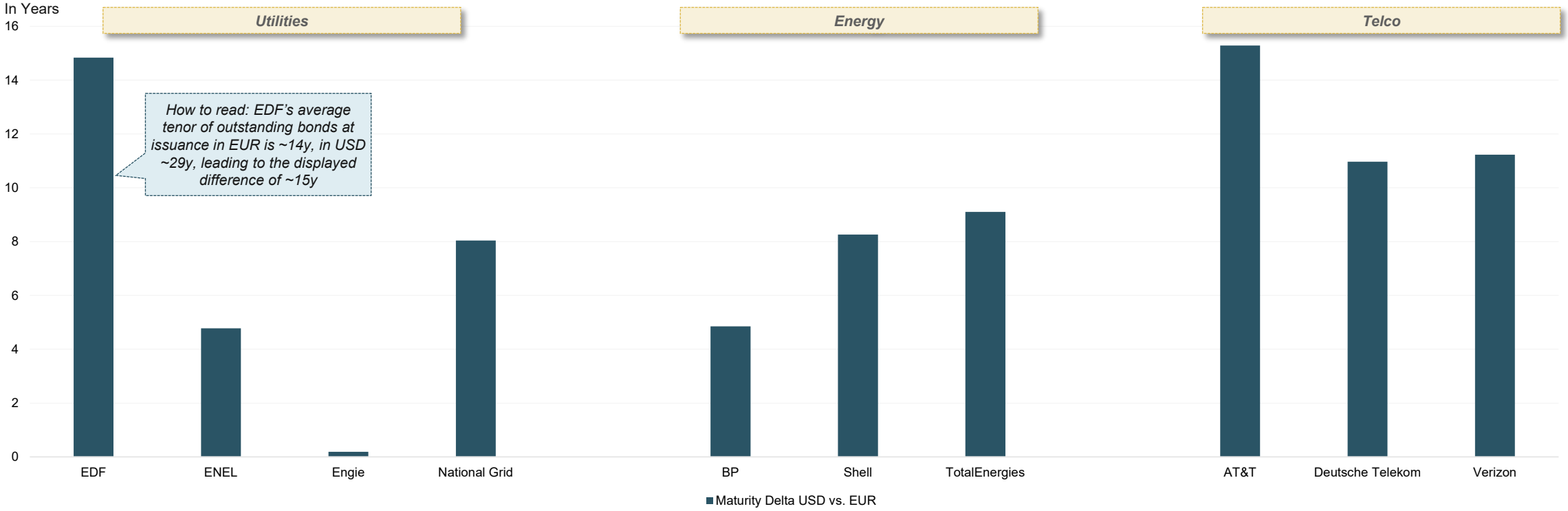


Notes: 1. Defined as: Offering's NIP – median weekly NIP (during week of issuance)
Source: Bloomberg, GlobalCapital

Beyond Added Depth, the USD Market Typically Permits Longer Tenors than EUR…

The Dollar Market Allows Issuers to Tap Maturities that Are Not Always Available in the EUR Market, incl. 30- / 40- / 50-Year

Differential Between Weighted Average Tenor at Issuance of Outstanding USD vs. EUR Senior Bonds by Selected Utility, Energy and Telco Issuers

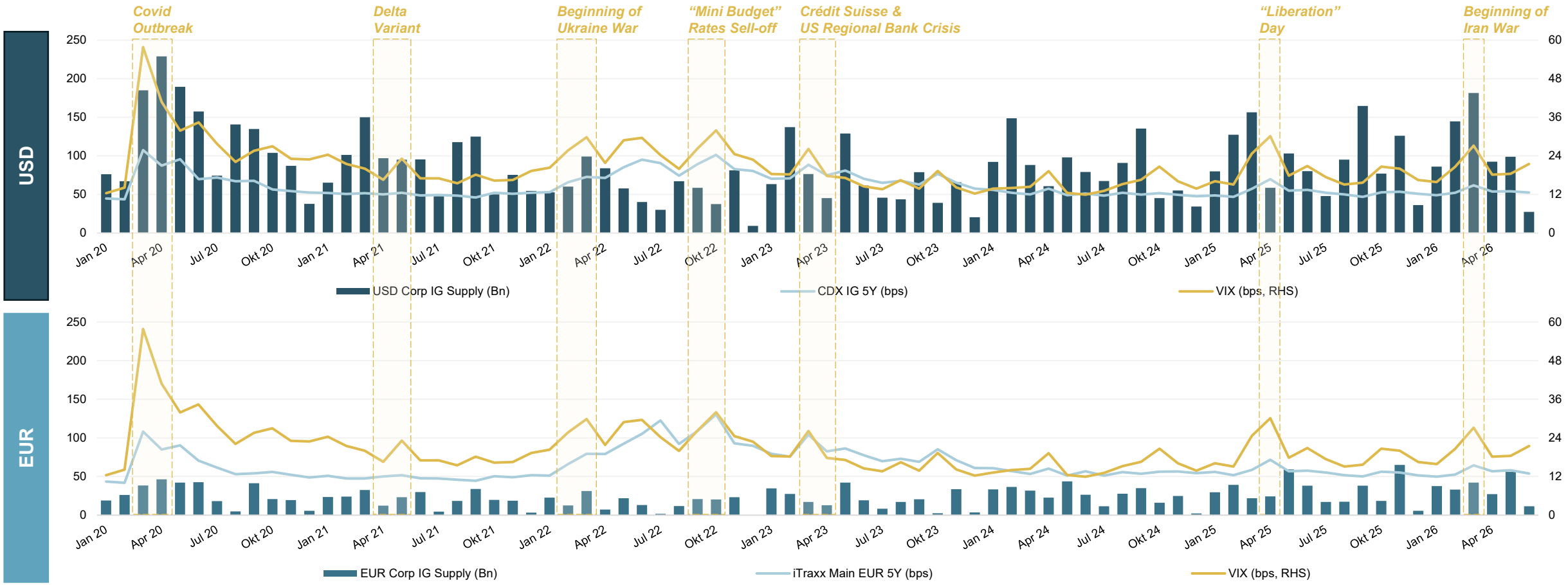


*This feature is particularly helpful for **issuers whose asset base has an expected useful life that is measured in decades** from an Asset-Liability Management perspective*
*Furthermore, for Issuers with **sizeable multi-decade CapEx** plans – such as TSOs – having the opportunity to **better distribute redemptions and optimise their refinancing needs (and risks)** helps to **avoid creating additional overhang** at times when **liquidity** raised via debt issuance is **still needed to finance investment plans***

Source: Bloomberg, Dealogic

… And Displays Resilience in Downturns

During Periods of Recent Volatility, the USD Bond Market Has Remained Open for Business and Offered Superior Depth vs. EUR



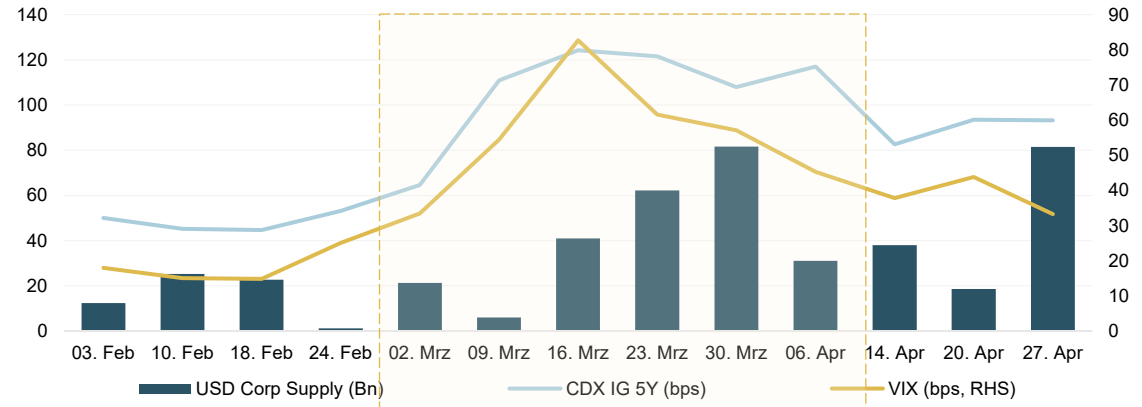
Source: Bloomberg

Zooming Into Selected Periods of Volatility in Recent Years

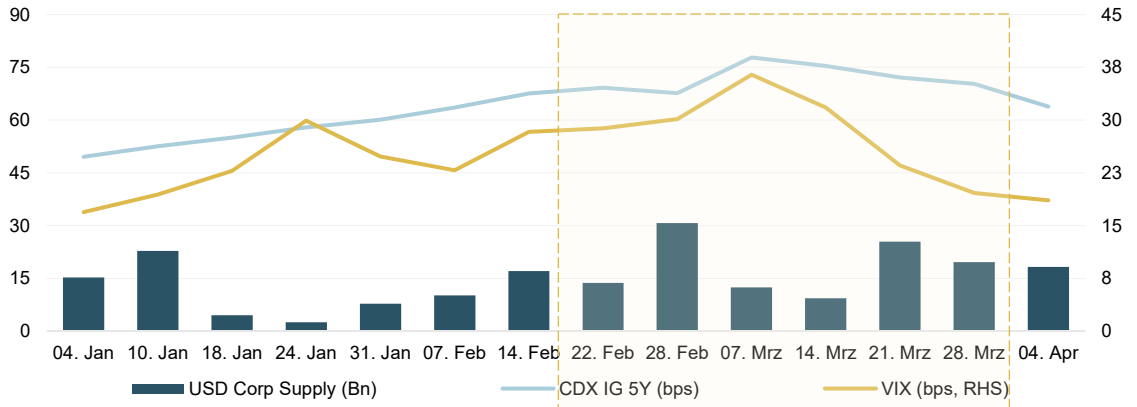
Primary Activity in EUR Corp IG Bond Market Typically Takes Longer to Recover than in the USD Market in Times of Market Turmoil

USD

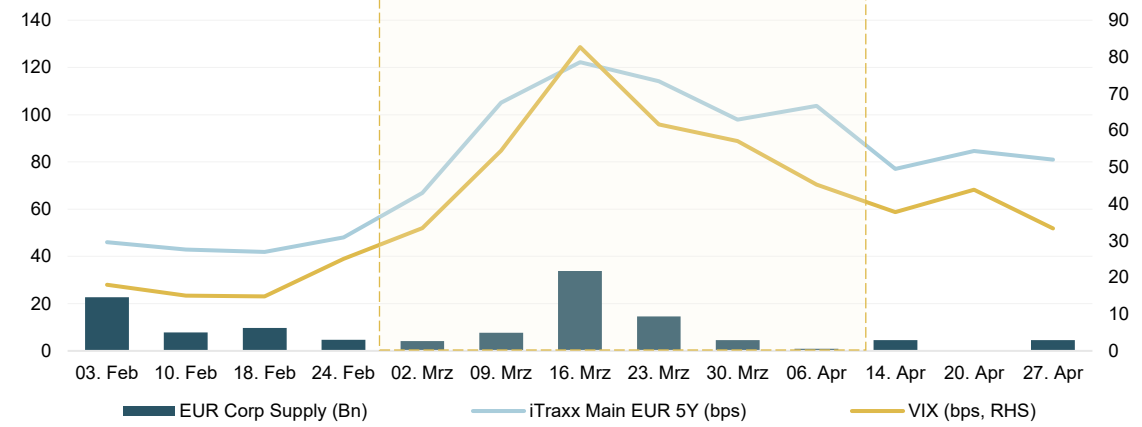
Example 1: Volatility Surge During First Covid Outbreak in March 2020

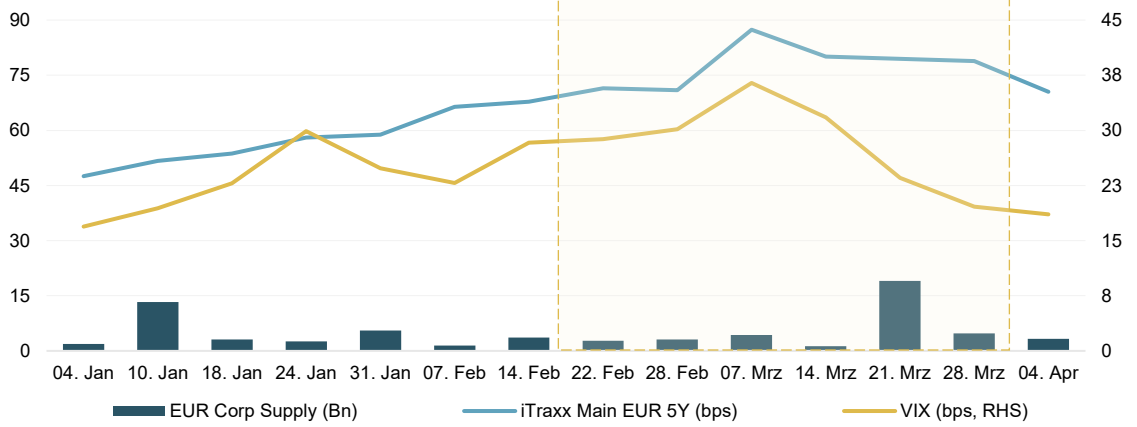


Example 2: Volatility Surge at the Start of the Ukraine War in February 2022



EUR





Source: Bloomberg

50Hertz Transmission GmbH
Heidestraße 2
10557 Berlin
E-Mail: info@50hertz.com

Amprion GmbH
Robert-Schuman-Straße 7
44263 Dortmund
E-Mail: info@amprion.net

TenneT TSO GmbH
Bernecker Straße 70
95448 Bayreuth
E-Mail: info@tennet.eu

TransnetBW GmbH
Heilbronner Straße 51 – 55
70191 Stuttgart
E-Mail: info@transnetbw.de



Kapitalmarktanalyse ÜNB

July 2026

ING Capital Markets & Advisory

do your thing

Die historische Entwicklung der Investitionsprogramme der ÜNBs ist nur der Ausgangspunt für kommende CAPEX-Zyklen, die…

Grundsätzlich relevante Ableitungen für deutsche Versorger/ÜNBs

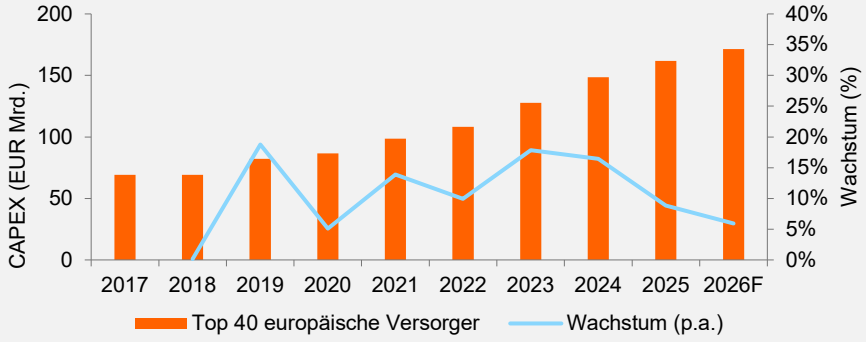
1. **Deutsche Versorger/ÜNBs als struktureller Angebotsfaktor – Der aggregierte Anstieg der EUR-Anleihevolumina deutscher Versorger/ÜNBs beträgt im betrachteten Zeitraum EUR 46,3 Mrd. und ist damit substanziell.**[1] Vor dem Hintergrund der umfangreichen Investitionsprogramme wird erwartet, dass die Primärmarktaktivitäten der ÜNBs in den kommenden 4-5 Jahren signifikant zunehmen werden
2. **Der steigende Finanzierungsbedarf europäischer Versorger und ÜNBs sowie die zunehmende Emissionstätigkeit von Reverse Yankees** (US-Unternehmen, die Anleihen im EUR-Markt begeben) dürften das Emissionsvolumen im EUR Investment Grade (IG) Markt dauerhaft auf hohem Niveau halten. **Eine starke Investorenbasis und ein verlässlicher Zugang zu den Kapitalmärkten werden dadurch zu entscheidenden Wettbewerbsfaktoren.**
3. **Implikationen für Pricing und strategische Finanzierungsentscheidungen** – Über die steigende Wettbewerbsintensität um Investorengelder hinaus **stellt sich zunehmend die Frage nach der ökonomischen Attraktivität von EUR Anleihetransaktionen** (*Pricing, Laufzeiten/Renditeprofil*) **sowie deren strategischer Einordnung im Finanzierungs-Mix** (*Diversifikation, relative Vorteilhaftigkeit vs. Alternativen, Markt-Timing*)

(1) Umfasst Eurogrid/50Hertz, Elia, EnBW, TenneT und Amprion, wobei Amprion (EUR 12 Mrd.), TenneT (EUR 12,75 Mrd.) und EnBW (EUR 10,95 Mrd.) die Haupttreiber darstellen; 2021-2026 YTD | per 22.06.2026.

Investitionsdynamik trübt sich bei europäischen Versorgern ein vs. anhaltender CAPEX-Schub durch ÜNBs/Netzbetreiber

Investitionen mehr als verdoppelt zwischen 2017 und 2024

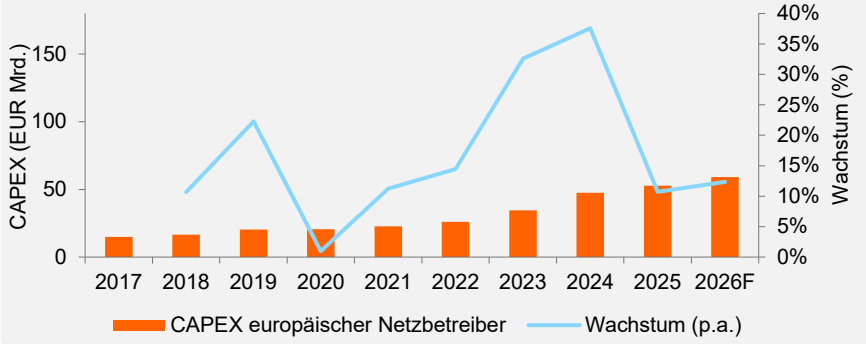
CAPEX-Wachstum von +6 % im Jahr 2026 bei nachlassender Dynamik im Bereich erneuerbarer Energien



Quelle: Unternehmensdaten. | per 15.12.2025.

+11 % Capex-Wachstum in 2026

Investitionen der Top-20 europäischen Netzbetreiber haben sich zwischen 2022-2024 mehr als verdoppelt



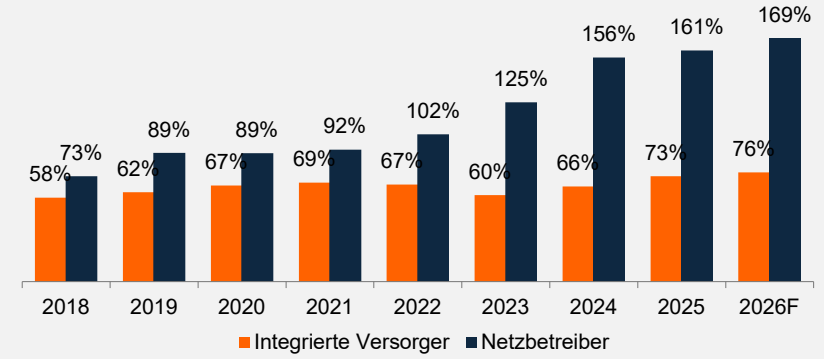
Quelle: Unternehmensdaten. | per 15.12.2025.

Wie in den Grafiken dargestellt, wächst der CAPEX der TSOs deutlich schneller als der, anderer Versorger im Sektor

… sich in den nächsten >10 Jahren noch weiter beschleunigen wird, sodass Diversifizierung von Finanzierungsmitteln elementar und strategisch ist

Steigende Capex/EBITDA-Kennzahlen verdeutlichen Finanzierungsdruck und wachsende Finanzierungslücke bei zunehmender Abhängigkeit von Fremdkapital …

Ø Capex/EBITDA-Kennzahlen



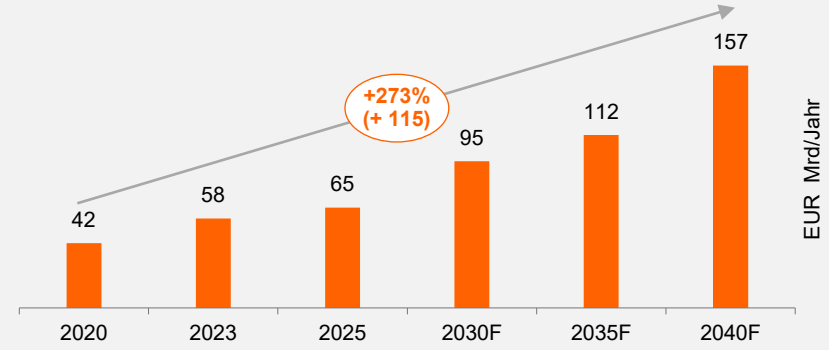
- Netzbetreiber erleben einen strukturellen Anstieg ihrer Investitionsintensität; das durchschnittliche Verhältnis von **CAPEX zu EBITDA wird voraussichtlich von ca. 73 % im Jahr 2018 auf 169 % im Jahr 2026F steigen.**
- Die zunehmend auseinanderlaufende Entwicklung von Investitionsbedarf und EBITDA-Generierung verdeutlicht die wachsende **Abhängigkeit von externer Finanzierung sowie die Notwendigkeit eines diversifizierten Zugangs zu Fremdkapital.**

Quelle: Bloomberg (BNEF), ING. | per 15.12.2025.

… ein Trend, der sich fortsetzen und den Anleihemarkt weiter fordern dürfte.

EU-Netzinvestitionen: Verdreifachung bis 2040

BNEF-Analyse inkludiert Strom, Erdgas, LNG, Wasserstoff, CO_2-Speicherung und Batteriespeicher.

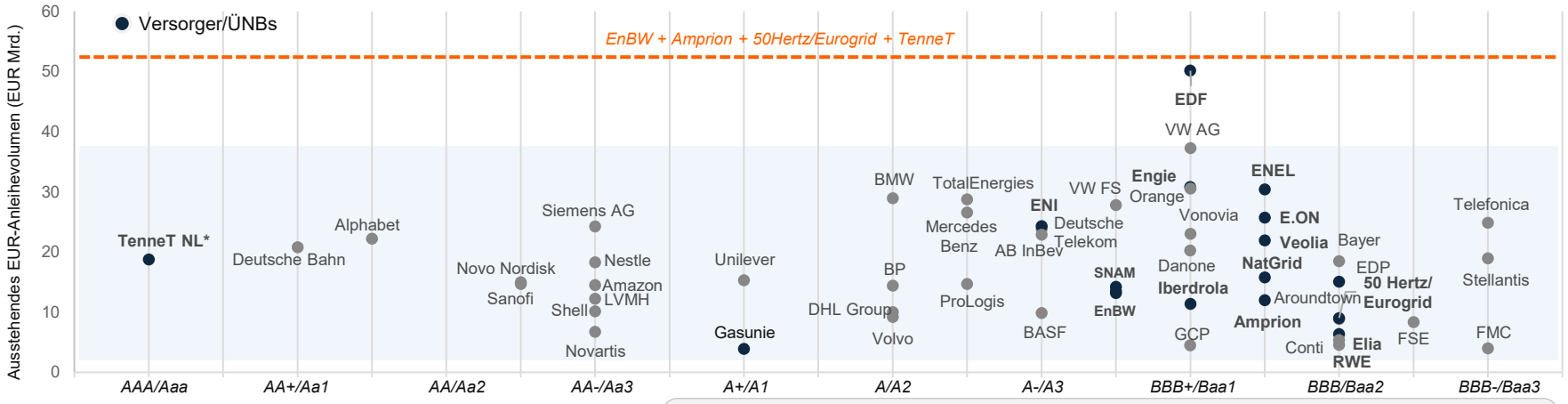


- Der Investitionsbedarf für europäische Stromnetze wird sich voraussichtlich nahezu vervierfachen – **von EUR 42 Mrd. im Jahr 2020 auf EUR 157 Mrd. bis 2040.**
- **Dies spiegelt einen langfristigen strukturellen Investitionszyklus wider** und nicht lediglich einen vorübergehenden Anstieg der Ausgaben.
- Das außerordentliche Investitionsvolumen, auch im Hinblick auf die kommenden Jahre, **führt zu einem signifikant steigenden Bedarf an langfristigem Fremdkapital.**
- **Ein diversifizierter und verlässlicher Zugang zu langfristigem Kapital wird dabei entscheidend sein, um das Investitionsprogramm zu finanzieren**

Quelle: Bloomberg (BNEF), ING. | per 15.12.2025.

Der EUR Anleihemarkt indiziert innerhalb zu beobachtender Grenzen eine gewisse Markttiefe and Attraktivität – ÜNBs aggregiert bereits jetzt Nr. 1

Emittenten mit ausstehenden EUR-Anleihevolumina erlauben eine indikative Einschätzung der Markttiefe je Emittent/Ratingspektrum, wobei mit ausstehenden Volumina von bis zu EUR 50 Mrd. Versorger/ÜNBs bereits tief verwurzelt sind …

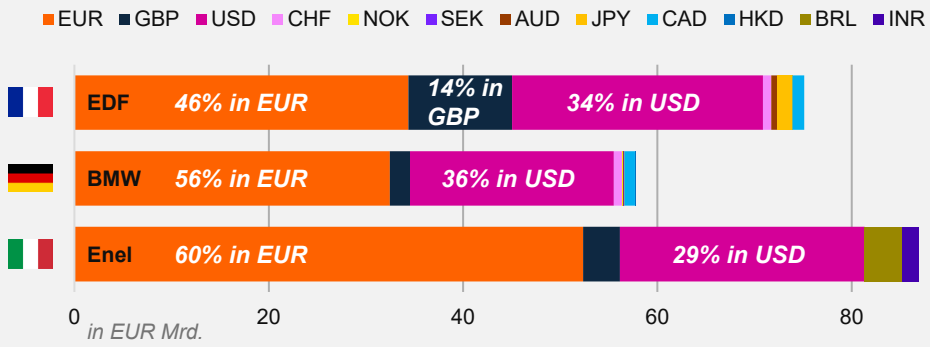


Hinweis: Es ist davon auszugehen, dass Investoren mittel- bis langfristig aufgrund von Konzentrationsrisiken auf Emittenten- als auch Sektorebene auf erhebliche Investitionshemmnisse stoßen werden. Öffentlich zugänglich Daten liegen hierzu jedoch nicht vor, es ist jedoch ableitbar von den Sach- und Investitionsprogrammen der ÜNBs und den korrespondierenden, idiosynkratischen Risiken.

Quelle: Bloomberg, ING Capital Markets, ING Research. | per 22.06.2026.

**TenneT NL wird bei TenneT Deutschland nur anteilig berücksichtigt.*

… und die gezielte Diversifikation über weitere Markttiefen hinweg unerlässlich und strategisch wertvoll machen



- **Fremdwährungsemissionen** entlasten die **EUR-Kurve**, dabei ragt der **USD** als **tiefster und liquidester Kapitalmarkt** heraus
- Neben der grafisch dargestellten Diversifikation in Anleihen verschiedener Währungen, bieten **weitere Instrumente** wie z.B. Schuldscheindarlehen, Exportfinanzierungen oder Private Placements Diversifizierungsopportunitäten.

Quelle: Bloomberg, ING Capital Markets, ING Research. | per 22.06.2026.

Die hohe Investorennachfrage nach langen Laufzeiten bietet ein optimales Umfeld für Versorger/ÜNBs, welches stärker bespielt werden sollte

Zentrale Vorteile von Anleihe-Emissionen mit Laufzeiten > 10 Jahren

1. **Verbesserte Execution- und Pricing Effizienz:**

   -Bei der Aufnahme großer Finanzierungsvolumina (z. B. mehrere Milliarden Euro pro Jahr) zu möglichst niedrigen Kosten greifen Emittenten typischerweise auf Multi-Tranche-Emissionen zurück. Dadurch wird der Preisdruck auf einzelne Tranchen reduziert und das Volumen über verschiedene Laufzeiten verteilt, anstatt sich auf wenige große Tranchen zu konzentrieren. Kleinere Einzeltranchen (bei gleichzeitiger Sicherstellung einer Mindestgröße von €500 Mio. pro Tranche) reduzieren den Druck auf einzelne Laufzeitsegmente und unterstützen in der Regel eine engere Preisfindung

   -Voraussetzung für eine erfolgreiche Multi-Tranche-Strategie ist, dass sich die Nachfrage zwischen den Tranchen nicht gegenseitig kannibalisiert. Dies erfordert eine klare Laufzeitdifferenzierung; ein Abstand von mindestens drei Jahren gilt üblicherweise als notwendig, um unterschiedliche Investorensegmente anzusprechen. Eine Ausweitung der Emission über die 10-jährige Laufzeit hinaus erhöht die Flexibilität in der Strukturierung und ermöglicht eine effizientere Umsetzung der Multi-Tranche-Strategie mit besser diversifizierter Nachfrage und optimierten Funding-Kosten.

2. **Unterstützung eines ausgewogenen Laufzeitprofils (Debt Maturity Profile):**

   -Eine breitere Laufzeitenstruktur (einschließlich Laufzeiten >10 Jahren) ermöglicht es Emittenten, ihr Fälligkeitsprofil zu glätten, Refinanzierungsspitzen zu vermeiden und das zukünftige Refinanzierungsrisiko zu reduzieren.

3. **Erweiterete Diversifikation der Investorenbasis – Verschiedene Laufzeitensegmente sprechen unterschiedliche Investoren an:**

   - Kurzläufer: primär Banken und Asset Manager
   - Langläufer: v. a. Versicherungen und Pensionskassen

Emissionen jenseits von 10-Jahres-Laufzeiten bleiben ein zentraler Hebel für eine optimierte Finanzierungsstrategie

➢ **Vor diesem Hintergrund sind Emissionen > 10 Jahren nicht nur ein Instrument zur Laufzeitverlängerung, sondern stellen zugleich ein effektives Mittel zur Erweiterung der Investorenbasis, zur Erhöhung der Flexibilität sowie zur Optimierung des Refinanzierungsprofils dar**

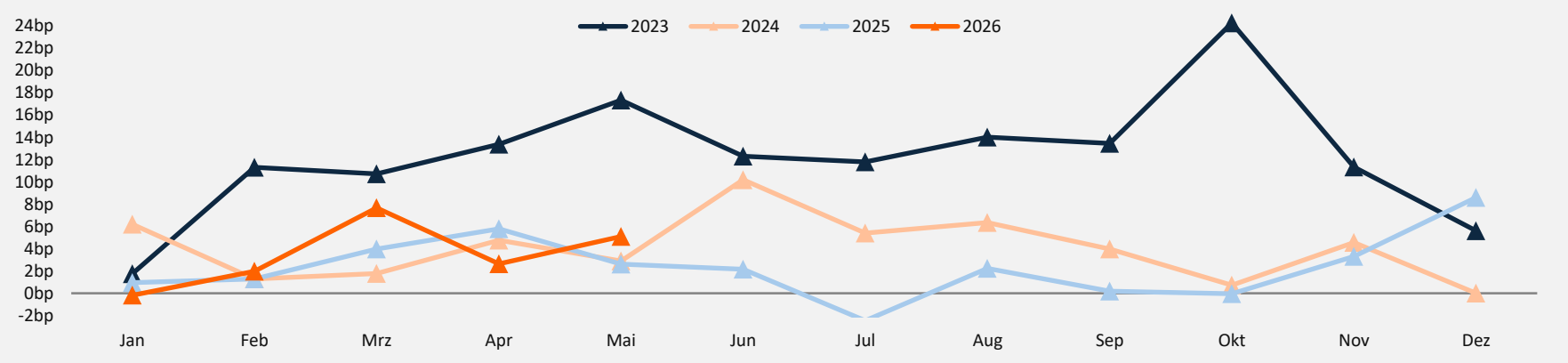
Quelle: Bloomberg, ING Capital Markets. | per 23.06.2026.

Grundlagen der New Issue Premium („NIP“): ein Bestandteil der Finanzierungskosten von Emittenten

Warum Emittenten einen Emissionsaufschlag (New Issue Premium, NIP) zahlen – Einordnung der NIP- Dynamik

1. **Fair-Value-Konzept**: Der Fair Value lässt sich am besten als indikativer Briefkurs im Sekundärmarkt definieren, der sich klassisch über Angebot und Nachfrage reguliert. Dieser wird typischerweise als Aufschlag gegenüber der Swap-Kurve ausgedrückt und spiegelt den Kreditaufschlag wider. Sekundärmarktniveaus ausstehender Anleihen des Emittenten oder vergleichbarer Emittenten dienen als Grundlage, um den Fair Value einer potenziellen Neuemission zu diskutieren.
2. **Neuemissionsprämie („NIP“):** Dabei handelt es sich um den Aufschlag, den ein Emittent über den Fair Value hinaus zahlen muss. Dieser NIP hängt von der Marktsentiment, der Bonität des Emittenten, dem Sektor sowie der Dynamik im Orderbuchaufbau (Bookbuilding) ab.
3. **Bookbuilding-Dynamik:** Der Start des Bookbuildings erfolgt auf Basis der Initial Pricing Thoughts („IPTs“), die gemeinsam zwischen Banken und Emittent abgestimmt werden. Dabei handelt es sich um ein Spread-Niveau mit einem Aufschlag gegenüber dem Fair Value, um das Bookbuilding zu starten und Investoreninteresse zu generieren. Abhängig von der Investorennachfrage und dem Verlauf des Bookbuildings kann die Spread-Guidance im Vergleich zu den IPTs enger werden. Schließlich wird der finale Kreditaufschlage der Neuemission festgelegt. Die Differenz dieses finalen Levels zum Fair Value wird als tatsächlicher NIP bezeichnet, den der Emittent zahlen musste, um die Transaktion erfolgreich abzuschließen

Neuemissionsprämien (*„NIP“*) im EUR-Anleihemarkt sind durchweg ein erheblicher Kostenfaktor und schwanken im Zeitverlauf



Quelle: Bloomberg, ING Capital Markets. | per 31.05.2026.

Die Neuemissionsprämie („NIP“) bleibt eine zentrale Komponente und sollte nicht vernachlässigt werden

➢ **Die Neuemissionsprämie muss berücksichtigt werden, da es das tatsächliche Preisergebnis der Bookbuilding-Dynamik widerspiegelt — obwohl es keine stabile oder exogene Größe ist, bleibt es essenziell, um die reale Marktumsetzung im Verhältnis zu einem modellabhängigen Fair Value abzubilden**

Welche Limitationen bestehen bei den verwendeten Benchmark-Indizes?

Zentrale Erkenntnisse zur Analyse der zugrundeliegenden Bloomberg-Indizes BBB jeweils 10 Jahre

Im Fokus stehender Index: *EUR EU Utilities BBB BVAL Yield 10Y bzw. weitere BVALs mit analoger Methodik*

1. Dynamische Zusammensetzung

- Tägliche Kurvenneuberechnung anstatt „*Rebalancing*" feststehender Indexmitglieder macht BVAL-Indizes **zu reinen Momentaufnahmen ohne fixes Emittenten-Universum** (BVAL-bedingte Einschränkung)
  - → eingeschränkte Transparenz hinsichtlich der Indexzusammensetzung
  - → **Per 22.06.2026, nur eine deutsche ÜNB-Anleihe als Teils der Indizes**

2. Aufnahme hängt von mehreren Faktoren ab als nur Rating und Sektor

- Institutionelle Struktur als Grundvoraussetzung
- Mindest-BVAL-Score (≥ 6/10) → Qualitäts- und Validitätsindikator, der anzeigt wie verlässlich bzw. datenbasiert ein Preis ist
- Standardisierte Bondstruktur, Optionalitäten exklusionsrelevant (bspw. *Par-Call-Strukturen vs. Make-Whole-Call*)

3. Datenqualität und Liquidität entscheidend

- Aufnahme abhängig von Verfügbarkeit und Qualität der „*BVAL-Preise*" sowie ausreichender Datentiefe – ohne klare Messgrößen
- Weitere Einflussfaktoren: Emissionsgröße, Alter und Liquidität – jedoch ohne klar definierte Schwellenwerte (bspw. *Sub-Benchmark vs. Benchmark*)

4. Artifizielle, proprietäre, modellbasierte Kurvenkonstruktion

- Kurven basieren auf (i) normalisierten Renditen über ein breites Bonduniversum, (ii) Shaper- und Referenzkurven sowie (iii) Regressions- und Glättungsverfahren
- **Einzelne Laufzeiten (z. B. 10 Jahre) sind Modellergebnisse und nicht durch konkrete Anleihen an diesem Punkt bestimmt**

5. Zusätzliche Restriktionen

- Laufzeitabdeckung: Ausreichende Datendichte entlang der gesamten Kurve erforderlich, bei Lücken werden Referenz-, Shaper- und Cross-Rating-Daten ergänzt
- Outlier-Filter: Bonds mit signifikanter Abweichung von der Kurve werden ausgeschlossen, auch bei guten BVAL-Scores
- Keine Rating-Inversion: Besser geratete Kurven müssen über alle Laufzeiten enger verlaufen als schwächere, entsprechende Anpassungen stellen diese Spread-Hierarchie sicher (Emittenten-Rating vs. Instrument-Rating)
- **Keine Inklusion von Neuemissionsprämien zur Abbildung emissionsrelevanter Kostenbestandteile, da rein Rendite/Durations-fokussierte Indizes**

Implikation für einzelne Emittenten

- **Rating und Sektorzugehörigkeit reichen nicht aus**
- **Exklusionsgründe sind zahlreich und nicht in der Hand des Emittenten:**
  - Strukturelle Merkmale (z. B. Par-Call-Strukturen)
  - Unzureichende und/oder qualitativ unzureichende Preisdaten
  - Liquiditäts-/Größen-/Altersfaktoren
  - Statistische Behandlung (z. B. Ausreißer)

→

Trotz vergleichbarer Ratings und Profile sind Emittenten wie EnBW, Amprion und 50Hertz/Eurogrid zum Zeitpunkt unserer Analyse gar nicht (oder nicht vollständig) in den relevanten BVAL-Indizes enthalten

Insgesamt sind BVAL-Benchmarkindizes vor dem Hintergrund ihrer strukturellen Einschränkungen mit Vorsicht zu interpretieren

- × **Begrenzter Abdeckung (nur eine deutsche ÜNB Anleihe enthalten)**
- × **Ausklammerung von New Issue Premiums (NIP)**
- × **Fehlender Transparenz bei der Datenqualität**

Quelle: Bloomberg, ING Capital Markets. | per 22.06.2026.

Entscheidungsbaum – nach welchen Kriterien werden Benchmark-Indizes? *(teilweise in Englisch aufgrund der Bloomberg-Kriterien)*

Entscheidungskritierien, welche uns bekannt sind – und nicht notwendigerweise abschließend

Im Fokus stehender Index: *EUR EU Utilities BBB BVAL Yield 10Y bzw. weitere BVALs mit analoger Methodik*

Zulassungskriterien

Criterion	Requirement
Currency	EUR-denominated
Sector	EU Utilities (Bloomberg BICS classification)
Geography	European Union issuers
Bloomberg Composite Rating	[BBB+/BBB] range (minimum of two eligible ratings required)
Coupon Type	Fixed rate only (FRN bonds excluded)
Seniority	Senior unsecured only - subordinated and hybrid bonds excluded
Call Structure	"Bullet" or including MWC - hard callable bonds (1-/2-/3-m Par Call etc.) are excluded
BVAL Assessment	Valid BVAL price required on the pricing date

Zusätzliche "Curve-Fitting Filters"

Filter	Description
Outlier Removal	Bonds whose yield deviates significantly from the fitted curve are removed to protect curve stability
Issuer Redundancy	When multiple bonds from the same issuer cluster at similar tenors and yields, the algorithm retains only the most informationally distinct

Disclaimer

Disclaimer This document has been prepared jointly by ING Bank, a branch of ING-DiBa AG and ING Bank N.V., both acting through its Global Capital Markets division (together "ING"), solely for the information purposes of Eurogrid GmbH and its subsidiaries as a platform for discussion and by accepting this document you agree to be bound by the following limitations and obligations. This document is strictly private and confidential and for the use of the intended recipients only. Copyright, database and intellectual property right protection of this presentation is reserved by ING. This document may therefore not be altered, reproduced, distributed or published by any person for any purpose without the prior express consent of ING. All rights are reserved. While ING has taken reasonable care to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of presentation to the client, ING makes no representation with regard to the accuracy or completeness of the information, part of which was obtained from the client and public sources and relied upon as such. Furthermore, where this document includes projections, estimates or assumptions, such are provisional only and for indicative, preliminary and illustrative purposes only. This document does not constitute any valuation, appraisal or advice and there can be no guarantee that any projected results will be achieved. Actual results will vary and such variations may be material. ING does not have any obligation, to amend or change such projections or assumptions. ING and each of its directors, officers or employees disclaim any liability whatsoever arising from any use of this presentation and any errors contained therein and/or omissions therefrom or from any use of the contents of this presentation. The information contained in this presentation is subject to change without notice.

The information is further subject to there having been, in the sole opinion of ING, no material adverse change in the international capital or loan markets prior to the implementation of this proposal. None of the information should be interpreted as an offer to buy or sell securities or as investment advice of any kind, and this presentation does not constitute a solicitation, a commitment, or an offer to commit, to any transaction or financing by ING or any of its affiliates and subsidiaries. The provision of any commitment, or the making of such an offer, is subject to, amongst other things, commercial and internal credit and underwriting approvals, satisfactory completion of due diligence, execution of legal documentation acceptable to ING and receipt by ING of satisfactory conditions precedent. ING is a subsidiary of the publicly-listed ING Groep N.V. (“ING Group"), a global financial full service firm, and as a consequence members of ING Group, including ING, may provide services to any member of the same group as the client or any other entity or person (a "Third Party"), engage in any transaction (on its own account or otherwise) with respect to the client or a Third Party, or act in relation to any matter for itself or any Third Party, notwithstanding that such services, transactions or actions may be adverse to the client or any member of its group, and ING may retain for its own benefit any related remuneration or profit. This document is not investment advice and does not constitute investment research as defined in article 36(1) of Commission Delegated Regulation 2017/565 supplementing Directive 2014/65/EU, as amended. It has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research and it is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. It is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. Neither ING nor any of its officers or employees accepts any duty of care to you or any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its contents. Only investors with sufficient knowledge and experience in financial matters to evaluate the merits and risks should consider an investment in any issuer or market discussed herein and other persons should not take any action on the basis of this document. Before making an investment decision you should seek advice from such independent advisers as you deem necessary. ING Wholesale Banking is the marketing name for the corporate and investment banking business of ING Bank N.V. and certain of its subsidiary companies. You acknowledge and agree that ING is acting, and will at all times act, as an independent contractor on an arm's length basis and is not acting, and will not act, in any other capacity, including in a fiduciary capacity, with respect to you. Some of the information set out in this presentation is or may be price-sensitive information. The disclosure and use of such information is regulated and generally prohibited by applicable legislation relating to insider dealing and market abuse. You should not construe the contents of this presentation as legal, tax, accounting, investment or other specialist advice or a personal recommendation. You are expected to rely on your own due diligence if you wish to proceed further in connection with a possible transaction and should consult your own counsel, tax, financial or other specialist advisers as to legal and related matters concerning any transaction described herein. No investment, divestment or other financial decisions or actions should be based solely on the information in this presentation. Depending on the potential outcome of our discussions with you, ING or any of its affiliates may enter into a potential transaction with you that has an Environmental, Social or Governance ("ESG" element or purpose. You can find out more about the risks associated with ESG, or sustainable or sustainability-linked transactions in our ESG and sustainability product disclosures and disclaimers of our website: https://assets.ing.com/m/549da78c715520fe/original/ing-sustainability-disclaimer-dcm.pdf

This presentation serves as a basis for further discussion and is not intended to be legally binding. ING Bank, a branch of ING-DiBa AG, registered with the commercial register (Handelsregister) of the local court (Amtsgericht) of Frankfurt am Main under HRB 7727 with business address Hamburger Allee 1, 60486 Frankfurt am Main, Germany, is a German bank supervised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, and Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main (www.bafin.de) and Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstr. 20, 60314 Frankfurt am Main, Kaiserstraße 29, 60311 Frankfurt am Main and Taunustor 2, 60311 Frankfurt am Main (www.ecb.europa.eu). ING Bank N.V. is directly supervised by the European Central Bank as part of the Single Supervisory Mechanism and regulated by the Dutch Central Bank

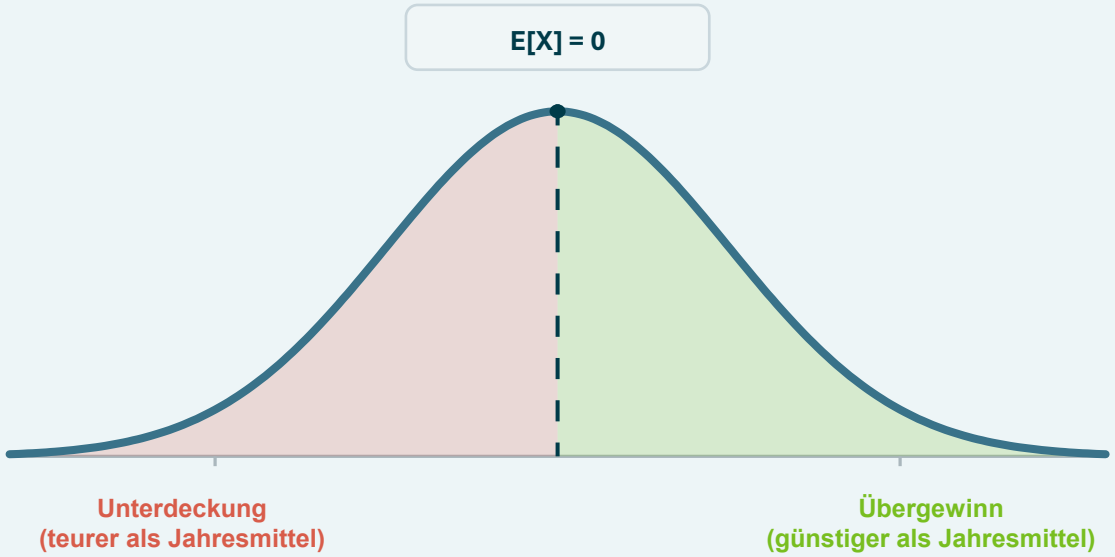


do your thing

Taggenaue Referenzreihe: Erwartungswert ≠ Risiko - Jahresdurchschnitt erzeugt zufallsbedingte Abweichungen; taggenaue Werte eliminieren die Volatilität auf Ebene der ÜNB

Streuung um den Jahresdurchschnitt

Erwartungswert = 0, aber Einzelrisiko bleibt



Kernaussage: Nicht der Mittelwert ist das Problem, sondern die Varianz.

Warum taggenau?

1 Jahresdurchschnitt

Finanzierungen erfolgen punktuell. Der Zeitpunkt entscheidet zufällig über Unterdeckung oder Übergewinn.

2 Taggenaue Referenz

Referenzzins wird zum tatsächlichen Finanzierungstag abgebildet. Zufallsvolatilität beim ÜNB entfällt.

3 Effiziente Risikozuordnung

Im Kollektiv der Netznutzer gleichen sich Abweichungen verschiedener ÜNB teilweise aus.

Folge: **Nur taggenau ist konsistent mit „no risks on cost of debt“**
ÜNB verzichten auf Zufallsgewinne und werden – wie im bisherigen regulatorischen Rahmen – gegen Zufallsverluste abgesichert.

Öffentlich

Tabelle 1:
Maximale Schwankungsbreiten der Fremdkapital-Referenzzinsreihe 2016-2025

Jahr	a) Min in %	b) Max in %	c) Mittelwert in %	Maximale Abweichung (-/+) ggü. dem Mittelwert in %- Punkten (c – a oder b – c)
2016	1,28	3,10	2,10	1,00
2017	1,97	2,64	2,20	0,44
2018	2,04	2,51	2,27	0,24
2019	0,97	2,76	1,86	0,90
2020	0,97	2,62	1,57	1,05
2021	0,95	1,49	1,24	0,29
2022	1,47	5,09	3,38	1,91
2023	3,62	4,92	4,38	0,76
2024	3,53	4,17	3,90	0,37
2025	3,71	4,38	4,09	0,37
Durchschnitt der maximalen Abweichungen in einem Jahr in Prozentpunkten				**0,73**

Erläuterung:

Die Tabelle zeigt die messbaren Schwankungsbreiten des Referenzindex der London Stock Exchange Group (LSEG non-financials BBB 15y) im Zeitraum von 2016 bis 2025. Für jedes Kalenderjahr sind die maximalen Schwankungsbreiten zwischen den höchsten respektive den geringsten Zinskonditionen des Jahres im Vergleich zum Jahresmittelwert erfasst. Die maximalen Abweichungen zum Mittelwert innerhalb eines Jahres liegen im Durchschnitt der letzten 10 Jahre bei 73 BP, wobei in Einzeljahren mit hoher Volatilität an den Zinsmärkten Abweichungen bis zu 191 BP (Jahr 2022) messbar sind.

Öffentlich

Tabelle 2:
Auswirkungen einer fehlenden Berücksichtigung von weiteren Finanzierungs-instrumenten anhand eines fiktiven Beispiels

Jahr	1	2	3	gewichteter Zins in %
Zinssatz in %	2,0	3,0	4,0	
Finanzierung in Mio. €				
Anleihen	750	1.000	1.250	3,17
Darlehen	0	500	750	
Gesamt	750	1.500	2.000	3,29
Abweichung				-0,12

Erläuterung:

Ein Netzbetreiber finanziert sich über Anleihen und Darlehen in unterschiedlichem Umfang in jedem Kalenderjahr und zahlt dafür die jahresaktuellen Zinskonditionen. Wenn für die Ermittlung der gewichteten Zinskonditionen über alle Jahre ausschließlich die Anleihen-Finanzierung berücksichtigt wird, ergibt sich ein gewichteter FK-Referenzzinssatz in Höhe von 3,17 %. Wenn hingegen die vollständigen Kapitalaufnahmen aus Anleihen und Darlehen berücksichtigt werden ergibt sich ein FK-Referenzzinssatz in Höhe von 3,29 %. Im Ergebnis werden die aus den Darlehensauf-nahmen resultierenden abweichenden Finanzierungskonditionen in Höhe von +0,12 %-Punkte nicht berücksichtigt, obwohl eine nachweisbare Kapitalbeschaffung für den Netzausbau in den Jahren erfolgt ist.

Öffentlich

STELLUNGNAHME DER VIER ÜBERTRAGUNGSNETZBETREIBER ZUR BERÜCKSICHTIGUNG DAUERHAFT NICHT BEEINFLUSSBARER KOSTENANTEILE AUS DEN JAHREN 2027 & 2028

ZUSAMMENFASSUNG

Beim Übergang vom Budget- zum Jährlichkeitsprinzip ab dem Jahr 2029 wird eine Übergangsregelung für t-2-Sachverhalte benötigt, um in den Jahren 2027 und 2028 tatsächlich angefallene Kosten und Erlöse vollständig in den Netzentgelten abzubilden. Der von den Übertragungsnetzbetreibern (ÜNB) vorgeschlagene Lösungsweg, die Kosten/Erlöse aus 2027/2028 in 2029/2030 anzusetzen, entspricht dem bisher in der Anreizregulierungsverordnung (ARegV) bzw. von Seiten der Bundesnetzagentur (BNetzA) angewandten üblichen Weg der Refinanzierung beim Übergang von einem Zweijahresverzug hin zu einem Plankostenansatz. Dies belegen insb. Präzedenzfälle wie Investitionsmaßnahmen (IMA), Einspeisemanagement (EisMan), Freiwillige Selbstverpflichtung Engpassmanagement (FSV EPM) und FSV Systemrelevante Gaskraftwerke. Die vorgeschlagene Übergangsregelung sichert somit Verlässlichkeit und Vertrauensschutz sowie eine vollständige Refinanzierung und führt nicht zu einer Doppelberücksichtigung dieser oder anderer Kosten-/Erlöspositionen. Ohne eine solche Regelung würden sich aus der Systemumstellung erhebliche Deckungslücken ergeben, die nicht dem Sinn und Zweck der verordnungsrechtlichen Bestimmungen zu dauerhaft nicht beeinflussbaren Kosten- und Erlöspositionen (dnbK) entsprechen können.

NOTWENDIGKEIT EINER KONSISTENTEN BEHANDLUNG VON T-0 UND T-2 BEI DNBK

DnbK-Anteile gemäß § 11 Abs. 2 ARegV sollen gemäß § 21a Abs. 4 EnWG a. F. auf Grundlage der tatsächlichen Kosten ermittelt werden. Das Grundprinzip bei dnbK ist die vollständige Berücksichtigung der angefallenen Kosten oder Erlöse in den Netzentgelten entweder ohne Zeitverzug (t-0) oder mit einem Zeitverzug von zwei Jahren (t-2). Auch die BNetzA spricht im Zusammenhang der dnbK von einem „Durchreichen“ der Kosten (vgl. Bericht der BNetzA nach § 112a Abs. 3 EnWG zu den Erfahrungen mit der Anreizregulierung, Bundestags-Drucksache 18/536, S. 82).

Für die Netzbetreiber soll mit diesen Positionen weder ein Risiko der Kostenunterdeckung noch eine Chance der Budgetunterschreitung verbunden sein. „*Dauerhaft nicht beeinflussbare Kosten im Rahmen der Anreizregulierung werden grds. anerkannt, im Laufe der Jahre angepasst und unterliegen nicht dem Effizienzvergleich.*“ (BNetzA, 08.10.2024, NEST-Termin zum Thema dnbK)

DnbK mit t-2 werden grundsätzlich von den ÜNB vorfinanziert und erst mit einem zweijährigen Versatz in der Erlösobergrenze (EOG) berücksichtigt. Von hoher wirtschaftlicher Relevanz sind insbesondere die Personalzusatzkosten mit den Aufwendungen für betriebliche und tarifvertragliche Vereinbarungen zu Lohnzusatz- und Versorgungsleistungen (§ 11 Abs. 2 S. 1 Nr. 9 ARegV) sowie den Betriebs- und Personalratstätigkeiten (§ 11 Abs. 2 S. 1 Nr. 10 ARegV) und den Kosten für Berufsaus- und Weiterbildung (§ 11 Abs. 2 S. 1 Nr. 11 ARegV), da der Personalbestand im Kontext des Wachstums der ÜNB erheblich ausgeweitet wurde und die Kosten im Zeitverlauf deutlich gestiegen sind.

Nach unserem Verständnis gebietet die Systematik des § 11 Abs. 2 ARegV i. V. m. § 21a Abs. 4 EnWG a. F. eine betragsmäßig vollständige Berücksichtigung der dnbK in der EOG. Die dnbK unterliegen nach der verordnungsrechtlichen Konzeption zudem keinen Effizienzfaktoren; entsprechend wird in der Regulierungspraxis der BNetzA allein die Kostenbasis abzüglich der dnbK einem Effizienzvergleich unterzogen. Eine materielle Relativierung dieser Kostenposition würde die gesetzlich vorgesehene Trennung zwischen beeinflussbaren und nicht beeinflussbaren Kosten systemwidrig unterlaufen. Diese Einordnung wird durch die Rechtsprechung ausdrücklich gestützt. Das OLG Düsseldorf stellt klar, dass dnbK solche Kostenanteile erfassen, „(…) *bei denen es dem Netzbetreiber objektiv nicht möglich ist, Effizienzvorgaben zu erfüllen* (…)“, (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 18.05.2015, Az. VI-5 Kart 3/14 [V]).

Vor diesem Hintergrund kann auch die unterschiedliche zeitliche Berücksichtigung von dnbK-Positionen (t-0 vs. t-2) nicht als Ansatzpunkt für eine materielle Kürzung oder Teilanerkennung dienen. Die regelmäßige Beschlusspraxis der BNetzA sieht in Einklang mit der ARegV vielmehr für alle dnbK-Positionen eine vollständige Kostendeckung vor, sei es durch einen vollständigen Plan-Ist-Abgleich z. B. mittels Regulierungskonto oder durch den vollständigen unmittelbaren Ansatz der Istkosten aus dem Jahr t-2 in der EOG. Weder aus den Bestimmungen des § 4 ARegV, welcher den Zeitpunkt des Ansatzes von dnbK-Positionen in der Erlösobergrenze definiert, noch aus den Bestimmungen des § 14 ARegV, welcher die Kosten zur Durchführung des Effizienzvergleichs definiert, können materiellen Differenzierungen von dnbK-Positionen abgeleitet werden. Durch den vorliegenden Entwurf der ÜNB-Rahmenfestlegung, welcher für im Regulierungskonto enthaltene Plan-Ist-Differenzen aus dnbK-t-0-Positionen sachgerechterweise eine Übergangsregelung vorsieht, für dnbK-t-2-Positionen jedoch bisher nicht, käme es genau zu einer solchen nicht gerechtfertigten Ungleichbehandlung verschiedener dnbK-Kategorien. Die dnbK sind letztlich insgesamt als durchlaufende Kostenbestandteile ausgestaltet, die – unabhängig vom gewählten Abbildungsmechanismus (t-0 oder t-2) – vollumfänglich zu refinanzieren sind. Eine dauerhafte Nicht- oder Minderberücksichtigung wäre mit der verordnungsrechtlichen Systematik sowie der gefestigten Beschlusspraxis der BNetzA nicht vereinbar.

Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass es sich bei der nun vorliegenden Systemumstellung um ein Szenario handelt, das in der ARegV nicht explizit geregelt ist. Dass der Verordnungsgeber ein solches Szenario nicht bereits ex ante geregelt hat, ergibt sich aus allgemeinen Grundsätzen der maßvollen Gesetzgebung. Die vorliegende Differenzierung und die daraus folgende signifikante Kostenunterdeckung für dnbK-t-2-Positionen würde den Grundsätzen des bisherigen Regulierungssystems fundamental widersprechen und wäre auch mit dem Grundprinzip des neuen Regulierungssystems, welches die jährliche Kostenanerkennung auf Basis von Istkosten vorsieht, nicht vereinbar. Denn auch unter dem neuen Regulierungsregime sollen tatsächlich angefallene Kosten grundsätzlich in voller Höhe anerkannt werden; eine pauschale Kürzung der tatsächlich angefallenen Kosten einzelner dnbK-Positionen ließe sich daher weder aus der bisherigen noch aus der zukünftigen Systemlogik herleiten.

Beurteilung von Aussagen der BNetzA beim Fachgespräch am 29.04.2026

Nachträgliche Refinanzierung von Jahresscheiben

Im Fachgespräch vom 29.04.2026 hat die BNetzA eine nachträgliche Refinanzierung von Jahresscheiben beim Wechsel in ein neues Regulierungssystem ausgeschlossen. Zur Begründung wurde ausgeführt, dass innerhalb von vier Regulierungsperioden insgesamt 20 Jahresscheiben zu erlösen seien und die Berücksichtigung von zwei weiteren Jahresscheiben daher nicht in Betracht komme. Nach Auffassung der BNetzA würde die Anerkennung von insgesamt 22 Jahresscheiben dem dnbK zugrunde liegenden Jährlichkeitsprinzip widersprechen. Aus Sicht der ÜNB greift diese Betrachtung jedoch zu kurz. Im Kern geht es nicht um die Refinanzierung von 22 statt 20 Jahresscheiben, sondern um die vollständige Refinanzierung der angefallenen Kosten über alle Jahre. Die Logik der seitens der BNetzA aufgezeigten 22 Jahresscheiben betrifft auch Jahre außerhalb der in Diskussion befindlichen vier Regulierungsperioden (in Summe 20 Jahre).

Zwar wurden zu Beginn des Systems bereits zwei Jahresscheiben erlöst, hierbei handelte es sich jedoch um die nachträgliche Refinanzierung der Istkosten aus dem damaligen Vorgängersystem, die mit einem Zeitverzug von zwei Jahren refinanziert wurden (siehe Abbildung). In den Jahren bis 2008 konnten die Istkosten bis 2006 (und damit auch die dnbK) über einen jeweiligen Netzentgeltantrag refinanziert werden. Ab 2009 galt dann das Budgetprinzip, jedoch konnten die dnbK auch hier weiterhin durchgängig mit Zweijahresverzug refinanziert werden (für 2009 wurden auf Grund einer Übergangsregelung in der ARegV die Kosten aus 2006 anstatt 2007 herangezogen). Bei Beendigung des Regulierungssystems mit Zweijahresverzug bei den dnbK muss nun sichergestellt werden, dass damit auch die beiden letzten Jahre (2027 und 2028) refinanziert werden können.

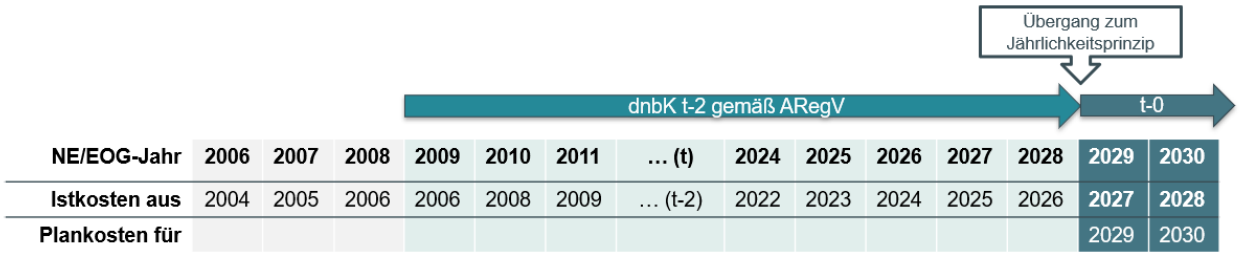


Abbildung 1: Istkosten-Anerkennung mit t-2- im Zeitverlauf

Mit einem Ansatz der Istkosten aus den Jahren 2027 und 2028 in den Jahren 2029 und 2030 werden also diese zwei Jahresscheiben nicht doppelt in Ansatz gebracht, sondern ganz im Gegenteil erstmalig und einmalig mit einem Zeitverzug von zwei Jahren refinanziert. Dies ist nicht nur regulierungstheoretisch korrekt, sondern in Anbetracht des deutlich gestiegenen Investitions- und Kostenniveaus (z.B. bei Personal) sowie den damit wertmäßig ausgeprägten Unterschieden zwingend erforderlich.

Budgetansatz für dnbK?

Weiterhin hat die BNetzA bei dem Fachgespräch am 29.04.2026 ausgeführt, dass bei OPEX generell und damit auch bei dnbK ein Budgetansatz gelte (vgl. auch BNetzA-Folie 11, Fachgespräch zum Thema Kostenanerkennung mit t-2, 29.04.2026). Der dnbK-Budgetansatz würde unterperiodisch entweder mit Plankosten t-0 oder mit t-2-Istkosten angepasst. Dies entspricht aus Sicht der ÜNB jedoch nicht der regulatorischen Praxis, ist weder methodisch noch verordnungsrechtlich begründet und würde zu einer ungerechtfertigten Differenzierung zwischen dnbK-Positionen führen.

Bei dnbK mit t-0 erfolgt immer ein nachträglicher Plan-Ist-Abgleich und Ausgleich der Differenzen über das Regulierungskonto. Dies ist faktisch eine Kostendurchreichung ohne Chance oder Risiko für Über- oder Unterdeckung und damit ein gewolltes Abweichen vom Budgetprinzip. Beim Wechsel zum Jährlichkeitsprinzip ist für die t-0-Positionen ein reibungsloser Übergang gewährleistet, da sich die Systematik (Planwerte und Plan-Ist-Abgleich) nicht ändert und die bis Ende 2028 entstandenen Differenzen über das Regulierungskonto und die hierzu in der ÜNB-Rahmenfestlegung vorgesehene Übergangsregelung (Tz. 2.3 Satz 13) abgewickelt werden.

Auch bei volatilen Kostenanteilen werden Kostenänderungen nach dem Basisjahr systematisch berücksichtigt, so dass hier ebenfalls nicht von einem Budgetansatz gesprochen werden kann. Sofern bei volatilen Kostenanteilen von einer vollständigen Kostendurchreichung abgewichen wird und Anreizelemente integriert werden, so basiert dies auf der spezifischen Festlegungskompetenz der BNetzA in § 32 Abs. 1 Nr. 4a ARegV.

Auch für dnbK-t-2-Positionen kann kein Budgetprinzip abgeleitet werden. Die BNetzA argumentiert hingegen auf Folie 19 ihrer Unterlage vom 29.04.2026, dass § 4 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 ARegV Netzbetreiber nicht berechtige, die Kosten eines abgeschlossenen Geschäftsjahres im übernächsten Geschäftsjahr in voller Höhe auf die Netznutzer zu wälzen.

§ 4 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 ARegV regelt in erster Linie die zeitliche Logik zur Anpassung der EOG und dient somit für sich genommen auch nicht dem Zweck, die Höhe der zulässigen Kosten zu definieren. In Kombination mit den Bestimmungen des § 11 Abs. 2 ARegV und den zuvor beschriebenen verordnungsrechtlichen und regulierungspraktischen Grundsätzen zur Behandlung von dnbK-Positionen, ergibt sich aus den Bestimmungen des § 4 ARegV im Ergebnis jedoch sehr wohl ein Anspruch auf vollständige Refinanzierung von dnbK t-2 Positionen. Dieser muss auch beim Übergang auf das neue System gewahrt bleiben.

Die BNetzA argumentiert weiter, dass in der Vergangenheit bei entsprechenden Umstellungen Ist- auf Plankosten keine Doppelansätze erfolgt seien. Auch diese Aussage ist nicht zutreffend, wie aus den im nachfolgenden Abschnitt beschriebenen Fallbeispielen ersichtlich wird.

Präzedenzfälle für Umstellung dnbK von t-2 auf t-0

Bei mehreren Sachverhalten erfolgte im Zeitablauf eine Umstellung von t-2 auf t-0, um eine Refinanzierung ohne Zeitverzug sicherzustellen und um Kosten- und Liquiditätsrisiken zu reduzieren. Dies betraf nicht nur CAPEX (IMA), sondern auch OPEX (EisMan, FSV Systemrelevante Gaskraftwerke, FSV EPM). Bei allen genannten Umstellungen sah der Verordnungsgeber eine lückenlose Refinanzierung ohne Doppelberücksichtigung vor, indem in einer zweijährigen Übergangsphase t-2-Istkosten und t-0-Plankosten berücksichtigt werden konnten.

Investitionsbudgets/Investitionsmaßnahmen

Kosten aus Investitionsbudgets gemäß § 23 ARegV wurden zunächst mit zwei Jahren Zeitverzug in der EOG berücksichtigt. Durch die ARegV-Novelle vom 14.03.2012 (BGBl. I 2012 S. 489) erfolgte eine Umstellung von t-2 auf t-0 zum Jahr 2012. Im Ergebnis wurden in der EOG 2012 die Jahresscheiben 2010 (Ist) sowie 2012 (Plan) und in der EOG 2013 die Jahresscheiben 2011 (Ist) sowie 2013 (Plan) berücksichtigt, sodass eine lückenlose Refinanzierung gewährleistet war.

Der Ansatz von zwei Jahresscheiben in der Übergangsphase zur Vermeidung von Deckungslücken wurde vom Verordnungsgeber explizit in der Übergangsregelung in § 34 Abs. 6 ARegV vorgesehen:

> *„Bei einer Änderung von nicht beeinflussbaren Kostenanteilen nach § 11 Absatz 2 Satz 1 Nummer 6 in der bis zum 22. März 2012 geltenden Fassung wegen Kosten und Erlösen, die in den Jahren 2010 oder 2011 entstanden sind, werden die Erlösobergrenzen nach dieser Verordnung in ihrer bis zum 22. März 2012 geltenden Fassung angepasst, wobei zuzüglich ein barwertneutraler Ausgleich berücksichtigt wird. Auf Investitionsbudgets, die bis zum 30. Juni 2011 gemäß § 23 Absatz 3 in der bis zum 22. März 2012 geltenden Fassung beantragt wurden und die im Jahr 2012 kostenwirksam werden sollen, findet diese Verordnung in der ab dem 22. März 2012 geltenden Fassung entsprechende Anwendung.“*

Vgl. auch Begründung für Übergangsregelung (aus Bundesrat-Drucksache 860/11):

> *„§ 34 Absatz 6 Satz 1 gewährleistet, dass Jahres-Kostenscheiben, die bislang in den Jahren 2012 und 2013 zu einer Anpassung der Erlösobergrenze (auf Basis von Kosten aus den Jahren 2010 und 2011) geführt hätten, weiterhin angemessen berücksichtigt werden. Die Übergangsregelung stellt klar, dass diese Kosten wie bisher in den Jahren 2012 und 2013 berücksichtigt werden.“*

Entschädigungszahlungen § 15 EEG

Entschädigungszahlungen für EEG-Einspeisemanagement-Maßnahmen gemäß § 15 EEG wurden zunächst als gesetzliche Abnahme- und Vergütungspflichten gemäß § 11 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 ARegV den dnbK zugeordnet und mit t-2 in der EOG berücksichtigt. Durch die ARegV-Novelle vom 14.09.2016 (BGBl. I 2016 S. 2147) wurden Entschädigungszahlungen für EEG-Einspeisemanagement-Maßnahmen mit § 11 Abs. 2 S. 1 Nr. 17 ARegV explizit in den dnbK-Katalog aufgenommen. Durch eine Anpassung in § 4 Abs. 3 S.1 Nr. 2 ARegV wurde eine Kostenberücksichtigung mit t-0 umgesetzt. Der Abgleich mit den Ist-Kosten erfolgte gemäß § 5 Abs. 1 Satz 1 Satz 2 ARegV über das Regulierungskonto. Im Ergebnis wurden in der EOG 2017 die Jahresscheiben 2015 (Ist t-2) und 2017 (Plan t-0),in der EOG 2018 die Jahresscheiben 2016 (Ist t-2) sowie 2018 (Plan t-0) berücksichtigt, sodass eine lückenlose Refinanzierung gewährleistet war.

FSV Systemrelevante Gaskraftwerke

Mit der BNetzA-Festlegung BK8-23-014-A „FSV systemrelevante Gaskraftwerke“ vom 24.05.2024 wurde eine Verfahrensregulierung für das Verfahren zur Absicherung der Brennstoffversorgung durch einen Brennstoffwechsel oder andere Optimierungs- und Ausbaumaßnahmen systemrelevanter Gaskraftwerke nach § 13f EnWG beschlossen. Gemäß der Festlegung gelten ab dem 01.01.2024 die nach Maßgabe der FSV entstehenden Kosten als dnbK mit t-0. Bis Ende 2023 galt ein zweijähriger Zeitverzug (t-2). In der EOG 2024 wurden die Jahresscheiben 2022 (Ist t-2) und 2024 (Plan t-0), in der EOG 2025 die Jahresscheiben 2023 (Ist t-2) und 2025 (Plan t-0) berücksichtigt, sodass eine lückenlose Refinanzierung gewährleistet war.

FSV EPM / FSV ReDEM

Mit der BNetzA-Festlegung BK8-23-013-A „FSV ReDEM“ vom 05.06.2024 wurde eine Verfahrensregulierung der Aufwendungen und Erträge aus finanziellem Ausgleich gemäß § 13a Abs. 2 S.1 EnWG und aus Bewirtschaftung von Engpässen beschlossen. Gemäß der Festlegung gelten die Kosten/Erlöse ab dem 01.01.2024 als dnbK mit t-0. Die FSV ReDEM löste die bisherige Verfahrensregulierung FSV EPM vom 26.10.2009 (BK6-08-260/262/264/269) in der Fassung vom 04.11.2016 (BK6-15-118) ab, bei der ein zweijähriger Zeitverzug galt. In der EOG 2024 wurden somit die Istkosten 2022 (FSV EPM) und die Plankosten 2024 (FSV ReDEM), in der EOG 2025 die Istkosten 2023 (FSV EPM) und die Plankosten 2025 (FSV ReDEM) angesetzt, sodass eine lückenlose Refinanzierung gewährleistet war.

UMSETZUNGSVORSCHLÄGE FÜR SACHGERECHTE ÜBERGANGSREGELUNGEN

Die im Festlegungsentwurf vorgesehenen Mechanismen zur Behandlung von Kostenabweichungen bieten einen geeigneten Anknüpfungspunkt zur Abbildung der Übergangseffekte aus dnbK-t-2-Positionen. Insbesondere regelt Tenorziffer 2.3 den vollständigen Ausgleich von Differenzen zwischen zulässigen Erlösen und tatsächlich entstandenen Kosten einschließlich einer Verteilung auf Folgejahre. Darüber hinaus ermöglicht Satz 13 der Tenorziffer 2.3 ausdrücklich die Berücksichtigung annuitätischer Zu- und Abschläge auf die Plankosten der Jahre 2029 bis 2033 auf Basis von Regulierungskontosalden der Jahre 2024 bis 2028. Diese Regelung kann sachgerecht dahingehend erweitert werden, dass auch die bislang nicht berücksichtigten t-2-Kosten- und Erlösscheiben der Jahre 2027/2028 in diese Systematik integriert und mehrjährig in die künftige Kostenbasis ab 2029 überführt werden können.

Eine alternative Umsetzung kann – entsprechend der bisherigen Vorgehensweise bei den genannten vergleichbaren Präzedenzfällen – auch durch eine unmittelbare Berücksichtigung der offenen Kosten- und Erlösscheiben in den Plankostenansätzen, entsprechend Tenorziffer 2.1, der Jahre 2029 und 2030 erfolgen. Dabei würden zusätzlich zu den jeweiligen Plankosten und -erlösen die noch offenen t-2-Kosten- und Erlösscheiben (2027 bzw. 2028) in die jährliche Erlösermittlung integriert. Beide Ansätze stellen sicher, dass die betroffenen Kostenbestandteile vollständig, aber nur einmalig in die Erlöslogik eingehen und vermeiden einen systemwidrigen Abbruch der Kostenwirkungskette.

Fazit: Übergangsregelung für dnbK-t-2-Positionen sowohl in materieller als auch systematischer Hinsicht zwingend geboten

Aus Sicht der ÜNB ist beim Wechsel zum Jährlichkeitsprinzip eine Übergangsregelung für alle dnbK-t-2-Positionen zwingend geboten. Die Sachgerechtigkeit entsprechender Übergangsregelungen ergibt sich abgesehen von der signifikanten materiellen Wirkung einerseits vor allem aus der Systematik zum Umgang mit dnbK-Positionen im bisherigen Regulierungsrahmen und andererseits auch aus diversen Präzedenzfällen, in denen der Verordnungsgeber oder die Regulierungsbehörde für vergleichbare Fälle entsprechende Übergangsregelungen vorgesehen hat. Eine Abweichung von solchen gelebten Grundsätzen würde das Vertrauen in eine verlässliche und systematisch konsequente Regulierungspraxis wesentlich untergraben. Vor diesem Hintergrund sprechen sich die ÜNB dafür aus, die zuvor genannten Vorschläge bei der finalen Ausgestaltung der Rahmenfestlegung zu berücksichtigen.

Vertraulich (Confidential)

TRANSNET BW

TRANSNET BW / OSLOER STR. 15–17 / 70173 STUTTGART

Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas,
Telekommunikation, Post und Eisenbahnen
Große Beschlusskammer Energie
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

DATUM
07.08.2026
ANSPRECHPARTNER/IN
[redacted]
BEREICH
[redacted]
TELEFON
[redacted]
E-MAIL
[redacted]
IHRE ZEICHEN
GBK-25-01-1#2
IHR SCHREIBEN VOM

Stellungnahme der TransnetBW zur Berücksichtigung dauerhaft nicht beeinflussbarer Kostenanteile der Jahre 2027 & 2028 im Rahmen des Verfahrens GBK-25-01-1#2

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit diesem Schreiben möchten wir das Schreiben der 4ÜNB vom 31.07.2026 zum Umgang mit t-2 Positionen dauerhaft nicht beeinflussbarer Kosten (dnbK) der Jahre 2027 und 2028 um weitere TransnetBW-spezifische Perspektiven ergänzen. Die 4ÜNB vertreten die klare Haltung, dass beim Übergang vom Budget- zum Jährlichkeitsprinzip ab dem Jahr 2029 zwingend eine Übergangsregelung für t-2-Sachverhalte erforderlich ist, um die in den Jahren 2027 und 2028 tatsächlich entstandenen Kosten und Erlöse vollständig in den Netzentgelten abbilden zu können. Diese Auffassung möchten wir unsererseits hiermit nochmals bekräftigen. Eine solche vollständige Abbildung in den Netzentgelten ist unseres Erachtens zudem auch rechtlich geboten.

Der von den 4ÜNB vorgeschlagene Lösungsweg, dauerhaft nicht beeinflussbare Kosten/Erlöse aus den Jahren 2027/2028 mittels einer Übergangsregelung in der Rahmenfestlegung (Verfahren GBK-25-01-1#2) in den Netzentgelten der Jahre 2029/2030 anzusetzen, entspricht dem bisher in der Anreizregulierungsverordnung (ARegV) vorgesehenen bzw. dem von Seiten der Bundesnetzagentur (BNetzA) angewandten üblichen Weg der Refinanzierung beim Übergang von einem Zweijahresverzug hin zu einem Plankostenansatz. Dies belegen insb. Präzedenzfälle wie Investitionsmaßnahmen (IMA), Einspeisemanagement (EisMan), Freiwillige Selbstverpflichtung Engpassmanagement (FSV EPM) und FSV Systemrelevante Gaskraftwerke. Die vorgeschlagene Übergangsregelung sichert somit Verlässlichkeit und Vertrauensschutz sowie eine vollständige Refinanzierung und führt nicht zu einer Doppelberücksichtigung dieser oder anderer Kosten-/Erlöspositionen.

Frage der 20-jährigen Betrachtung

Die von der BNetzA im Fachgespräch vom 29.04.2026 vertretene Auffassung, dass ein Ausgleich der beiden Jahresscheiben 2027 und 2028 nicht geboten sei, da in 20 Jahren Anreizregulierung bereits 20 Erlösschreiben für dnbK t-2 Positionen erlöst worden seien, weisen wir an dieser Stelle ebenfalls ausdrücklich zurück.

Wie die 4ÜNB in ihrer Stellungnahme vom 31.07.2026 dargelegt haben, ergaben sich die Erlösansätze in den ersten beiden Jahren der Anreizregulierung aus einer konsistenten Fortführung des Kostenansatzes mit t-2, wie er bereits vor Beginn der

TransnetBW GmbH
Pariser Platz
Osloer Str. 15–17
70173 Stuttgart
Postfach 10 13 62
70012 Stuttgart
Deutschland

Telefon +49 711 21858-0
Fax +49 711 21858-4405
transnetbw.de

Geschäftsführung:
Dr. Werner Götz (Vorsitzender)
Michael Jesberger
Dr. Oliver Strangfeld

Vorsitzender des
Aufsichtsrats:
Dirk Güsewell

Sitz der Gesellschaft:
Stuttgart
Registergericht Stuttgart
HRB Nr. 740510
Ust-IdNr.: DE 191008872

Bankverbindung:
Baden-Württembergische Bank
Bankleitzahl: 600 501 01
Kontonummer: 13 69 520
SOLADEST600
DE96 6005 0101 0001 3695 20

Ein Unternehmen
der EnBW-Gruppe

Anreizregulierung Gültigkeit hatte und nicht aus einem etwaigen doppelten Kostenansatz. Die Einbeziehung der Erlösansätze dieser beiden Anfangsjahre führt angesichts der erheblichen Kostensteigerungen über die letzten 20 Jahre zudem nicht ansatzweise dazu, dass hieraus eine Kostendeckung abgeleitet werden könnte, welche für die in Frage stehenden dnbK-Positionen jedoch geboten wäre.

Sollte die BNetzA ihre abweichende Auffassung trotz dieses Zusammenhangs und der weiteren von den ÜNB und TransnetBW vorgebrachten Einwände aufrechterhalten, wäre aus Sicht von TransnetBW zumindest ein Abgleich zwischen den dnbK t-2 Kosten- und Erlöspositionen in den Anfangs- und Endjahren der Anreizregulierung vorzunehmen. Da die Kosten und Erlöse der Jahre 2011 bis 2026 infolge der t-2-Logik bereits vollständig innerhalb der vier Regulierungsperioden berücksichtigt und ausgeglichen wurden, würde sich ein Abgleich für den Zeitraum 2009 bis 2028 faktisch auf einen Abgleich der in den Erlösobergrenzen der Jahre 2009 und 2010 enthaltenen Beträge mit den Kosten und Erlösen der Jahre 2027 und 2028 beschränken. Eine Gegenüberstellung der entsprechenden Beträge für TransnetBW kann der Tabelle in Anlage 1 entnommen werden. Hierbei wird deutlich, dass die Aufwendungen für dnbK t-2-Sachverhalte der Jahre 2027 und 2028 die entsprechenden EOG-Beträge in den Anfangsjahren der Anreizregulierung um ein Vielfaches übersteigen.

Ohne eine sachgerechte Übergangsregelung für die dnbK t-2-Sachverhalte entstünde TransnetBW für die Kosten der Jahre 2027 und 2028 auf Basis der letzten verabschiedeten Finanzplanung eine Deckungslücke in Höhe von rund [redacted], was rd. [redacted] der geplanten regulatorisch zugestandenen Eigenkapitalverzinsung dieser beiden Jahre entsprechen würde. Ohne eine sachgerechte Übergangsregelung wäre somit eine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoangepasste Verzinsung des eingesetzten Kapitals im Sinne des § 21 Abs. 2 S. 1 EnWG nicht gewährleistet.

Frage der Behandlung von Baukostenzuschüssen bei Umstellung von t-2 auf t-0

Des Weiteren wies die BNetzA im Fachgespräch vom 29.04.2026 darauf hin, dass bei der Umstellung der Baukostenzuschüsse von t-2 auf t-0 „regelmäßig kein doppelter Abzug der BKZ für zwei Jahre“ stattgefunden hätte. Aus Sicht von TransnetBW kann auch dieses Beispiel nicht als Begründung dafür herangezogen werden, dass ein Ausgleich beim Übergang von t-2 auf t-0 nicht geboten sei.

Bei der damaligen Novellierung der ARegV im Jahr 2016 handelte es sich ebenfalls um eine dnbK-Umstellung von t-2 auf t-0. Der Verordnungsgeber hatte in diesem Fall, anders als bei den von den 4ÜNB genannten Präzedenzfällen, jedoch keine Regelung vorgesehen, die einen überlappenden Ansatz in den beiden Jahren nach der Umstellung (Ansatz für t-2 und t-0) zum Ziel gehabt hätte. Dass eine solche Regelung nicht vorgesehen wurde, dürfte darauf zurückzuführen sein, dass hierfür kein Erfordernis bestand. Anders als in den von den 4ÜNB beschriebenen Präzedenzfällen war ein überlappender Ansatz nicht erforderlich, um einen vollständigen Ausgleich von Kosten oder Erlösen, in diesem Fall die Rückerstattung erhaltener Zuschüsse, zu vollziehen. Nach § 9 ARegV waren und sind Zuschüsse linear über 20 Jahre aufzulösen. Zuschüsse, deren Auflösung im Sinne der vormals geltenden Regelung mit einem Zeitverzug von zwei Jahren in der Erlösobergrenze angesetzt wurden, wurden und werden von TransnetBW ab dem Zeitpunkt der erstmaligen Auflösung linear über 20 Jahre vollständig aufgelöst. Die Umstellung von t-2 auf t-0 hatte und hat insofern keine Auswirkung auf den Umfang der Gutbringung. Eine überlappende Auflösung im Sinne von t-2 und t-0 in den beiden ersten Erlösobergrenzen nach Inkrafttreten der Novellierung hätte hingegen dazu geführt, dass die

Auflösung nicht mehr linear über 20 Jahre, sondern mit einem zwischenzeitlich sprunghaften Anstieg über lediglich 18 Jahre erfolgt wäre.

Die Anpassung stand vielmehr im Zusammenhang mit der Einführung des Kapitalkostenaufschlags nach § 10a ARegV, welcher ebenfalls eine Anpassung der Erlösobergrenze mit t-0 vorsieht. Da Baukostenzuschüsse und Netzanschlusskostenbeiträge als Baustein in die Kalkulation des Kapitalkostenaufschlags eingehen, erschien dem Verordnungsgeber eine Angleichung an t-0 sinnvoll. Vor dem Hintergrund, dass der Verordnungsgeber bei der Einführung des Kapitalkostenaufschlags diverse Übergangsregelungen (u. a. zum Übergangssockel) erlassen hatte, ist zudem davon auszugehen, dass die Notwendigkeit von Übergangsregelungen damals intensiv gewürdigt wurde und die fehlende Regelung zum überlappenden Ansatz zweier Jahresscheiben kein Versehen war.

Im Sinne einer sachgerechten Lösung stehen wir für einen weiteren Austausch zu dieser Frage jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

[redacted]

Anlage: Abgleich dnbK t-2 Positionen der Anfangs- und Endjahre der ARegV

Vertraulich (Confidential)

TRANSNET BW

Anlage: Abgleich dnbK t-2 Positionen der Anfangs- und Endjahre der ARegV

Werte in Mio. EUR für 2027 und 2028 auf Basis der letzten verabschiedeten Finanzplanung		EOG 2009	EOG 2010	Summe Anfangsjahre (2009 und 2010)	2027	2028	Summe Endjahre (2027 und 2028)		Abgleich Anfangs- und Endjahre
§ 11 Abs. 2 ARegV	**Dauerhaft nicht beeinflussbare Kostenanteile**								
Satz 1 Nr. 3	Betriebssteuern								
Satz 1 Nr. 8b	Zahlungen an Städte oder Gemeinden nach Maßgabe von § 5 Abs. 4 StromNEV								
Satz 1 Nr. 9	Betriebliche und tarifvertragliche Vereinbarungen zu Lohnzusatz- und Versorgungsleistungen, soweit vor dem 31.12.2016 abgeschlossen								
Satz 1 Nr. 10	Betriebs- und Personalratstätigkeit								
Satz 1 Nr. 11	Berufsausbildung und Weiterbildung im Unternehmen und von Betriebskinder-tagesstätten für Kinder der im Netzbereich beschäftigten Betriebsangehörigen								
Satz 1 Nr. 12a	Forschung und Entwicklung nach Maßgabe des § 25a ARegV								
Satz 4	FSV UGAT (Ungewollter Austausch)								
Satz 4	Festlegung ITC								
§ 17 ARegV	**Anreizinstrument zur Verringerung von Engpassmanagementkosten der Übertragungsnetzbetreiber**								
Summe									