SWK Holding GmbH Löwentorstr. 65 70376 Stuttgart

Bundesnetzagentur
Große Beschlusskammer Energie
Tulpenfeld 4
53113 Bonn

17.04.2025

Stellungnahme des Südwest Konsortiums (SWK) zu den Eckpunkten zur Festlegung eines Regulierungsrahmens für Übertragungsnetzbetreiber (GBK-25-01#2; SWK)

Sehr geehrte Damen und Herren,

als SWK Holding GmbH bzw. als "Südwest Konsortium" (SWK) bedanken wir uns für die frühzeitige Einbeziehung in die Entwicklung eines neuen Regulierungsrahmens für die Übertragungsnetzbetreiber. Das SWK ist einer der beiden mittelbaren Minderheitsgesellschafter der TransnetBW GmbH und wir möchten im Rahmen dieser Stellungnahme gerne einige aus Investorensicht wichtige Punkte einbringen. Die SV SparkassenVersicherung Holding AG - der Initiator des SWK - ist im Übrigen zusätzlich seit über zehn Jahren mittelbar an der Amprion GmbH beteiligt.

Das SWK ist ein privat finanziertes Konsortium. Mehr als die Hälfte unserer Investoren sind Sparkassen aus Baden-Württemberg, weitere Investoren sind unter anderem die Landesbank Baden-Württemberg-Förderbank und andere institutionelle Anleger wie regionale Versicherungen. Mit unserer Minderheitsbeteiligung an der TransnetBW GmbH kommt unsere Verbundenheit zum Land Baden-Württemberg und der Wille zur Förderung der wirtschaftlichen Grundlage „im Ländle“ zum Ausdruck, insbesondere im Hinblick auf den erforderlichen Ausbau der Netzinfrastruktur als Voraussetzung für eine erfolgreiche Energiewende.

Diese Verbundenheit mit dem Land enthebt uns jedoch nicht von der Verpflichtung, die Interessen unserer Investoren und ihrer Kunden zu wahren und bei dem Mitteleinsatz auf eine marktgerechte, risikoadäquate Verzinsung zu achten. Unsere Investoren sind ihrerseits verpflichtet, ihr Kapital marktgerecht anzulegen und machen sich ggf. haftbar, wenn sie in Anlagemöglichkeiten investieren, die keine marktübliche Rendite erwirtschaften. Gemessen an der Illiquidität und den sonstigen Charakteristika von Eigenkapitalinvestments erfüllt die aktuell erzielbare Rendite diese Anforderung nicht mehr. Aus diesen Gründen erleben wir derzeit bei Investoren eine starke Zurückhaltung bezüglich der Teilnahme an den anstehenden erheblichen Kapitalmaßnahmen. Dies gilt sowohl bei unseren Bestandsinvestoren als auch bei potenziellen Neuinvestoren. Gleichzeitig sehen wir uns aber einem unerwartet starken Anstieg bei dem Finanzierungsbedarf des Netzausbaus ausgesetzt.

Wir haben erhebliche Zweifel, ob es gelingt, unter diesen Rahmenbedingungen das für den Netzaufbau erforderliche private Eigenkapital erfolgreich einzuwerben. Wir sind aber überzeugt, dass es zwingend privater Eigenmittel zur weiteren Finanzierung des Ausbaus der Übertragungsnetze zum Gelingen der Energiewende bedarf.

Umso mehr begrüßen wir die Initiative zur BNetzA zur Festlegung eines neuen Regulierungsrahmens für Übertragungsnetzbetreiber ("ÜNB"). Erlauben Sie in diesem Zusammenhang den Hinweis, dass entsprechende Veränderungen nicht erst ab der kommenden Regulierungsperiode greifen sollten, sondern möglichst zeitnah den Investoren hier „die Hand gereicht“ werden sollte. Für private Investoren ist der aktuelle Regulierungsrahmen schlichtweg nicht mehr wettbewerbsfähig. Auf Basis des aktuell vorliegenden Eckpunktepapiers ist allerdings nicht erkennbar, ob und ggf. wie sich die erforderliche Verbesserung bei der EK-Verzinsung ergibt.

Wir freuen uns, dass Sie uns die Gelegenheit geben, unsere Überlegungen und Einschätzungen im Rahmen dieser Stellungnahme nachfolgend zu erläutern und einbringen zu können und hoffen, dass wir hiermit einen Beitrag für eine marktgerechte aber auch volkswirtschaftlich gerechtfertigte Anpassung des Regulierungsrahmens leisten können. Wir möchten ausdrücklich die konzeptionelle Logik unserer Überlegungen zum Ausdruck bringen und hoffen, damit einen vielleicht anderen Blickwinkel auf die Diskussion lenken zu können.

1. **Wettbewerbsfähiger Eigenkapital-Zins**
   Vor dem Hintergrund der vor der gesamten Volkswirtschaft und den ÜNB liegenden Herausforderung der Umsetzung der Energiewende ist der Erfolg der zeitgerechten Finanzierung der erheblichen Wachstumsinvestitionen auf Ebene der ÜNB von entscheidender Bedeutung. Entsprechend ist der Einsatz privaten Kapitals zur Finanzierung des Ausbaus der Übertragungsnetze in Deutschland obligatorisch.

   Vor diesem Hintergrund ist festzuhalten, dass unsere Investoren im Speziellen aber auch Investoren im Allgemeinen auf die internationale Vergleichbarkeit und Attraktivität von Investitionen achten und für die Investition in die ÜNB begeistert werden müssen. Damit müssen diese Investitionen auch einem internationalen Vergleich hinsichtlich des Rendite-/Risikoprofils standhalten. Die EK-Investition in ein deutsches ÜNB befindet sich im Wettbewerb mit anderen Kapitalanlagen wie z.B. europäische Übertragungsnetzbetreiber oder auch internationale Infrastrukturfonds.

   Generell sind aufgrund globaler Entwicklungen Volatilität, Inflation und korrespondierende Zinssätze und Renditeerwartungen gestiegen. Der Anstieg des risikolosen Zinses und die Ausweitung der Risikoprämien in den jeweiligen Assetklassen zeigen dies. Auch der Risikoaufschlag bei einem "komplizierten" EK-Investment in ein ÜNB im Vergleich zu einer risikolosen und einfachen Anlage wie z.B. einer Bundesanleihe muss bei der Festlegung des regulatorischen EK-Zinses angemessen Berücksichtigung finden.

   Zudem führt der stark steigende Finanzierungsbedarf im Bereich der ÜNBs zu einer sinkenden Attraktivität für die Investoren, sei es durch ein zunehmendes „Klumpenrisiko“ aufgrund weiterer EK-Einlagen, oder durch einen Rückgang der Mitwirkungsmöglichkeiten in der Gesellschaft bei Aufnahme weiterer Investoren. So ist die Investition in mehrere verschiedene EK-Kapitalanlagen und/oder in

diversifizierte Infrastrukturfonds für Investoren aus dem Gesichtspunkt der Risikostreuung attraktiver als ein EK-Investment in ein einzelnes Asset wie ein ÜNB, bei dem Investoren selbst bei hohem Investitionsvolumen letztlich kaum Mitspracherechte zustehen. Auch diese Aspekte sollten bei der Festlegung der Höhe der EK-Verzinsung berücksichtigt werden.

2. **Situativ angemessene EK-Verzinsung**
   Es ist aus Investorensicht eine zeitnahe marktgerechte Anpassung des EK-Verzinsungsanspruches notwendig. Mit Blick auf die hohe Volatilität an den Finanzmärkten, welche in den kommenden Jahren voraussichtlich bestehen bleibt, sind 3- oder 5-jährige Zyklen bei der Anpassung von erzielbaren EK-Renditen nicht angemessen. Ist die Marktgerechtigkeit nicht in jedem Zeitpunkt der Investitionsentscheidungen der Investoren gegeben, wird sich das private Kapital andere Investitionsmöglichkeiten suchen. Und ein einmal investierter Euro steht dann bis auf weiteres nicht mehr zur Verfügung.

3. **Angemessener Abstand zwischen EK-Zins und FK-Zins**
   Die EK-Verzinsung muss einen ausreichenden Abstand zu Fremdkapital-Produkten ausweisen, um die Charakteristika von EK (höheres Risiko und Illiquidität) ausreichend zu berücksichtigen. Der derzeitige Abstand der EK-Verzinsung zu aktuellen Renditen bei entsprechenden Fremdkapital-Produkten ist nicht ausreichend. Dies ist z.B. zu sehen bei der über 4%igen Rendite von langlaufenden Amprion Anleihen. Momentan ist ein EK-Investment unter Berücksichtigung der Liquidität und aus Risk-Return-Perspektive nicht ausreichend attraktiv im Vergleich zu einem Fremdkapitalinvestment in ein ÜNB. Dies steht auch im Zusammenhang mit dem Punkt 2 "situativ angemessene EK-Verzinsung", da ein Auseinanderlaufen der Betrachtungszeiträume für die Festlegung der EK-Verzinsung und FK-Verzinsung zwangsläufig die Gefahr von unsachgerechten Verschiebungen beinhaltet. Wir begrüßen daher ausdrücklich die Überlegungen der BNetzA, den methodischen Rahmen zur Bestimmung des Eigenkapitalzinses weiterentwickeln zu wollen.

4. **Eckpunktepapier induziert nicht abschätzbare Risiken für die Investoren**
   Aus dem künftigen Regulierungsrahmen dürfen sich keine Belastungen für die EK-Verzinsung ergeben. Diese Gefahr sehen wir jedoch bei einigen Punkten des Eckpunktepapiers. Für Investoren ist Planungssicherheit essenziell. Neue Unwägbarkeiten stellen ein zusätzliches Risiko dar, welches Anleger in die Investmententscheidung einpreisen und welches dazu führt, dass die Renditeanforderungen der Investoren noch zusätzlich erhöht werden.

   Statt Planbarkeit und Verlässlichkeit führen die teils nur in Stichworten angedeuteten Vorstellungen der BNetzA zu latenten Risiken, die weder der Höhe noch der Eintrittswahrscheinlichkeit nach abgeschätzt werden können. Aus diesen Risiken können sich - über Jahre kumulierte - unerwarteten Ergebnisbelastung für den ÜNB ergeben – was sich ebenfalls auf die Rendite der Investoren niederschlägt.
   Dies erschwert die Bereitschaft von Investoren Eigenkapital zu investieren bzw. wird ein Investment nur erfolgen, wenn die Verzinsung für das Eigenkapital eine entsprechend hohe Risikoprämie enthält.

Wir gehen davon aus, dass Ihnen diese für Investoren problematischen Punkte bewusst sind und weisen an dieser Stelle nur beispielhaft auf die aus unserer Sicht problematischen Vorstellungen zur Betriebsprüfung (nach 5 Jahren) oder zum Output-orientierter Effizienzvergleich („Wer baut seine Netze am effizientesten aus?“) hin, die Jahre nach der Entstehung der Kosten zu einer teilweisen Nichtanerkennung in unbekanntem Umfang führen könnte.

5. **Weitere Möglichkeiten der Erhöhung der Attraktivität**
   Wir möchten außerdem darauf hinweisen, dass es auch Möglichkeiten außerhalb der energiewirtschaftsrechtlichen Regulierung gibt, um ein EK-Investment in ÜNB für Investoren attraktiver zu gestalten. So ist z.B. aktuell ein Verfahren einer bei uns investierten Sparkassen bei der BaFin anhängig aufgrund eines Antrags nach Art. 133 Abs. 5 der Eigenkapitaladäquanzverordnung (CRR III). Art. 133 Abs. 5 CRR III sieht vor, dass Institute mit vorheriger Erlaubnis der zuständigen Behörde Beteiligungsrisikopositionen, die im Rahmen staatlicher Programme zur Förderung bestimmter Wirtschaftssektoren eingegangen werden unter Einhaltung diverser Voraussetzungen mit weniger Eigenmittel unterlegen müssen. Eine Reduzierung der Eigenmittelbelastung wäre aus unserer Sicht im Hinblick auf das geringere Ausfallrisiko bei (auch mittelbaren) Investitionen in ein deutsches ÜNB im Vergleich zu anderen EK-Investments sachgerecht. Dadurch könnten Investitionsanreize in EK-Investments bei ÜNBs gesetzt werden, da eine Reduktion der Eigenmittelunterlegung auf 100% (statt 250%) für CRR-regulierte Investoren einen gravierenden Wettbewerbsvorteil im Vergleich zu anderen EK-Investmentmöglichkeiten darstellen würde. Uns ist bewusst, dass Sie hierfür nicht der zuständige Ansprechpartner sind. Dennoch möchten wir Sie auf solche - aus Ihrer Perspektive wohl eher fachfremde - Möglichkeiten hinweisen, da solche Erleichterungen die Attraktivität für Investoren steigern und damit der Finanzierung der Energiewende helfen und gleichzeitig keine Kosten beim Netznutzer oder Steuerzahler auslösen. Dies kann freilich nur ein Baustein unter vielen sein und soll unsere vorherigen Anmerkungen in keiner Weise abschwächen.

An dieser Stelle schließen wir mit dem nochmaligen Dank für die Möglichkeit zur Stellungnahme und bringen bereits an dieser Stelle unser Interesse an der weiteren Mitarbeit bei der Entwicklung des Regulierungsrahmens, insbesondere auch im Rahmen der avisierten Workshops, zum Ausdruck.

Natürlich stehen wir Ihnen gerne für Rückfragen oder auch zur Diskussion zu unseren Überlegungen zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

[redacted] [redacted]

[redacted] [redacted]