An die
Bundesnetzagentur
Per E-Mail: gbk@bnetza.de

Berlin, 17. April 2025

GBK-25-01-1#2; Copenhagen Infrastructure Partners

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Gelegenheit, zu dem im Betreff bezeichneten Eckpunktepapier Stellung nehmen zu können. Bitte finden Sie dazu anliegend unsere Anmerkungen für das Projekt Tarchon-Interkonnektor. Wir halten derzeit 85 Prozent der Geschäftsanteile an dem Projekt und haben uns deshalb auf die Besonderheiten eines selbstständigen Betreibers von grenzüberschreitenden Elektrizitätsverbindungsleitungen fokussiert.

Copenhagen Infrastructure Partners P/S (CIP) ist ein globaler Fondsmanager, der seit Gründung im Jahr 2012 rund EUR 33 Milliarden institutionelles Kapital gehoben hat, um die Energiewende mit dem Ausbau von Energieinfrastruktur sowohl im Erzeugungs- als auch Übertragungsbereich zu unterstützen. CIP ist heute der weltweit größte Entwickler von erneuerbaren Energien mit einer Präsenz in über 30 Ländern und 2300 Mitarbeitern.

Im deutschen Übertragungsnetzbereich ist CIP mit mehreren Projekten vertreten:

- Seit 2014 ist CIP durch diverse Fonds Partner von TenneT GmbH in der deutschen Nordsee. Insgesamt decken unsere Investitionen fünf Offshore-Anbindungen mit insgesamt 3,7GW Kapazität ab, wobei TenneT die operative Verantwortung trägt;
- Projekt Tarchon, ein 1,4GW Interkonnektor, von dem wir derzeit 85 Prozent der Geschäftsanteile halten.

Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse enthält unsere Stellungnahme nicht. Bedenken gegen eine Veröffentlichung bestehen ebenfalls nicht.

Für einen weiteren Austausch stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Copenhagen Infrastructure Partners
Kaiser-Wilhelm-Straße 14, c/o CIP GmbH
20355 Hamburg

Copenhagen Infrastructure Partners

Stellungnahme für das Projekt Tarchon-Interkonnektor
Eckpunkte zur Festlegung eines Regulierungsrahmens für Übertragungsnetzbetreiber
GBK-25-01-1#2

Zu 2.1.1 (Plan-/Ist-Abgleich), Seite 7:
„[…] Jeder ÜNB wird mindestens einmal alle vier Jahre einer umfassenden Betriebsprüfung unterzogen. […]“
Anmerkung: Wir gehen davon aus, dass mit der avisierten besonderen Prüfroutine reguläre Übertragungsnetzbetreiber adressiert und für selbständige Betreiber grenzüberschreitender Elektrizitätsverbindungsleitungen damit keine Abweichung von der aktuellen geltenden Rechtslage verbunden ist. Allerdings ist uns das weitere regulierungsbehördliche Vorgehen gegenüber selbständigen Betreibern grenzüberschreitender Elektrizitäts-verbindungsleitungen insoweit unklar.
Begründung: Nach der aktuellen Rechtslage ist das Jährlichkeitsprinzip verknüpft mit einem Plan-/Ist-Abgleich für selbständige Betreiber grenzüberschreitender Elektrizitätsverbindungs-leitungen im Anwendungsbereich des Abschnitts 3a im Teil 3 des EnWG bereits gesetzlich vorgesehen. Nach § 28f EnWG muss dabei der jeweilige Betreiber in jedem Jahr die Feststellung der Höhe der Netzkosten von grenzüberschreitenden Elektrizitätsver-bindungsleitungen für das abgelaufene Kalenderjahr beantragen. Das beinhaltet bereits jeweils eine umfassende Prüfung der Netzkosten – anders als die im Eckpunktepapier nach unserem Verständnis vorgesehene bloße jährliche Plausibilisierung als Plan-/Ist-Abgleich mit nachfolgenden Betriebsprüfungen.
In diesem Zusammenhang ist für uns ganz allgemein das weitere Vorgehen gegenüber selbständigen Betreibern grenzüberschreitender Elektrizitätsverbindungsleitungen im Anwendungsbereich des Abschnitts 3a im Teil 3 des EnWG unklar. Das Eckpunkpapier ist nach unserem Verständnis an die vier regulären Übertragungsnetzbetreiber adressiert. Dort ist eine Rahmenfestlegung beabsichtigt, die weiter ausgefüllt wird durch Methodenfestlegungen. Ist eine eigene Rahmenfestlegung für selbständigen Betreibern grenzüberschreitender Elektrizitätsverbindungsleitungen beabsichtigt (§ 21 Abs. 3 Satz 4 Nr. 1(h) EnWG) und sollen dort die Besonderheiten für solche Infrastrukturbetreiber adressiert werden?

Zu 2.2 (Kapitalverzinsung) und **insbesondere zu 2.2.3** (Eigenkapitalzinssatz), Seite 9:
„[…] den Eigenkapitalzinssatz anders als die anderen Kostenbestandteile nicht jährlich anzupassen und abzugleichen, sondern weiterhin im Vorfeld für die Dauer der allgemeinen Regulierungsperiode festzulegen […]“
Anmerkung: Ein WACC-Ansatz, der in vielen internationalen Regulierungsregimen zur Anwendung kommt, bietet im Prinzip eine geeignete Methodik, wobei allerdings die im Eckpunktepapier vorgesehene jährliche Anpassung des Fremdkapitalkostenelements im Rahmen eines WACC-Ansatzes in jedem Fall nicht sachgerecht ist. Ausschlaggebend für die Attraktivität des deutschen Regimes für internationale Investoren werden hier sowohl die Transparenz der kalkulatorischen Methode als auch das absolute Niveau der Eigenkapitalrendite sein. Um im internationalen Wettbewerb das für den deutschem Netzausbau unbedingt notwendige Kapital anzuziehen, würden wir ein vorsteuerlichen Eigenkapitalzinssatz von 8-10% sehr stark empfehlen.

CIP
Copenhagen Infrastructure Partners

Zu 2.2 (Kapitalverzinsung) und **insbesondere zu 2.2.4** (Fremdkapitalzinssatz), Seite 9:

„Die Bundesnetzagentur beabsichtigt, eine allgemeine Methode für eine jährliche Bestimmung der Fremdkapitalkosten im WACC festzulegen. Diese Methode soll im Grundsatz auch bei den ÜNB zur Anwendung kommen. […]"

Anmerkung: Bei selbständigen Betreibern grenzüberschreitender Elektrizitätsverbindungsleitungen, sowie bei ÜNBs generell, halten wir den gegenwärtig angedachten Ansatz mit einer jährlichen Anpassung des Fremdkapitalkostenelements für nicht geeignet oder angebracht. Insbesondere bei selbständigen Betreibern grenzüberschreitender Elektrizitätsverbindungsleitungen wird eine entsprechende Regulierung die Möglichkeit einschränken, für solche singulären Anlagegüter eine Projektfinanzierung zu realisieren .

Begründung: Grenzüberschreitende Elektrizitätsverbindungsleitungen eines selbständigen Betreibers werden projektfinanziert, d. h. es ist die Aufnahme von Fremdkapital gegen den Cashflow aus einem singulären Anlagegut erforderlich, um einen erheblichen Teil der gesamten Projektkosten zu finanzieren. Dies Merkmal ist neben der strikten Fokussierung der Tätigkeit auf den Betrieb des Interkonnektors das wesentliche Unterscheidungsmerkmal gegenüber den regulären Übertragungsnetzbetreibern, die regelmäßig unternehmensfinanziert sind.
Daher können reguläre Übertragungsnetz-betreiber ihre Anlagengüter über das Anlagevermögen insgesamt jeweils wechselseitig absichern und so die Kapitalstruktur für ihr gesamtes Anlage-vermögen ausgleichen; grenzüberschreitende Elektrizitätsverbindungsleitungen eines selb-ständigen Betreibers sind singuläre Anlagegüter, die Baurisiken unterliegen und für die eine Projektfinanzierung auf Non-Recourse-Basis erfolgt.

Im Rahmen der Projektfinanzierung wird das zur Realisierung benötigte Fremdkapital im Rahmen eines wettbewerblichen Kapitalbeschaffungs-verfahrens ermittelt und langfristig über den Lebenszyklus des Projekts (regelmäßig zwischen 20 und 30 Jahren) fix gebunden. Einerseits kann so über das Beschaffungsverfahren die Kapitalmarktüblichkeit und Transparenz der Fremdkapitalverzinsung gewährleistet werden, andererseits ist für eine entsprechende Finanzierbarkeit der zentrale Aspekt, dass die Rückzahlung einschließlich der Fremdkapitalverzinsung abgesichert ist, um Unsicherheiten zu minimieren, und zwar über die Laufzeit der vertraglichen Bindung. Eine jährliche Neuermittlung einer anerkennungsfähigen Fremdkapital-verzinsung, die dann wiederum in eine pauschalierte Fremdkapitalverzinsung eingeht, stellt ein erhebliches Kapitalmarkt- und Zinsrisiko für das Projekt dar.

Dies wird zu einer Zurückhaltung bei an der Finanzierung interessierter Fremdkapitalgeber führen, was sich auf die Renditen der Eigenkapitalgeber auswirken wird. Damit ist die Finanzierbarkeit (*bankability*) und Investitionseignung beeinträchtigt.

Insbesondere führt die Verwendung von Anleihenindizes als Grundlage für die Ermittlung der jährlichen Fremdkapitalkosten für singuläre Anlagegüter naturgemäß zu einem Basisrisiko und einer nachteiligen Diskrepanz zwischen Anleihenindex und den tatsächlichen Fremdkapitalkosten, die von solchen Projekten zu Marktbedingungen aufgebracht werden können. Ein iBoxx-Index beispielsweise, der im Gutachten von Randl/Zechner als ein Element für die jährliche Bestimmung der Fremdkapitalkosten diskutiert wird, basiert in erster Linie auf Unternehmen ohne Baurisiken und ohne die mit einem singulären Anlagegut verbundenen Risiken, und impliziert auch keine andere Risikoprämie, die die tatsächliche Fremdkapitalverzinsung hinreichend mit abbilden wird. Die tatsächliche Fremdkapitalverzinsung entspricht dem idiosynkratischen Risiko des Interkonnektors und kann für einzelne Phasen variieren, um den jeweiligen Status des Anlageguts (Bauphase, früher Betrieb, langfristiger Betrieb) abzubilden, während iBoxx-Indizes eher sektorale Benchmarks darstellen. Darüber hinaus basieren iBoxx-Indizes auf einer deutlich kürzeren Laufzeit als für ein Projekt zur Finanzierung einer grenzüberschreitenden Elektrizitätsverbindungsleitung erforderlich ist und erfassen die spezifischen Anforderungen an eine Projektfinanzierung wie Barreserven, Finanzierungsauflagen, Hedging-Anforderungen und Transaktionskosten nicht vollständig.

Daher gibt es unserer Ansicht nach keine Anzeichen dafür, dass die Verwendung von Indizes die Kriterien für eine Finanzierbarkeit erfüllt und die tatsächlichen Fremdkapitalkosten werden wahrscheinlich andere sein. Aus Sicht eines Fremdkapitalgebers wie auch aus regulatorischer Sicht ist die Verwendung der projektspezifischen tatsächlichen Fremdkapitalkosten daher eindeutig vorzuziehen. Aus Sicht des Fremdkapitalgebers verbessert dies die Attraktivität des Regulierungssystems für potenzielle Kreditgeber erheblich. Diese Attraktivität kommt den Netznutzern über eine wettbewerbsfähige Fremdkapitalverzinsung zugute, die die tatsächliche Risikobereitschaft am Markt widerspiegelt. Tarchon wird das Fremdkapital in einem transparenten und wettbewerbsfähigen Verfahren beschaffen, dessen einzelnen Schritte, Meilensteine und Ergebnisse der Regulierungsbehörde mitgeteilt werden können.
Dagegen wird mit der regulatorischen Berücksichtigung einer pauschalierten Fremdkapitalverzinsung bei einer Projektfinanzierung die ausreichende Fremdkapitalbeschaffung entweder ganz scheitern oder wegen der Risiken nur zu einer erheblich höheren Verzinsung führen sowie eine höhere Eigenkapitalrendite erfordern angesichts der dann seitens der Fremdkapitalgeber zu erwartenden Zurückhaltung und Absicherungsforderungen. Demgegenüber sind aus Sicht der Projektfinanzierung gerade die Prüfung der Kapitalmarktüblichkeit bei Aufnahme des Fremdkapitals, eine entsprechende Anerkennung über die Laufzeit der Finanzierungsvereinbarung und die Refinanzierbarkeit der tatsächlichen Verzinsung die wesentlichen Vorteile der gegenwärtigen Regulierungssystematik.
Aufgrund der regulierungsbehördlichen Prüfung der Kapitalmarktüblichkeit bei Aufnahme des Fremdkapitals und der langfristigen Bindung im Rahmen der Finanzierungsvereinbarung bei einer Projektfinanzierung ist mit der gegenwärtigen Regulierungssystematik auch gerade kein höherer Aufwand für die Bundesnetzagentur verbunden. Denn eine jährliche Neubestimmung wäre nicht notwendig. Demgegenüber kann im Verfahren der Fremdkapitalbeschaffung gegenüber der Regulierungsbehörde weitreichende Transparenz hergestellt und so das Vertrauen in ein wettbewerbsfähiges Ergebnis geschaffen werden.
Zentral für die Absicherung der Finanzierbarkeit ist neben einer in der Regulierungssystematik abgesicherten Fremdkapitalverzinsung natürlich auch ein sachangemessener regulatorischer Eigenkapitalzinssatz. Dabei möchten wir festhalten, dass die bisherige Methodik nicht zu einer angemessenen und international wettbewerbsfähigen Verzinsung geführt hat. Insbesondere der derzeit angewandte CAPM-Methodik ist problematisch, da sie von einem vollständig diversifizierten Portfolio ausgeht, was für reguläre Übertragungsnetzbetreiber zutreffen mag. Da aber ein selbständiger Betreiber die grenzüberschreitende Elektrizitätsverbindungsleitung jedoch zwangsläufig solitär betreibt, unterliegt er einem erheblichen Cash-Flow Risiko. Dies bedarf besonderer Berücksichtigung.
Für Übertragungsnetzbetreiber generell ist eine jährliche Anpassung gegensätzlich zur langfristigen Finanzierung der Netze und würde falsche Anreize zur kurzfristigen Finanzierung der Übertragungsnetzbetreiber setzen, was nicht im Sinne der Netznutzer und Stromkunden wäre. Überlegenswert wäre ein auf einem durchschnittlichen historischen Ansatz basierenden, Rating-spezifischen Anleihe-Index, der das tatsächliche Rating des Übertragungsnetzbetreibers widerspiegelt. Um Zinsschwankungen schneller abzubilden sollte ein solcher Durchschnitt lediglich die letzten drei Jahre abdecken und all drei Jahre wieder aktualisiert werden.

Zu 2.3 (Schwerpunktprüfung/Effizienzanreize), Seite 9:
„Entsprechend der europarechtlichen Vorgaben sollen Anreize zur effizienten Leistungserbringung implementiert werden. […]“

Anmerkung: Für grenzüberschreitende Elektrizitätsverbindungsleitungen erscheint uns nur die Einführung eines Verfügbarkeitsbonus im Sinne einer Output-Anreizung geeignet und für bedenkenswert.
Begründung: Die Möglichkeit von wirksamen Effizienzanreizen über Partialbenchmarks oder einer Prozesskostenrechnung sehen wir aufgrund der Heterogonität der jeweils betroffenen Unternehmen nicht. Zudem ist im Falle grenzüberschreitender Elektrizitäts-verbindungsleitungen besonders zu berücksichtigen, dass ein erheblicher Anreiz für eine effiziente Leistungserbringung regelmäßig bereits durch die Verknüpfung unterschiedlicher Regulierungssysteme erreicht wird. Nach § 28f Abs. 3 EnWG unterfallen die Kosten eines solchen Projekts nur zur Hälfte der deutschen Regulierung. Im Falle des Tarchon-Interkonnektors unterliegt die andere Hälfte der Projektkosten den Regulierungsvorgaben in Großbritannien. Auf britischer Seite erwirtschaftet das Projekt in dem dort angewandten „*Cap & Floor*"-Regulierungsregime gerade mit einer möglichst effizienten Leistungserbringung seinen Gewinn. Dies wirkt sich in gleichem Maße auf die deutsche Seite aus, da insoweit insbesondere bei den Betriebskosten nicht zwischen der britischer und deutschen Seite differenziert wird, sondern diese schlicht jeweils zur Hälfte getragen werden.
Dagegen wäre es aus unserer Sicht grundsätzlich denkbar, ab Inbetriebnahme der grenzüberschreitenden Elektrizitätsver-bindungsleitung eine hohe Verfügbarkeit des Interkonnektors zur Nutzung durch die verknüpften Energiemärkte mit einem Bonus anzureizen.
Eine ex-post Beurteilung der Effizienz von Investitionen lehnen wir generell ab, da dies nicht-messbare Risiken für Investoren aufwerfen würde, die Investitionen entweder generell gefährden oder zumindest Investoren zwingen würde, weitaus höhere Renditeerwartungen zu stellen, um dieses zusätzliche Risiko zu decken. Dies entspricht nicht der Rolle der Bundesnetzagentur und liegt nicht im Interesse der Netznutzer und Stromkunden.

Zu 2.4 (Beschleunigungsanreize), Seite 10:
„Die Beschleunigung des Übertragungsnetzausbaus ist ein zentrales Anliegen der Regulierung und ist volkswirtschaftlich vorteilhaft. […]"
Anmerkung: Besondere und vor allem wirksame Beschleunigungsanreize für selbständige Betreiber bei der Errichtung und Fertigstellung einer grenzüberschreitender Elektrizitäts-verbindungsleitung halten wir nur sehr eingeschränkt für möglich. Allerdings ginge unseres Erachtens ein deutlicher Beschleunigungseffekt mit einer effizienten Nutzung von bereits im Markt vorhandener Ressourcen einher.
Ein Anreiz basierend auf Einsparungen im Bereich Redispatch finden wir konzeptuell interessant, allerdings praktisch kaum umsetzbar. Anreize zur Beschleunigung des Übertragungsnetzausbaus könnten beispielsweise durch eine zeitlich begrenzte zusätzliche Eigenkapitalprämie dargestellt werden.
Begründung: Bei der Errichtung und Inbetriebnahme einer grenzüberschreitenden Elektrizitätsverbindungsleitung können die größten Beschleunigungseffekte mit einer angemessenen und abgesicherten Refinanzierbarkeit der Investition über den Regulierungsahmen vorgaben einerseits und einem möglichst zeitnahen Bezug der benötigten Betriebsmittel andererseits erzielt werden. Mit Blick auf eine regulatorisch abgesicherte Refinanzierbarkeit verweisen wir auf unsere Darstellung zur Kapitalverzinsung oben zu Punkt **2.2** des Eckpunktepapiers. Mit Blick auf die notwendige Beschaffung von Betriebsmitteln bestehen aufgrund des sehr engen Marktes bei den Herstellern derzeit keine effektiven Beschleunigungsmöglichkeiten für einzelne Vorhabenträger und Betreiber. Hier wäre aus unserer Sicht vielmehr von behördlicher/staatlicher Seite zu überlegen, ob und inwieweit einzelne bestehende Bezugsmöglichkeiten für einen insgesamt beschleunigten Netzausbau effizient genutzt werden könnten.

Die Überlegung zu einer Anreizsetzung basierend auf Einsparungen beim Redispatch würde nur auf die vier Übertragungsnetzbetreiber zutreffen und somit unterschiedliche Verdienstmöglichkeiten schaffen, die wiederum das Kapital von Projekten, die von einem solchen Anreiz nicht profitieren könnten, abziehen würden. Ferner ist es fraglich wie eine solche Einsparung kalkuliert werden könnte, da ein Vergleich von Ist-Daten mit theoretischen Daten (eben ohne Netzausbau) nötig wäre. Es ist wahrscheinlich, dass die Kalkulationsbasis zu erheblichen Diskussionen und Streit führen würde, und daher nicht den Anreiz bringen würde, für den sie geplant war.
Weitaus einfacher umzusetzen und effektiver wäre, eine zeitliche begrenzte Prämie auf den Eigenkapitalzinssatz, die das zusätzliche Betriebsrisiko, das durch den massiven Netzausbau entsteht, zumindest temporär anerkennen würde. Das könnte es ermöglichen, mehr Kapital für den Netzausbau zu gewinnen. Eine Begrenzung auf ein oder zwei Regulierungsperioden wäre dabei denkbar.

#####