Stellungnahme zum Eckpunktepapier zur Festlegung eines Regulierungsrahmens für Übertragungsnetzbetreiber (GBK-25-01-1#2)

Canada Pension Plan Investment Board (CPP Investments) begrüßt die Initiative der Bundesnetzagentur, einen neuen Regulierungsrahmen für Stromübertragungsnetzbetreiber (ÜNB) in Deutschland zu schaffen. Als langfristiger, weltweiter Investor in Infrastruktur, einschließlich regulierter Netze, sind wir uns der entscheidenden Rolle der Übertragungsnetzbetreiber bei der Unterstützung der nationalen und EU-weiten Ziele in den Bereichen Energiesicherheit und Dekarbonisierung sowie der Bedeutung eines stabilen, verlässlichen und international wettbewerbsfähigen Regulierungsrahmens bewusst. Auch wenn wir hier nicht im Detail auf einzelne regulatorische Parameter eingehen wollen, hoffen wir doch, die wichtigsten Grundsätze und Perspektiven aufzuzeigen, wie der regulatorische Rahmen das notwendige Kapital anziehen kann, das zur Erreichung der ehrgeizigen deutschen Ausbauziele im Stromübertragungssystem erforderlich ist.

CPP Investments als globaler Infrastrukturinvestor

CPP Investments ist eine professionelle Investmentmanagement-Organisation, die den kanadischen Pensionsfond im besten Interesse von mehr als 22 Millionen Beitragszahlern und Leistungsempfängern verwaltet. Wir arbeiten unabhängig von der Regierung und haben den Auftrag, die Erträge des Fonds zu maximieren, ohne ein unangemessenes Verlustrisiko einzugehen.

Zum Stichtag 31. Dezember 2024 verfügte der kanadische Pensionsfond über ein Gesamtvermögen von 700 Mrd. C$ (ca. 470 Mrd. €) in weltweiten Anlagen, darunter öffentliche Aktien, private Aktien, festverzinsliche Wertpapiere und Sachwerte. Unser Team investiert weltweit in Infrastruktur, Energie und Immobilien und konzentriert sich auf langfristiges Wachstum und nachhaltige Wertschöpfung. Zu unseren Infrastrukturanlagen zählen auch Betreiber von Strom- und Gasnetzen in Europa sowie weltweit.

Wir investieren seit langem in Deutschland und unser Investitionsportfolio beläuft sich zum 31. Dezember 2024 auf insgesamt 57 Mrd. C$ (~38 Mrd. €). Dazu gehören eine langjährige Beteiligung an E.ON und eine kürzlich angekündigte Investition in die Elia Group, den größten Anteilseigner von 50Hertz. Wir prüfen weitere Investitionsmöglichkeiten in Deutschland, insbesondere im ÜNB-Sektor, wobei wir uns von unserer Einschätzung der relativen globalen risikoadjustierten Renditen leiten lassen. Wir sind davon überzeugt, dass unsere Fähigkeit, langfristiges und flexibles Kapital in großem Umfang zu investieren, besonders gut für das schnelle Wachstum des deutschen Übertragungsnetzsektors geeignet ist.

Die Herausforderung für das deutsche Übertragungsnetz

Um die gesetzlichen Klimaziele Deutschlands zu erreichen, sind bis 2045 Investitionen von mehr als 300 Milliarden Euro in die Stromübertragungsnetze notwendig. Dies ist das größte einzelne Netzinvestitionsprogramm in Europa und liegt weit über dem bisherigen Investitionsniveau. Gleichzeitig legen auch andere Länder weltweit eigene, beispiellose Netzinvestitionsprogramme auf, um die Versorgungssicherheit zu stärken und die Dekarbonisierung und Klimaziele zu unterstützen. Dies bedeutet, dass der deutsche Übertragungsnetzbereich in Zeiten eines verschärften internationalen Wettbewerbs um insbesondere langfristiges Kapital mehr denn je auf Fremd- und Eigenkapital angewiesen ist. Es ist daher von entscheidender Bedeutung, dass der Regulierungsrahmen so kalibriert ist, dass er eine verlässliche, stabile und wettbewerbsfähige Rendite für die von den Investoren zu tragenden Risiken bietet.

In diesem Zusammenhang ermutigen wir die Bundesnetzagentur, eine ganzheitliche Sichtweise einzunehmen und das breitere Investitionsumfeld zu berücksichtigen, anstatt sich nur auf einzelne regulatorische Parameter zu konzentrieren. Für viele Investoren, die in der Lage sind, ihr Kapital weltweit anzulegen, ist die Allokation von Mitteln in deutsche Übertragungsnetzbetreiber mit „Opportunitätskosten" verbunden, da sie diese Investition gegen andere globale Infrastrukturmöglichkeiten abwägen müssen. Daher ist es wichtig, dass der Regulierer internationale Maßstäbe heranzieht, um sicherzustellen, dass deutsche ÜNB ein attraktives Ziel für globales Kapital sind.

Eine begrüßenswerte Vereinfachung der regulatorischen Rahmenbedingungen

Grundsätzlich unterstützen wir die im Eckpunktepapier dargestellte generelle Vereinfachung des Regulierungsrahmens. Die vorgeschlagene Umstellung auf einen WACC-basierten Cost-Plus-Ansatz bietet die Chance, sich an internationalen Standards zu orientieren und gleichzeitig die Planbarkeit zu verbessern. Die einheitliche Behandlung von Onshore- und Offshore-Investitionen sowie Interkonnektoren würde den Regulierungsprozess vereinfachen und die Kohärenz zwischen den verschiedenen Anlagentypen verbessern. Eine einheitliche Cost-Plus-Regulierung würde im Vergleich zum derzeitigen anreizbasierten System mehr Vertrauen in die Ergebnisse schaffen.

Potenzielle Investoren müssen jedoch verschiedene Risikofaktoren berücksichtigen, die von der Regulierungsbehörde bei der Kalibrierung des gesamten Regulierungsrahmens im Voraus sorgfältig geprüft werden sollten. Dazu gehören das Risiko weiterer wesentlicher Änderungen des Regulierungssystems, die Ungewissheit über den künftigen Eigenkapitalbedarf und das beispiellose Ausmaß an Fremdfinanzierung, das für die Umsetzung der Investitionsprogramme erforderlich ist. Der regulatorische Rahmen muss diese Risiken im Voraus berücksichtigen, um spätere unvorhergesehene oder rückwirkende Änderungen zu vermeiden, die das Vertrauen in das Regulierungssystem untergraben könnten.

Zuverlässiges, vorhersehbares und stabiles Regulierungssystem

Aus der Sicht eines Investors muss der Regulierungsrahmen stabil, vorhersehbar und verlässlich sein. Übertragungsnetzkapazitäten sind langfristiger Natur und erfordern eine langfristige Finanzierung über mehrere Politikzyklen hinweg. Vor diesem Hintergrund unterstützen wir zwar die Absicht des Eckpunktepapiers, den Regulierungsrahmen bis mindestens 2037 festzulegen, sind jedoch der Ansicht, dass die Bundesnetzagentur noch weiter gehen könnte. Eine Anpassung des Rahmens an die gesamte Laufzeit des NEP bis 2045 ist eine logische Änderung, die die Transparenz erhöhen und das Vertrauen stärken würde, dass sich wesentliche Aspekte der Regulierung über einen signifikanten Zeithorizont nicht wesentlich ändern werden.

Wir erkennen auch an, dass eine Methode, die auf dem Vergleich von prognostizierten und tatsächlichen Kosten basiert, systembedingt zu Abweichungen führen wird, die in den Folgejahren ausgeglichen werden. Es ist jedoch wichtig, dass eine Überprüfung in zukünftigen Jahren nicht zu einer rückwirkenden Rückforderung von effizienten Kosten führt, die in der Vergangenheit entstanden sind. Eine Überprüfung alle vier Jahre, wie im Eckpunktepapier vorgeschlagen, bringt erhebliche Unsicherheiten mit sich, welches die Investitionsbereitschaft hemmen könnte, wenn die Überprüfungen nicht sorgfältig kalibriert werden. Wir würden hier ein Genehmigungssystem bevorzugen, das sich an der WasserstoffNEV orientiert.

Schließlich unterstützen wir zwar grundsätzlich Effizienz- und Beschleunigungsanreize, der Regulierungsrahmen muss aber sicherstellen, dass alle leistungsbezogenen Anpassungen klar definiert, verhältnismäßig und vorhersehbar sind. Die Vermeidung unklarer oder nicht bewertbarer Ziele ist entscheidend, um das Vertrauen der Investoren zu erhalten und unverhältnismäßige Schwankungen der erzielbaren Kapitalrenditen zu vermeiden.

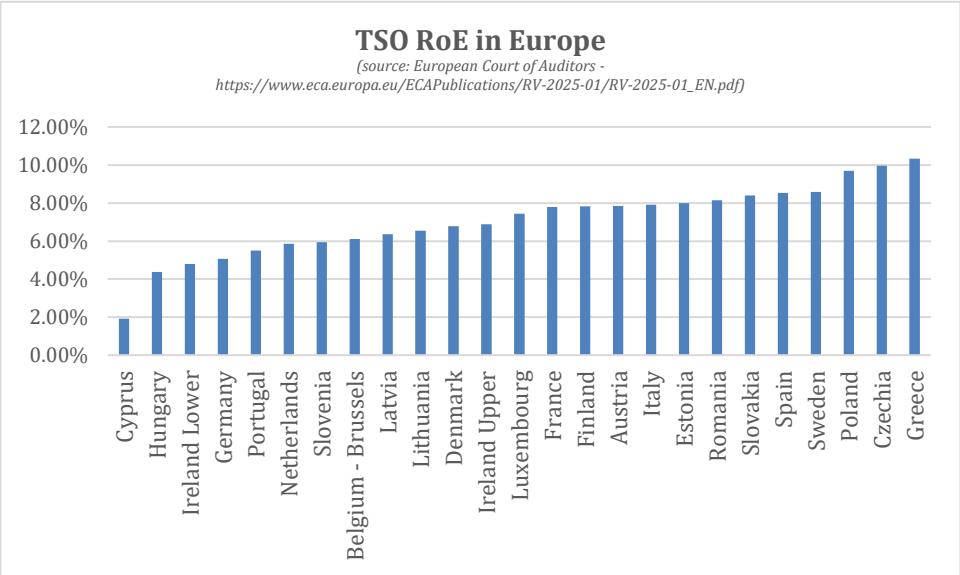
Wettbewerbsfähige risikoadjustierte Kapitalrenditen

Wir unterstützen die Einführung eines WACC-basierten Modells, das Deutschland in Einklang mit internationalen Regulierungsstandards bringt und bei richtiger Umsetzung Transparenz und effiziente Kapitalstrukturen fördern kann. Während die Prinzipien der regulatorischen Zinssätze weitgehend verstanden sind, hängen Investitionsentscheidungen von der detaillierten Ausgestaltung und Kalibrierung der Schlüsselannahmen und letztlich von der relativen Attraktivität der zulässigen Renditen im Vergleich zu internationalen Alternativen ab.

Eigenkapitalzins

Es ist von entscheidender Bedeutung, dass der Eigenkapitalzins für deutsche Übertragungsnetzbetreiber angesichts des hohen Kapitalbedarfs auf einem international attraktiven Niveau festgelegt wird. Er sollte auch dem zunehmenden globalen Wettbewerb

Kapital und der begrenzten Anzahl langfristig orientierter Investoren Rechnung tragen. Die aktuellen deutschen Renditen liegen europaweit im unteren Quartil (5,07 % gegenüber einem Durchschnitt von 7,28 %) und deutlich unter vielen globalen Alternativen. Und dies, obwohl der Sektor von Investoren verlangt, über längere Zeiträume auf Ausschüttungen zu verzichten und erhebliche Folgeinvestitionen zu tätigen. Um nachhaltige Investitionen zu



gewährleisten, sollte der Regulierer internationale Maßstäbe in seine Bewertung einbeziehen, wie es auch die StromNEV vorsieht.

Wir gehen davon aus, dass die Bundesnetzagentur beabsichtigt, eine feste Eigenkapitalverzinsung für ÜNB einzuführen, die sich an den Regulierungsperioden für VNB orientiert. Wir unterstützen das übergeordnete Ziel, einen Rahmen zu schaffen, der eine langfristige Finanzierung und fundierte Investitionsentscheidungen durch eine stabile und vorhersehbare Rendite über mehrere Regulierungsperioden ermöglicht.

Die Erfahrungen der vergangenen Regulierungsperiode (z.B. Kurzfristige Anpassungen beim Kapitalkostenaufschlag) haben gezeigt, dass die Gefahr besteht, dass keine ausreichende Flexibilität besteht, um auf veränderte Kapitalmarktbedingungen reagieren zu können. Um dem entgegenzuwirken, empfehlen wir die Aufnahme eines Mechanismus, der eine zeitnahe Anpassung der Eigenkapitalverzinsung bei signifikanten Marktbewegungen ermöglicht. Dazu könnte eine Mindestspanne zwischen Eigenkapitalrendite und Fremdkapitalkosten gehören, die dazu beiträgt, die Risiken für die Investoren zu begrenzen.

Fremdkapitalzins

Wir begrüßen den Vorschlag, eine jährliche Anpassung der Fremdkapitalkosten für Neuinvestitionen einzuführen, als konstruktiven Schritt in Richtung einer Adjustierung

derregulatorischer Rahmenbedingungen an die Marktbedingungen. Um eine dynamische Anpassung an die Kapitalmarktbedingungen zu gewährleisten, ist es wichtig, klar zwischen neuen und bestehenden Verbindlichkeiten zu unterscheiden. Bestehende Anleihen, in der Regel langfristige festverzinsliche Finanzierungsinstrumente (5-20 Jahre), unterliegen keiner rückwirkenden Anpassung und sind so strukturiert, dass das Refinanzierungsrisiko minimiert wird. Ein regulatorischer Rahmen, der kurzfristige oder variabel verzinsliche Schulden begünstigt, könnte unbeabsichtigt die Finanzierungskosten erhöhen, was letztlich die Verbraucher treffen würde.

Wir befürworten die Verwendung eines sektorspezifischen Anleiheindex, der an die Bonitätseinstufung des jeweiligen ÜNB angepasst ist, als Grundlage für den Fremdkapitalzins. Da die Bonitätseinstufungen jedoch häufig den Marktentwicklungen hinterherhinken und sich innerhalb eines Regulierungszyklus ändern können, muss die Methodik ausreichend robust sein, um diese Dynamik zu erfassen und einen nachhaltigen Zugang zu Kapital zu angemessenen Bedingungen zu gewährleisten. Darüber hinaus ist es angesichts des Umfangs der erforderlichen Investitionen und der Tatsache, dass sich die ÜNB bereits jetzt international finanzieren, nicht möglich, dieses Volumen allein auf den europäischen Kapitalmärkten zu finanzieren. Daher sollten die internationalen Fremdkapitalmärkte in die Bestimmung der angemessenen Fremdkapitalkosten einbezogen werden.

Schlussfolgerung

Wir sind der Auffassung, dass der Umfang der erforderlichen Investitionen in die deutschen Übertragungsnetzbetreiber es erforderlich macht, dass der neue Regulierungsrahmen wettbewerbsfähige, risikoadjustierte Renditen für globale Investoren bietet. In einer Welt des zunehmenden Wettbewerbs um Kapital sollte der Rahmen Einfachheit, Verlässlichkeit und Berechenbarkeit sowie attraktive Renditen für die von den Investoren zu tragenden Risiken bieten.

CPP Investments begrüßt die Möglichkeit, zum Eckpunktepapier Stellung nehmen zu können und unterstützt die Bemühungen der Bundesnetzagentur, einen modernisierten und vereinfachten Regulierungsrahmen für die Übertragungsnetzbetreiber zu schaffen. Wir unterstützen die Bemühungen der Bundesnetzagentur, ein stabiles und investitionsfreundliches Umfeld zu schaffen und werden diese Bemühungen auch in Zukunft unterstützen.

Comments on the Key Elements Paper for the Determination of a Regulatory Framework for Electricity Transmission System Operators (GBK-25-01-1#2)

Canada Pension Plan Investment Board (CPP Investments) welcomes the Bundesnetzagentur's initiative to establish a new regulatory framework for electricity transmission system operators (TSOs) in Germany. As a long-term investor in infrastructure assets around the world, including in regulated networks, we understand the critical role that TSOs play in supporting national and EU-level energy security and decarbonisation policy objectives, and the importance of a stable, reliable and internationally competitive regulatory framework. While we will not seek to address regulatory parameters in detail here, we hope to lay out key principles and perspectives on how the regulatory framework for the sector can attract the capital required to deliver Germany's ambitious electricity transmission targets.

CPP Investments as a global infrastructure investor

CPP Investments is a professional investment management organization that manages the Canada Pension Plan Fund in the best interest of more than 22 million contributors and beneficiaries. We operate autonomously from government and have a mandate to maximise returns without undue risk of loss.

At December 31, 2024, the Canada Pension Plan Fund totaled C$700 billion (~€470 billion) of global investments including public equities, private equities, fixed income, and real assets. Our real assets program invests globally in infrastructure, the energy sector, and real estate, focusing on long-term growth and sustainable value creation. Our infrastructure investments include electricity and gas transmission system operators in Europe and around the world.

We have a long track record of investing in Germany and our portfolio of investments totals C$57 billion (~€38 billion) as of December 31, 2024. This includes a long-standing investment in E.ON and a recently announced investment in Elia Group, the largest shareholder of 50Hertz. We continue to evaluate further opportunities to invest in Germany and the TSO sector in particular, guided by our assessment of relative global risk-adjusted returns. We believe our ability to deploy long-term, flexible capital at scale is particularly well-suited to the Germany transmission sector's rapid growth trajectory.

The challenge facing Germany's transmission system

Meeting Germany's legislated climate goals will require an unprecedented investment of more than €300 billion in the transmission system by 2045. This is the largest single grid investment programme in Europe and far in excess of prior levels of investment. At the same time, other countries around the world are launching their own unprecedented grid investment programmes to strengthen the security of energy supply and support decarbonization and climate targets. That means that the German transmission sector is

trying to raise more debt and equity than ever before at a time of heightened international competition for long-term capital. It is therefore essential that the regulatory framework is calibrated to deliver a reliable, stable, and competitive return for the risks investors must bear.

In that context, we encourage the Bundesnetzagentur to take a holistic view and consider the broader investment environment rather than focusing solely on individual regulatory parameters. For many investors with the ability to deploy capital globally, allocating funds to German TSOs entails an "opportunity cost", as it requires weighing this investment against other global infrastructure opportunities. It is therefore important that the regulator use international benchmarking to ensure Germany TSOs are a compelling destination for global capital.

A welcome simplification of the regulatory backdrop

In principle, we support the overall simplification of the regulatory model laid out in the Key Elements paper. The proposed transition to a WACC-based, cost-plus framework offers an opportunity to align with international norms while enhancing predictability. Consistent treatment of onshore, offshore, and interconnection costs would simplify the regulatory process and improve coherence across asset types. A uniform cost-plus regulation will deliver enhanced confidence in outcomes compared to the current incentive-based regime.

However, prospective investors must account for various risk factors, all of which should be carefully considered upfront by the regulator when calibrating the regulatory framework as a whole. These include the risk of further material changes to the regulatory regime, uncertainty around future equity requirements, and the unprecedented scale of debt financing required to deliver capital programmes. The framework must take account of these risks upfront to avoid unanticipated or retroactive changes later that could undermine confidence.

Reliable, predictable and stable regulatory system

From an investor's perspective, the regulatory framework must be stable, predictable, and reliable. Transmission assets are long term in nature and require long term funding through multiple cycles of government policymaking. With that in mind, while we support the intention outlined in the Key Elements Paper to set the regulatory framework until at least 2037, we believe the regulator could go further. Aligning the framework to the entire length of the NEP until 2045 is a logical change that would enhance transparency and give confidence that key aspects of the regime will not change materially over a meaningful time horizon.

Further, we recognise that a method based on forecast and actual costs will naturally result in variances. However, it is important that any reconciliation in future years does not result in retroactive clawbacks of efficient historically incurred costs. An audit every four years,

as proposed in the Key Elements paper, introduces significant uncertainty which could hobble investment appetite if not calibrated carefully. We would prefer an approval system here that is based on the *WasserstoffNEV*.

Finally, while we support efficiency and acceleration incentives in principle, the framework must ensure that any performance-based adjustments are clearly defined, proportionate, and predictable. Avoiding ambiguous or non-assessable targets is essential to maintain investor confidence and avoid disproportionate swings in achievable returns on capital.

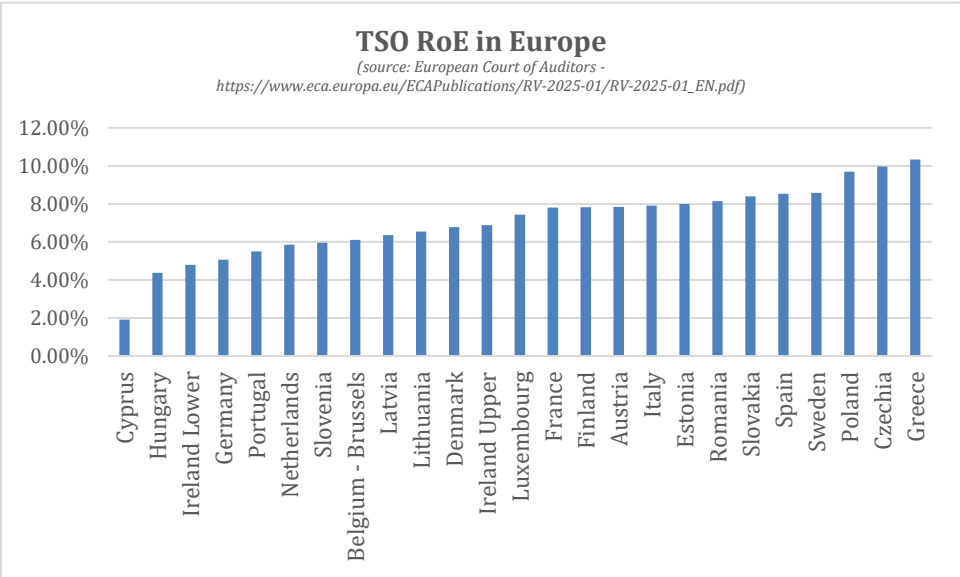
Competitive risk-adjusted return on capital

We support the adoption of a WACC-based model which brings Germany in line with international regulatory standards and, if properly implemented, can support transparency and efficient capital structures. While the principles of regulatory interest rates are broadly understood, investment decisions hinge on the detailed design and calibration of key assumptions, and ultimately the relative attractiveness of the allowed returns vs. international alternatives.

Return of Equity (RoE)

It is essential that the RoE for German TSOs is set at internationally attractive levels given the scale of capital required. It must also consider the intensifying global competition for capital and the limited pool of scale long-term investors available. Current returns are in the lower quartile across Europe (5.07% vs. a 7.28% average) and well below many global alternatives. That's despite the sector needing investors to both forego cash returns for extended periods and provide significant follow-on equity. To ensure sustained investment, the regulator must properly incorporate international benchmarks into its assessment, as stipulated under the *StromNEV*.

We understand that the Bundesnetzagentur intends to implement a fixed RoE for TSOs, aligned with the regulatory periods used for DSOs. We support the overarching aim of creating a framework that enables long-term financing and informed investment decisions



through a stable and predictable return across multiple regulatory periods. However, experience from previous regulatory periods (such as the introduction of CCA rates), has shown the risks of not allowing sufficient flexibility to respond to changing capital market conditions. To address this, we recommend incorporating a mechanism that allows for timely adjustments to the RoE in the event of material market movements. This could include a minimum spread between the return on equity and the cost of debt, helping to limit downside risks for investors.

Cost of debt (CoD)

We welcome the proposal to introduce an annual adjustment of the CoD for new investments, which is a constructive step towards aligning regulatory allowances with market conditions. To ensure the framework is effective in adapting dynamically to reflect capital market conditions, it is essential to distinguish clearly between new and existing debt. Existing borrowings, typically long-term fixed-rate instruments (5–20 years), are not subject to retroactive adjustment and are structured to minimise refinancing risk. A framework that favours short-term or floating-rate debt could unintentionally increase financing costs, ultimately affecting consumers.

We support using a sector-specific bond index, adjusted for each TSO's credit rating, as the basis for CoD. However, as credit ratings often lag behind market developments and are subject to change within a regulatory cycle, the methodology must be sufficiently robust to capture these dynamics and ensure sustained access to capital on reasonable terms. Furthermore, given the scale of required investments and that TSOs are already financing on an international level, it is not feasible to finance these volumes in European capital markets alone. Therefore, international debt capital markets should be included in the determination of an adequate cost of debt.

Conclusion

We believe the scale of investments required in German TSOs makes it essential that the new regulatory framework offers competitive risk-adjusted returns to global investors. In a world of increasing competition for capital, the framework should offer simplicity, reliability, and predictability, and a return that is attractive for the risks investors are asked to bear.

CPP Investments appreciates the opportunity to provide feedback on the Key Elements Paper and welcomes Bundesnetzagentur's efforts towards establishing a modernised and simplified regulatory framework for TSOs. We support the agency's commitment to fostering a stable and investment-friendly environment, and remain committed to supporting this effort in the future.