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

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 11.06.2026

BERÜCKSICHTIGUNG DER BESONDEREN FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN DER ÜBERTRAGUNGSNETZBETREIBER

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB) stehen angesichts des in den kommenden Jahren zu realisierenden, außergewöhnlich hohen Investitionsprogramms vor besonderen und bislang beispiellosen Finanzierungsanforderungen. Der Ausbau und die Transformation des Übertragungsnetzes im Zuge der Energiewende erfordern kontinuierliche Finanzierungsentscheidungen im zweistelligen Milliardenbereich und führen zu einer signifikanten Ausweitung der Kapitalbasis sowie zu einer nachhaltigen Veränderung des Risiko- und Refinanzierungsprofils der ÜNB. Diese Entwicklung sowie die erforderliche Beteiligung internationaler Kapitalgeber unterscheiden die ÜNB strukturell und in ihrer Kapitalmarktpositionierung fundamental von anderen regulierten Netzbetreibern.

Vor diesem Hintergrund kommt der sachgerechten, verlässlichen sowie international wettbewerbsfähigen Ausgestaltung der Kapitalkostenregelungen eine zentrale Bedeutung zu. Die Kapitalverzinsung prägt die Investitionsfähigkeit, die Bonität sowie die langfristige Planbarkeit der Finanzierung. Insbesondere bei ÜNB wirken sich Umfang, Dynamik und Laufzeiten der Investitionsprogramme unmittelbar auf Zins-, Refinanzierungs- und Ratingrisiken aus. Eine Regulierung, die diese Besonderheiten nicht eigenständig und explizit adressiert, birgt die Gefahr struktureller Kostenunterdeckungen und einer nachhaltigen Verschlechterung der Kapitalmarktbedingungen. Der bisherige Festlegungsentwurf, gerade mit Blick auf die Fremdkapitalkosten, steht im klaren Widerspruch zur öffentlichen Kommunikation der BNetzA: „No risks on cost of debt“[1].

Die ÜNB begrüßen ausdrücklich, dass die Bundesnetzagentur mit einer eigenen Festlegung für ÜNB die besondere Rolle und Verantwortung der ÜNB grundsätzlich anerkennt. Wir halten es für zwingend erforderlich, dass diese ÜNB-spezifische Betrachtung konsequent auch in Hinblick auf Auswahl und Parametrierung der Referenzzinsreihe für die Fremdkapitalverzinsung erfolgt. Eine bloße Übernahme oder

[1] *BNetzA-Präsentation „Bundesnetzagentur update for investors on the new regulations for electricity TSOs” vom 21.01.2026, S. 28.*

ein pauschaler Querverweis auf die für Verteil- und Fernleitungsnetzbetreiber entwickelten Vorgaben zur Bestimmung der Referenzzinsreihe wird den übertragungsnetzspezifischen Anforderungen nicht gerecht und verengt den regulatorischen Entscheidungsraum für eine sachgerechte Würdigung des besonderen ÜNB-Risikoprofils.

Wir sehen daher die Notwendigkeit, im ÜNB-Festlegungsprozess eigenständige Regelungen für den Fremdkapitalzinssatz vorzusehen. Nur so kann sichergestellt werden, dass die außergewöhnlichen Investitionsvolumina, die langfristigen Finanzierungsbedarfe und die daraus resultierenden Risiken angemessen in der Kapitalkostenregulierung abgebildet werden.

Ziel dieses Schreibens ist es daher, ergänzend zu unseren bisherigen Beiträgen in den Workshops der BNetzA und Stellungnahmen, die besondere Betroffenheit der ÜNB in strukturierter Form darzulegen und mit zusätzlichen Auswertungen zu belegen, um einen fundierten Austausch im Rahmen des Wissenschaftsdialogs am 24. Juni 2026 zu ermöglichen. Die übrigen Positionen der 4ÜNB-Stellungnahme zum Entwurf der Rahmenfestlegung behalten ihre vollumfängliche Gültigkeit.

SPEZIFISCHE BESTIMMUNG DES FREMDKAPITALZINSSATZES FÜR ÜNB ERFORDERLICH

Die Fremdkapitalkosten prägen neben der Eigenkapitalverzinsung maßgeblich das Risiko- und Refinanzierungsprofil des ÜNB und erfordern dadurch eine sorgfältige regulatorische Abwägung über die Ausgestaltung der Rahmenbedingungen. Angesichts der außergewöhnlich hohen Investitionsprogramme sind die ÜNB besonders von Zins- und Refinanzierungsrisiken betroffen; eine unzureichende Fremdkapitalkostendeckung würde Finanzierung, Rating und Planbarkeit gefährden.

Von entscheidender Bedeutung sind dabei die Regelungen zur Parametrierung der Referenzindizes, welche zur Bestimmung des kalkulatorischen Fremdkapitalzinssatzes verwendet werden. Diese müssen nicht nur die bestehenden, sondern insbesondere auch die zukünftig zu erwartenden Finanzierungsbedingungen der ÜNB in ausreichender Weise widerspiegeln.

Der Festlegungsentwurf (GBK-25-01-1#2) macht hierzu bereits konkrete Vorgaben. Tenorziffer 9.5 Satz 1 verweist auf Tenorziffer 5 der Methodenfestlegung für Verteilnetz- und Fernleitungsnetzbetreiber (GBK-25-02-3#1), wonach auch für ÜNB ein sektorspezifischer Anleiheindex mit einer Restlaufzeit von “um die 10 Jahre” heranzuziehen ist. Gemäß Tenorziffer 9.5 Satz 2 gilt für ÜNB ferner eine international einmalige Ratingadjustierung. Die sektorspezifische Reihe mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren ist aus Sicht der ÜNB nicht geeignet, um die tatsächlichen Kapitalmarktbedingungen der ÜNB abzubilden. Zudem trägt die Ratingadjustierung zu einer hohen methodischen Komplexität bei, birgt die Gefahr von Fehlanreizen und berücksichtigt die zukünftige Entwicklung bei den ÜNB unzureichend.

Im Folgenden wird zunächst empirisch dargelegt, dass mit dem aktuellen Vorschlag der BNetzA zur Fremdkapitalvergütung keine Kostendeckung möglich ist und eine ÜNB-spezifische Parametrierung der regulatorischen Fremdkapitalvergütung erfolgen muss, um den spezifischen Finanzierungsanforderungen der ÜNB gerecht zu werden.

BEI PARAMETRIERUNG NACH FESTLEGUNGSENTWURF IST BEREITS FÜR DIE VERGANGENHEIT KEINE KOSTENDECKUNG GEGEBEN

Um festzustellen, inwiefern diese Anforderungen ausreichen, die Finanzierungkosten der ÜNB abzubilden, bietet sich im ersten Schritt ein Abgleich mit den bisherigen Fremdfinanzierungen der ÜNB bzw. der Energie Baden-Württemberg AG (EnBW) an. Hierzu haben wir in Abbildung 1 den Referenzzins, wie er sich nach Vorgaben des Festlegungsentwurfs – 10 Jahre Restlaufzeit, Sektorenbeschränkung und Ratingadjustierung – stichtagskongruent ergeben würde mit der Primärmarktrendite zum Pricing Date (Tag, an dem die endgültigen Bedingungen einer neuen Anleiheemission festgelegt werden) aller seit 2017 von den ÜNB und der EnBW emittierten 40 Senior-Anleihen verglichen.[2] Es wurde für jede der emittierten Anleihen jeweils der Referenzindex gegenübergestellt, der dem Rating des Unternehmens zum Zeitpunkt der Anleiheemission vorlag. Bei einem Split-Rating wurde das arithmetische Mittel aus den Referenzreihen für Ratings mit A und BBB gebildet. Als Referenzindizes wurden sowohl der Bloomberg EUR Europe Utilities Index mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren im Ratingbereich A+ bis A- und BBB+ bis BBB- (Ticker: IGEEUA10[3] und IGEEUB10) als auch die Indizes von LSEG (London Stock Exchange Group) mit derselben Parametrierung (Ticker: AEURUTI10Y und BBBEURUTI10Y)[4] herangezogen. Die iBoxx-Indizes von Standard & Poor‘s liegen den ÜNB nicht als sektorenspezifische Variante vor und wurden daher nicht berücksichtigt.

Das erste Balkenpaar in Abbildung 1 zeigt das durchschnittliche Delta der Anleiherenditen aller 40 seit 2017 begebenen Anleihen gegenüber den ratingadjustierten Referenzindizes in Basispunkten. Die Renditen der 40 bestehenden ÜNB-Anleihen liegen dabei im Durchschnitt drei Basispunkte über den ratingadjustierten Referenzindizes von LSEG und sogar 16 Basispunkte über denen von Bloomberg. Bei Parametrierung des Fremdkapitalzinssatzes gemäß den Vorgaben des Festlegungsentwurfs wäre somit bereits für in der Vergangenheit emittierte Anleihen **keine Kostendeckung** gegeben.

[2] Bei *Multitranchen wurde ein volumengewichteter Zins ermittelt.*

[3] *Im Gutachten zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung ab der 5. Regulierungsperiode von Frontier Economics/Randl, Otto/Zechner, Josef (2025) beispielhaft genannt (S. 65).*

[4] *Die Indexreihen von LSEG sind nicht nur als „Utilities“, sondern auch als „Electric Utilities“ Varianten verfügbar.*

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 11.06.2026

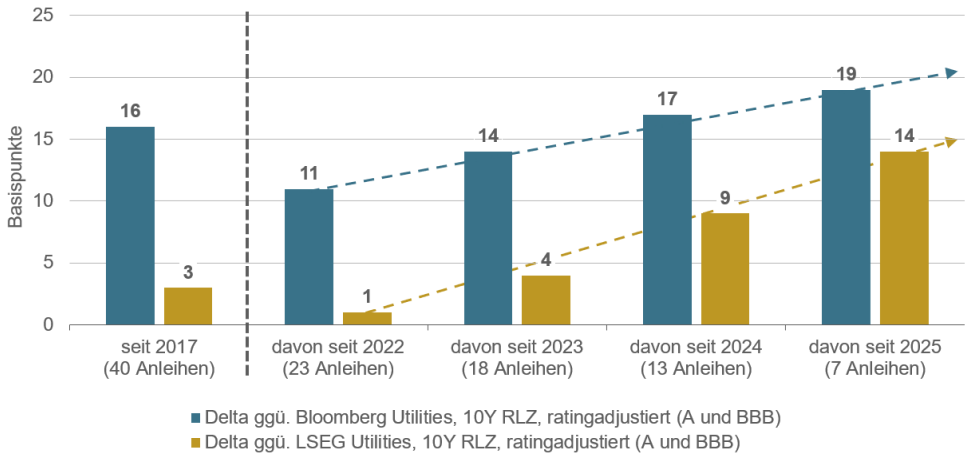


Abbildung 1: Stichtagskongruenter Vergleich (in Basispunkten) der Anleiherenditen der ÜNB mit ausgewählten Referenzindizes (jeweils als arithmetisches Mittel) zeigt wachsende Unterdeckung

FÜR ZUKÜNFTIGE EMISSIONEN WIRD DIE UNTERDECKUNG AUFGRUND STEIGENDER VOLUMINA UND RESTLAUFZEITEN WEITER ZUNEHMEN

Reduziert man nun schrittweise den Betrachtungszeitraum auf diejenigen Anleihen, welche seit 2022 (zweites Balkenpaar), seit 2023 (drittes Balkenpaar), seit 2024 (viertes Balkenpaar) und seit 2025 (fünftes Balkenpaar) begeben wurden, so zeigt sich deutlich, dass die Unterdeckung in der jüngeren Vergangenheit kontinuierlich zugenommen hat. Für seit 2025 emittierte Anleihen beträgt diese bereits 14 (LSEG) bzw. sogar 19 (Bloomberg) Basispunkte, was erhebliche Finanzierungsnachteile sowie strukturelle Kostenunterdeckungen für die ÜNB zur Folge hätte. Allein auf Basis der seit 2025 emittierten Senior-Anleihen in Höhe von 7,42 Mrd. Euro ergibt sich bei unverändertem Referenzindex eine Kostenunterdeckung in Höhe von 10 Mio. Euro (LSEG) bzw. 14 Mio. Euro (Bloomberg) pro Jahr. Dies ist – wie bereits in der Stellungnahme der ÜNB aufgezeigt – auf das stark wachsende Investitionsvolumen und den infolgedessen erheblich gestiegenen Kapitalbedarf der ÜNB zurückzuführen. Die Unterdeckung wird daher perspektivisch weiter zunehmen. Der neue Regulierungsrahmen muss sich am erwarteten Umfeld ab 2029 orientieren und dem Trend der wachsenden Unterdeckung Rechnung tragen. Ein zentrales Element ist dabei die Notwendigkeit zur Finanzierung über längere Laufzeiten als im Durchschnitt zehn Jahre.

In der Vergangenheit waren kürzere Laufzeiten für einige ÜNB aufgrund geringerer Investitionsvolumina vertretbar. Viele kurzlaufenden Tranchen werden bis 2029 ausgelaufen sein oder früh in der neuen Regulierungsperiode fällig.

Die überwiegende Emission kurzer Laufzeiten würde jedoch künftig zu erheblichen Refinanzierungsspitzen führen. Eine vorausschauende und effiziente Finanzierung erfordert daher eine Streckung des Schuldenfälligkeitsprofils durch längere

Laufzeiten, um Nachfragespitzen in Phasen begrenzter Kapitalverfügbarkeit zu vermeiden und die Stabilität der Fremdkapitalkonditionen zu sichern.

Zudem ist der sehr hohe zukünftige Kapitalbedarf nur durch die Ansprache sämtlicher relevanter Investorengruppen zu decken. Dies setzt die Emission von Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten voraus. Die ausschließliche Emission zehnjähriger Instrumente ist hierfür ungeeignet, da sie lediglich einen begrenzten Investorenkreis adressiert. Aktuelle Emissionen – etwa die Amprion-Triple-Tranche vom 07.01.2026 mit volumengewichteter Laufzeit von 13 Jahren – zeigen bereits steigende durchschnittliche Laufzeiten, wobei kurzlaufende Tranchen während der Gesamtlaufzeit nach und nach durch Tranchen mit längeren Laufzeiten ersetzt werden.

Die Fälligkeitsprofile der langfristigen Finanzierungen - hier am Beispiel des Fälligkeitsprofils der Amprion GmbH (vgl. Abbildung 2) dargestellt - machen deutlich, dass die Refinanzierungszeitpunkte und -volumina in den kommenden Jahren eng gebündelt sind und bereits aus diesem Grund zukünftig längere Laufzeiten erforderlich sind.

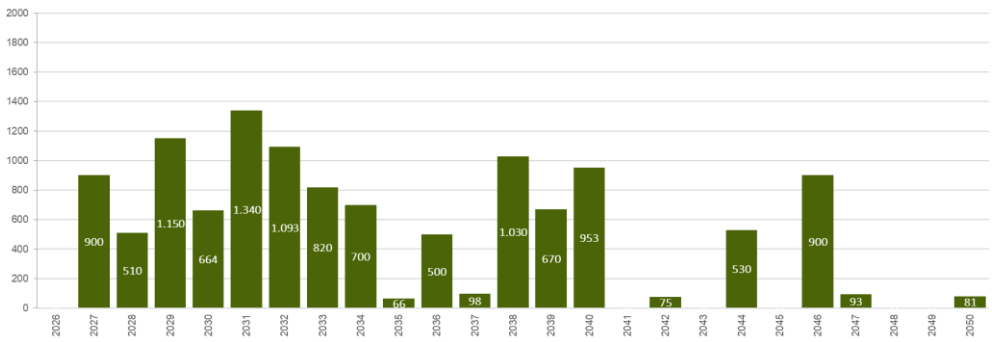


Abbildung 2: Fälligkeitsprofil der Amprion GmbH

Mit der oben genannten Anleiheemission vom 07.01.2026 hat Amprion durch die Wahl längerer Laufzeiten bereits eine Entzerrung des Fälligkeitsprofils eingeleitet, um zu vermeiden, dass innerhalb eines Jahres durch umfangreiche Umschuldungsmaßnahmen der finanzielle Handlungsspielraum für Investitionsauszahlungen eingeschränkt wird.

Dem aktuellen Entwurf des Netzentwicklungsplans 2037/2045 (2025) zufolge betragen die geplanten Investitionen der ÜNB etwa 290 Milliarden Euro bis 2037. Bis 2045 soll das Gesamtvolumen der Investitionen auf insgesamt ca. 360 bis 390 Milliarden Euro ansteigen. Die jährliche Refinanzierung fälliger Anleihen steht dabei in einem direkten Konkurrenzverhältnis zur Finanzierung dieser neuen Investitionen. Refinanzierungsspitzen in einzelnen Jahren können daher zu Einschränkung der Investitionstätigkeit führen, vor allem wenn regulatorische Vorgaben eine Beschränkung auf das Marktsegment von Anleihen mit kürzerer Laufzeit vorgeben würden.

Zur Sicherstellung der Finanzierbarkeit dieser Investitionen mittels nachhaltiger Entlastung des mittelfristigen Fälligkeitsprofils und ihrer regulatorischer Kostendeckung

ist es aus Sicht der ÜNB zwingend erforderlich, dass im neuen Regulierungssystem ein Laufzeitparameter von **15 Jahren** explizit festgelegt wird.

MANGELNDE EIGNUNG VON BVAL-ZINSKURVEN DES DATENDIENSTLEISTERS BLOOMBERG

Im von der Bundesnetzagentur beauftragten Gutachten von Frontier Economics zur Methodik der Kapitalkostenbestimmung verweisen die Gutachter im Rahmen der Ableitung des Fremdkapitalzinssatzes auf die Bloomberg-Utilities-Reihen IGEEUA10 oder IGEEUB10 als grundsätzlich denkbares Beispiel für die heranzuziehende Evidenz bzw. Datengrundlage (vgl. Frontier/Randl/Zechner (2025), S. 65).

Vor diesem Hintergrund erscheint es erforderlich, die konkrete Eignung solcher möglichen Referenzzinsreihen kritisch zu prüfen. Dies betrifft insbesondere die Frage, ob die herangezogene Zinsreihe tatsächlich die am Kapitalmarkt beobachtbaren Fremdkapitalkosten der ÜNB widerspiegelt und ob sie den im Gutachten selbst formulierten Anforderungen an Repräsentativität, Robustheit und Kontinuität genügt.

Regulierungsökonomische Grundsätze erfordern eine objektive und nachvollziehbare Abbildung der am Kapitalmarkt erzielbaren Finanzierungskosten eines repräsentativen Unternehmens. Grundsätzlich sind alle betrachteten Indizes sekundärmarktbasiert und bilden Besonderheiten des Primärmarktes bzw. Diversifizierungszuschläge z.B. für Fremdwährungen nicht ab. Für Details verweisen wir auf unsere Stellungnahme vom 30.01.2026. Von diesen Einschränkungen abgesehen, werden die Anforderungen insbesondere durch Anleiheindizes erfüllt, da sie auf einem klar definierten Universum real emittierter Anleihen beruhen, deren Auswahl- und Gewichtungsregeln öffentlich dokumentiert und konsistent angewendet werden. Anleiheindizes spiegeln die tatsächlich beobachtbaren Marktzinssätze wider, zu denen sich vergleichbare Unternehmen finanzieren.

Bei den oben genannten Bloomberg-Utilities-Reihen handelt es sich um Yield-Kurven, die den Sektor Utilities nicht vollumfassend abdecken. Die Reihen enthalten von der Eurogrid GmbH und der Amprion GmbH gar keine Anleihen und von der EnBW AG nur eine Anleihe. Dadurch bilden die BVAL-Zinskurven nicht die tatsächlich beobachtbaren Refinanzierungskosten der ÜNB ab. Dies widerspricht dem von der Bundesnetzagentur formulierten Ziel, die realen, marktaktuellen Fremdkapitalkosten der ÜNB möglichst zutreffend zu erfassen.

Vor diesem Hintergrund sollte die BNetzA alternative Referenzzinsreihen in Betracht ziehen, die den tatsächlichen Fremdkapitalkosten der ÜNB näherkommen, den relevanten Markt breiter abdecken und langfristig stabil anwendbar sind.

Die ÜNB werden im Rahmen des Termins am 24. Juni 2026 zum Thema Kapitalverzinsung im ÜNB-Regulierungsrahmen konkrete Vorschläge für gangbare Referenzzinsreihen unterbreiten.

Berlin, Dortmund, Bayreuth, Stuttgart, 11.06.2026

SPEZIFISCHE FINANZIERUNGSANFORDERUNGEN ERFORDERN EINE SPEZIFISCHE PARAMETRIERUNG FÜR ÜNB

Die Festlegung auf eine Parametrierung der regulatorischen Fremdkapitalvergütung, die absehbar dazu führen wird, dass reale Kosten der Fremdkapitalfinanzierung nicht gedeckt werden können, ist zwingend zu vermeiden. Den oben zitierten Anspruch der BNetzA “No risks on cost of debt” verfehlt der bisherige Festlegungsentwurf. Dies betrifft insbesondere die in der Methodenfestlegung zur Kapitalkostenvergütung für Verteilnetzbetreiber angelegte Restlaufzeit von 10 Jahren, wie auch die im Entwurf der Rahmenfestlegung für ÜNB angelegte Rating-Adjustierung und den Ausschluss eines Zuschlags zur Vergütung regelmäßig anfallender zusätzlicher Kostenbestandteile, welche sich implizit in den Konditionen der am Primärmarkt emittierten Anleihen niederschlagen, jedoch weder in den aufwandsgleichen Kosten noch im sekundärmarktbasierten Referenzzinssatz abgebildet sind. Hierunter fallen insbesondere Volumen-, Diversifikations- und Neuemissionszuschläge.

Um den spezifischen Finanzierungsanforderungen der ÜNB gerecht zu werden, sollte stattdessen eine ÜNB-spezifische Parametrierung der regulatorischen Fremdkapitalvergütung vorgesehen werden, die eine **Laufzeit von 15 Jahren** unterstellt. Darüber hinaus ist in Einklang mit der VNB-Regulierung und internationalen Standards ein **pauschaliertes Rating** vorzusehen. Aus den ÜNB-Spezifika ergibt sich ferner die Notwendigkeit, weitere **Zuschläge für Besonderheiten des Primärmarktes und der Diversifizierung** dem Grunde nach festzulegen. Zu diesen Aspekten verweisen wir auch noch einmal explizit auf unsere bisherigen Stellungnahmen. Die konkrete Ausgestaltung der Höhe nach könnte in spezifischen ÜNB-Methodenfestlegung geregelt werden.

Die Übertragungsnetzbetreiber begrüßen daher einen vertieften Austausch unter wissenschaftlicher Beteiligung, um die Vorschläge der ÜNB ausführlich diskutieren zu können und eine zeitnahe Klärung dieser für die Finanzierung der anstehenden Investitionen essenziellen Fragen zu ermöglichen.

Mit freundlichen Grüßen

50HERTZ TRANSMISSION GMBH

AMPRION GMBH

TENNET TSO GMBH

TRANSNET BW GMBH