

Wissenschaftsdialog zur EK- und FK-Verzinsung für Übertragungsnetzbetreiber am
24.06.2026

Annegret Dünwald (50Hertz) 24.06.2026 09:51 • Mit der Einführung des Jährlichkeitsprinzips für Betriebskosten wird aus unserer Sicht in erster Linie ein Konstruktionsfehler des bisherigen Budgetprinzips behoben, das für die Wachstumsanforderungen der ÜNB schlicht nicht geeignet war. Wichtig ist aber: Die Intention dieser Anpassung lag nicht in einer Reduktion von Risiken, sondern in der Ermöglichung einer zeitnäheren Refinanzierung von Betriebskosten – das ist ein richtiger und wichtiger Schritt. Eine tatsächliche Risikoreduktion lässt sich aus den vorliegenden Entwürfen nicht ableiten – im Gegenteil:

Die Kombination aus neuen rückwirkenden Prüfprozessen, bislang unerprobten Benchmarking-Methoden, deren Ausweitung auf zusätzliche Kostenbereiche (inkl. Offshore und bisheriger dnbK-Positionen) sowie der Aufweichung etablierter Grundsätze der Kostenanerkennung führt aus unserer Sicht zu spürbar neuen Unsicherheiten. Hinzu kommt das Risiko, dass die Anforderungen aus dem Investitionshochlauf – insbesondere in Bezug auf Eigen- und Fremdkapitalfähigkeit – nicht hinreichend abgebildet werden.

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 09:57 • Die Vorteile durch ein Abweichen von der vorgegebenen Kapitalstruktur wird von den Gutachtern der BNetzA nicht so gesehen, wenn sie auf die Irrelevanz der Kapitalstru

24.06.2026 09:57 • ktur verweisen

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 10:31 • Zahlungsstruktur – Duration
Hohe Investitionen verbunden mit einer höheren Innenfinanzierung verschieben die Ausschüttungen und verlängern die Duration der erwarteten Zahlungen an die Eigentümer und das systematische Risiko von Investitionen. Durch die erwarteten späteren Zahlungsrückflüsse werden diese anfälliger gegenüber gesamtwirtschaftlichen Risiken und dem damit verbundenen systematischen Risiko. Es gibt eine Vielzahl von Ansätzen, die einen Einfluss auf das systematische Risiko zeigen:

- Studien zu den fundamentalen Treibern des Betafaktors von Beaver/Kettler/Scholes (Accounting Review 1970);
- Dechow, Sloan und Soliman (Review of Accounting Studies 2004) nutzen ein Residualeinkommensmodell, um Cashflows aus Buchwerten und prognostizierten Eigenkapitalrenditen abzuleiten.
- Baskin (Journal of Portfolio Management 1989) untersucht die mittels OLS-Regression den Einfluss der Dividendenpolitik auf die Aktienkursvolatilität untersucht, um ua. Durationeffekte zu belegen.
- Asset-Pricing Modelle (Brennan/Xie, JoB 2006) ua;
- Mazouz et al. (Review of Quantitative Finance and Accounting 2022) zeigen einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Dividendenausschüttung und dem systematischen Liquiditätsrisiko. Dividendenzahler weisen eine geringere Sensitivität gegenüber Marktstörungen auf, wodurch höhere Dividenden mit einem niedrigeren systematischen Risiko einhergehen.

Univ.-Prof. Dr. Burkhard Pedell 24.06.2026 10:33 • Da der Regulierer sich nicht verbindlich darauf festlegen kann, die Regulierung nicht zu ändern, nachdem die regulierten Unternehmen investiert haben, besteht ein Änderungsrisiko bzw. technisch formuliert ein

Hold-up-Risiko. Dieses ist umso höher, je weiter die erwarteten Rückflüsse in der Zukunft liegen.

Regulierungsrisiken sind zumindest teilweise systematisch. Sie sind nicht losgelöst von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung und können nicht vollständig diversifiziert werden. In zahlreichen empirischen Studien wurde der Einfluss der Ausgestaltung der Regulierung auf das systematische Risiko bestätigt. Stellvertretend seien die folgenden grundlegenden Arbeiten genannt:

- Clarke (Journal of Finance 1980)
- Norton (Journal of Law and Economics 1985)

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 10:37 • Die angeführte Rendite verweist - wie gesagt explizit gesagt - auf eine sog. Buchrendite. Eine Buchrendite (Accounting Rate of Return / ARR) ist jedoch ungeeignet, um eine ökonomische Überrendite zu messen, da sie auf vergangenheitsbezogenen, periodisierten Buchwerten und nicht auf erwarteten Zahlungsströmen basiert. Wie die Ökonomen Franklin M. Fisher und John J. McGowan (AER 1983) nachgewiesen haben, führt diese Verzerrung zu massiven systematischen Fehlern:

- Abschreibungen (z.B. lineare Abschreibung, aber auch degressive Abschreibung) spiegeln nicht den tatsächlichen wirtschaftlichen Wertverlust (ökonomische Abschreibung) von Vermögensgegenständen wider.
- Rechnungslegungsregeln (beispielsweise nicht aktivierte selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände und passivierte Rückstellungen) verzerren das eingesetzte Eigenkapital.
- Die Renditen spiegeln Unterschiede im Wachstum oder in der Bilanzstruktur wider, nicht aber die tatsächliche relative ökonomische Profitabilität.

Eine hohe Buchrendite zeigt nicht, dass ein Unternehmen ökonomische Überrenditen erzielt. Eine Buchrendite lässt keinen direkten oder verlässlichen Rückschluss auf die tatsächliche interne Rendite (IRR) oder die ökonomische Vorteilhaftigkeit zu.

Anton Burger (Compass Lexecon) 24.06.2026 10:37 • Anton Burger (Compass Lexecon): In einer Analyse für 50Hertz zur Veränderung der Risikoexposition im künftigen Regulierungsrahmen haben wir das künftige Risikoprofil eines ÜNB 2029 ff. genauer untersucht. Im Ergebnis wird klar, dass die Ausweitung des Jährlichkeitsprinzips und somit die schnellere Refinanzierung positive Effekte auf die zeitnahe Kostenwälzung haben kann. Eine signifikante Reduktion der gesamten Risikoexposition lässt sich auf Basis unserer Analysen jedoch nicht unmittelbar ableiten. Dies trifft insbesondere im Kontext von neuen noch nicht definierten Benchmarks (Partialbenchmarks, Prozesskostenanalysen, etc.), stark steigenden Investitionsvolumina, verminderter Rechtssicherheit aufgrund dem Entfall von FSVen und neuen regulatorisch verpflichtenden Aufgaben (MaBiS-Hub, Kapazitätsmarkt, etc.) zu.

Christoph Kaserer (TUM) 24.06.2026 10:42 • Es besteht wohl Einigkeit darüber, dass CAPEX-Risiken (=außergewöhnlich hoher kurzfristiger Investitionsbedarf) das Asset-Beta erhöhen können. Daher macht der ACM-Präzedenzfall absolut Sinn. Die spannende (und ungeklärte) Frage ist, wie groß ist dieser Effekt unter empirischen Gesichtspunkten. Dazu bedarf es einer vertieften Analyse. Die exemplarische Betrachtung der rollierenden 5-Jahresbetas von 5 ÜNBs (wie im Gutachten Betzer/Krüger/Stehle) erscheint mir dafür nicht ausreichend (wegen der Kürze der Zeit, in der dieses Gutachten erstellt werden musste, ist das kein Vorwurf). Ich denke, dieser Aspekt muss einer breiteren Analyse unterzogen werden.

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 10:43 • Die Modelle können an dieser Stelle nicht auf die konkrete Fragen übertragen werden, weil die Politik und die Gesellschaft nicht akzeptieren, dass die Ausschüttungen beibehalten bleiben.

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 10:44 • Im Übrigen wird nicht nur eine Ausschüttung für die alten Investoren zu zahlen, auch die jungen Aktionäre erwarten Ausschüttungen. In der Argumentation werden zwei Klassen von Eigenkapitalgebern unterstellt. Damit müssen auch unterschiedliche Eigenkapitalkosten bestimmt werden.

Yuliya Unterberg | SNB 24.06.2026 10:48 • Ich bin mit dem Sicht Herrn Betzer NICHT einverstanden.

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 10:49 • Durch die Änderungen der Regulierung besteht eine Unsicherheit. Wie oben gesagt, kann die BNetzA sich nicht binden, keine Anpassungen vorzunehmen. Das ist kein persönliches Misstrauen gegen die aktuell aktiv tätigen Personen, sondern ist "naturgegeben"

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 11:02 • Der Begriffs Präzedenz bei den internationalen Beispiele ist verkürzend, weil – vielleicht nur implizit – verlangt wird, dass die aktuellen deutschen Herausforderungen in allen Sachverhalte unter die zitierten Entscheidung zu subsumieren seien. In den NL war der hohe Investitionsbedarf explizit angeführt, auch wenn andere Kanäle angeführt werden. Ob nun konkret ein Zuschlag auf das Eigenkapital vorgenommen oder ein Zuschlag auf den WACC vorgenommen wird oder an eine Obergrenze aus einer Bandbreite gewählt wird, ist nachrangig.

Michael Eilebrecht (E.ON SE) 24.06.2026 11:06 • An diesem grad erwähnten Gutachten von Frontier mit einer Bandbreitenbestimmung für National Grid wäre ich bzw. wären wir sehr interessiert. Danke.

Christoph Kaserer (TUM) 24.06.2026 11:07 • Wie schon erwähnt, der ACM-Präzedenzfall ist aus meiner Sicht auf die 4ÜNB übertragbar: Auch hier übersteigen die geplanten Investitionen die bestehende Asset Base in einem Ausmaß, das ein erhöhtes systematisches Risiko begründet. Entscheidend ist dabei, dass eine verbindliche Investitionsentscheidung das Risiko der heutigen Investoren bereits vor dem Einsatz neuen Kapitals erhöht, da neue Investoren erst bei der späteren Kapitalerhöhung einsteigen. Der behauptete Symmetriefehler existiert nicht: Der Anstieg des Unternehmenswertes ist erst nach Durchführung der Investition relevant, das zusätzliche Risiko tragen die heutigen Investoren jedoch bereits vorher. Zum Einwand von Frontier, der Aufschlag sei allenfalls auf die Bauphase zu begrenzen: Es ist grundsätzlich richtig, dass dies ein temporärer Effekt ist. Die Investitionsprogramme der 4ÜNB erstrecken sich strukturell über mehrere Regulierungsperioden bis in die 2040er Jahre. Damit erstreckt sich die „Bauphase“ über die kommenden Jahre und auch in den Niederlanden wurde der Aufschlag nun immerhin schon für zwei Regulierungsperioden gewährt.

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 11:13 • Die Flexibilität der ÜNB ist allerdings eingeschränkt.

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 11:14 • Die aktuell gemessenen Betas werden durch vielen Faktoren bestimmt. Insoweit müssten die Effekte differenziert betrachtet werden.

Christoph Kaserer (TUM) 24.06.2026 11:15 • Wenn man wissen will, ob der CAPEX-Effekt das Beta erhöht, braucht man eine Counterfactual, also wo wären die Betas heute, wenn es

den Investitionsbedarf nicht gäbe. Die Beobachtung der Entwicklung von historischen Betas ist daher für diese Frage ohne jede Aussage.

Führer (TransnetBW) 24.06.2026 11:17 • Bezugnehmend auf den von Hr. Prof. Randl. angeführten vermeintlichen Empirischen Beweis aktuell am Markt beobachtbarer geringer Betas: Ist es nicht so, dass Betas von einer Vielzahl von Einflussfaktoren anhängig sind, die im Einzelnen genauer zu untersuchen wären, um eine solche Schlussfolgerung zu treffen?

Christoph Kaserer (TUM) 24.06.2026 11:17 • Es gibt noch weitere Beispiele von Regulierungsbehörden, die Aufschläge auf den oder einen überdurchschnittlichen WACC gewähren, um bestimmte Risiken abzudecken, die auch in Deutschland relevant sind. In Frankreich gilt ein Aufschlag in Höhe von 0,5 pp auf den Vorsteuer-WACC für Sachanlagevermögen des Übertragungsnetzbetreibers, welches mit Offshore-Anlagen zusammenhängt. Begründet wird dies explizit damit, dass der Bau von Offshore-Anlagen komplexer und risikoreicher sei als das übrige Geschäft des Netzbetreibers. In Neuseeland wird ein WACC oberhalb der Durchschnittsschätzung für das Gesamtgeschäft des ÜNB gewährt. Grund dafür scheint zu sein, dass eine zu niedrig geschätzte Kapitalverzinsung Investitionen verhindern und damit die Versorgungssicherheit gefährden könnte.

Peter Manske_TenneT_GER 24.06.2026 11:19 • Auch bei der Regulierungssystematik (Cost Plus) sind die NL zukünftig mit ÜNB in GER grundsätzlich vergleichbar. Brattle hat in seinem Gutachten für ACM zwischen diversifizierbaren und nicht diversifizierbaren Risiken unterschieden, begründet und kommt im Ergebnis zu vergleichbaren Empfehlungen wie NERA

Yuliya Unterberg | SNB 24.06.2026 11:19 • S&P: Starker Anstieg der Investitionen bei geringerer behördlicher Aufsicht in DE als in anderen Ländern. S&P beobachtet die Umsetzung des geplanten CAPEX genau.

Moodys: Sollten die Investoren die zulässigen Renditen oder Mechanismen zur Kostendeckung als unzureichend erachten, wird die Unterstützung nicht ausreichen, um die Bonität aufrechtzuerhalten. Der derzeitige regulatorische Rahmen ermöglicht es vielen Gas- und Stromnetzbetreibern, ihre Investitionen über einen Zeitraum von 20 bis 50 Jahren zu amortisieren. Analysten warnen jedoch davor, dass der Anstieg der Investitionsausgaben den Anstieg des operativen Cashflows der Netzunternehmen bei weitem übersteigt, was wiederum die auf dem Cashflow basierenden Bonitätskennzahlen schwächt.

Fitch: Investitionsoffensive und die förderliche Regulierung könnten zu einer etwas größeren Ratingtoleranz hinsichtlich der Verschuldungsquote, was den Umfang der Investitionen mit langen Amortisationszeiten widerspiegelt.

Diese Toleranz hängt vom Tempo und Umfang der Investitionen ab sowie zusätzliche Eigenkapitalzuführungen**

** - Energy Transition Drives Ratings of European Electricity Networks

Johannes Wolke (LEE) 24.06.2026 11:24 • Kann denn nicht bei jedem Unternehmen, wenn es ein Invest tätigt, der Anstieg des daraus resultierenden Cashflows den anfänglichen Investitionen hinterhinken? Wäre dann nicht die Warnung der Analysten eine Binsenweisheit und liegt in der Natur der Sache? Im Umkehrschluss würde dies ja eine grundhafte Nicht-Investition befürworten.

Yuliya Unterberg | SNB 24.06.2026 11:30 • Thames Water (ein Unternehmen in einer sehr schwierigen finanziellen Lage mit riesigen Investitionen vor sich) musste neulich von KKA

gekauft werden. KKA ist zurück von der Transition getreten nach dem der Regulierer Kovenanten zu Dividenden Auszahlung festgelegt.

Johannes Wolke (LEE) 24.06.2026 11:31 • Sind denn Risiken, die die Missachtung des Urteils des EuGH bedingen tatsächliche Risiken im Sinne der notwendigen Berücksichtigungsfähigkeit? Zumindest in einem bestehenden Rechtsrahmen muss doch eine grundhafte Vertrauenswürdigkeit anerkannt werden, um Investitionen über 20 Jahre hinweg anzufangen.

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 11:32 • Zum Erhalt des Ratings sind jährliche Eigenkapitaleinlagen erforderlich. Gleichzeitige Dividendenzahlung sind im gleichen Zeitraum nicht sinnvoll. Dies ist unter anderem im Anleiheprospekt der TenneT Germany hinterlegt (keine Dividenden bis inkl. 2029).

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 11:32 • Die Netzbetreiber haben keine Möglichkeiten Investitionen mit positiven Kapitalwert durchzuführen

Michael Eilebrecht (E.ON SE) 24.06.2026 11:33 • Diese Art von gutachterlichem Austausch hätten sich die FNB/VNB in "ihrem" NEST-Prozess mit Blick auf die Diskussion zur Methodenfestlegung zur Kapitalverzinsung auch gewünscht.

Peter Manske_TenneT_GER 24.06.2026 11:35 • Die Investoren haben die Notwendigkeit des Adders in ihren Stellungnahmen sehr deutlich hervorgehoben.

Lorenz Wieshammer (NERA) 24.06.2026 11:38 •

Andre und Stehle: Ich denke, es ist nicht zielführend die Zeit zu nutzen, um in großer Runde über einzelne Fußnoten und Quellen zu diskutieren. Die von Ihnen gesuchte Aussage findet sich aber im Abstract des Working Papers von Bansal et al.: In sum, our analysis shows that the empirical evidence in dividend strips is entirely consistent with a positively sloped term structure of dividend risk-premia as implied by standard asset pricing models.

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25690/w25690.pdf

Prof. Dr. Dirk Hachmeister 24.06.2026 11:40 • Danke für die offene Diskussion.

Eileen Hügler 24.06.2026 12:00 • Wie passt die Aussage „Kein Risiko beim FK“ mit der Tatsache zusammen, dass bei Anwendung der im Festlegungsentwurf vorgesehenen Methoden bereits heute wachsende Unterdeckungen der Fremdkapitalkosten zu erkennen sind und der aktuelle Trend eine kontinuierliche Ausweitung der Unterdeckung erwarten lässt?

Johannes Wolke (LEE) 24.06.2026 12:06 • Eher eine grundsätzliche Verständnisfrage: Wie kann es sein, dass einerseits (in der öffentlichen Diskussion) staatliche Akteure für die zurückhaltende Investitionsbereitschaft niedrige CAPEX) der vergangenen Jahre stark kritisiert wird und andererseits (u.a. seitens NERA) eben jene Zurückhaltung als "Risikominimierung" und damit als erstrebenswert (aufgrund Erhaltung "dynamischer" Reaktionsfähigkeit?) dargestellt wird? In wie weit ist denn dies auf grundlegende Infrastruktur im Stromsektor anwendbar, denn eine Alternative zur leitungsgebundenen Stromverteilung ist m.E. nicht zu erwarten. Dies ist doch eben kein Markt, dessen Nachfragesituation sich grundhaft um einen "Nokia-Moment" sorgen muss. Selbst wenn ein spontaner naturwissenschaftlicher Durchbruch wie Supraleitung bei bis zu 60°C aufträte, so beträfe dies doch ausschließlich die Leitungen und würde aufgrund dann bestehender limitierter Produktionskapazitätsbeschränkungen eh einige Jahrzehnte in der Anwendung benötigen.

Ein Ausweichen auf andere Energieträger, um die Notwendigkeit zur Treibhausgasminimierung in den verfügbaren Zeiträumen (Integral der CO₂,eq Emissionen) zu ermöglichen ist doch genauso unwahrscheinlich, wie die plötzliche vollständige Entmischung von Legierungen?

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:12 • Wie würdigt die BNetzA die Tatsache, dass die fünf größten sinnvoll vergleichbaren Emittenten in EUR im Mittel weniger als die Hälfte ihrer gesamten Fremdfinanzierung über EUR denominated Senior Anleihen decken? Die restliche Finanzierung findet vor allem durch meist teurere Fremdwährungsanleihen sowie sonstige Instrumente statt. Diese Diversifizierung ist Marktstandard bei großen Infrastruktur/Versorger-Emittenten und muss angemessen in der regulatorischen FK-Verzinsung der ÜNB berücksichtigt werden. Gerne stellen die von den ÜNB beauftragten Experten eine solche Analyse in vor. Christoph Haenschel von Morgan Stanley kann dazu gleich eine Kurzeinordnung geben.

Eileen Hügler 24.06.2026 12:12 • Wie hat die BNetzA den Umstand gewürdigt, dass langfristige Vermögensgegenstände auch langfristig finanziert werden und dies bei den größten EUR Emittenten mit entsprechend langfristigen Anlagen empirisch im gewichteten Mittel aus EUR und USD Anleihen regelmäßig ableitbar ist (>15 Jahren).

Marc Merl 24.06.2026 12:13 •

Inwiefern ist der Regulierungsrahmen für den Fremdkapitalzins auf **die erwartbare Zukunft ab 2029** ausgelegt? Der Regulierungsrahmen ab 2029 sollte die ab 2029 erwarteten Umstände abbilden. Aufgrund des in EUR beispiellosen Investitionsbedarfs der ÜNB, führt eine Vergangenheitsorientierung zu erwarteten Kostenunterdeckungen

Eileen Hügler 24.06.2026 12:14 • Exakt - es benötigt längere Laufzeiten, Diversifizierung in der Finanzierung, Volumenaufschläge etc.

Silke Schiele (Amprion) 24.06.2026 12:18 • Längere Laufzeiten in die Finanzierung aufzunehmen ist für die ÜNB unabdinglich um Refinanzierungsrisiken durch zu hohe Finanzierungsvolumina pro Jahr zu vermeiden - die durchschnittlichen RLZ werden sich bis 2029 im Vergleich zum aktuellen Zeitpunkt verlängern, dies wird schon schon in diesem Jahr zu beobachten sein!

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:14 • Inwiefern hat die BNetzA eine Analyse zur Größe des Marktes für EUR denominated Senior Unternehmensanleihen sowie die größten ausstehenden Anleihevolumen je Emittent vorgenommen. Welche Schlussfolgerungen hat die BNetzA aus einer solchen Analyse gezogen? Aus Sicht der ÜNB ist eine solche Analyse zentral, um die Besonderheiten der ÜNB mit Blick auf die hohen erwarteten Finanzierungsvolumen mit dem bereits heute beobachtbaren Verhalten von Vergleichsunternehmen und deren Fremdkapitalstrategien abzugleichen. Gerne stellen die von den ÜNB beauftragten Experten eine solche Analyse in vor. Auch dazu Verweis an Christoph Haenschel.

Silke Schiele (Amprion) 24.06.2026 12:14 • Warum hat die BNetzA entgegen der Empfehlung ihres eigenen Gutachters zum WACC keine New Issue Premium in den Festlegungsentwurf aufgenommen? Die Existenz der New Issue Premium ist wissenschaftlich unbestritten und kann vereinfacht mit dem Preisunterschied beim Kauf eines Neuwagens mit einer Tageszulassung verglichen werden. Die angemessene Erstattung der Höhe nach kann im

Rahmen der Methodenfestlegung erfolgen. Der BNetzA Gutachter zitierte zwei Quellen mit Abschätzungen von 19 bzw. 20 Basispunkten.

Eileen Hügler 24.06.2026 12:15 • Wie hat die BNetzA den „Laufzeit-Bias“ in der Festlegung von ca. 10 Jahren Laufzeit gewürdigt, wonach die volumengewichtete Gesamtlaufzeit der ausstehenden Instrumente höher ist als die volumengewichtete Gesamtlaufzeit der in den letzten 10 Jahren ausgegebenen Anleihen? Durch diesen Bias werden die ausstehenden und für den Zinsaufwand relevanten Laufzeiten systematisch unterschätzt, wenn bei der Herleitung der angemessenen Laufzeit der Referenzreihe ausschließlich auf ausgegebene Instrumente abgestellt wird. Die günstigeren Kurzläufer bleiben nicht dauerhaft im Portfolio, sondern werden zusammen mit neuen Investitionen durch ein Bündel verschiedener Laufzeiten refinanziert. Wir können dies gerne in Analysen darlegen.

Christoph Kaserer (TUM) 24.06.2026 12:20 • Die Emissionskosten bei Unternehmensanleihen sind nicht ganz unerheblich. Es scheint mir etwas merkwürdig zu sein, dass man diesen Kostenanteil, der unbestreitbar zu den FK-Kosten zählt, nicht berücksichtigt.

Eileen Hügler 24.06.2026 12:24 • In der Vergangenheit hatten die ÜNB nicht diese Capexvolumen, sodass hier das komplette Spektrum für Laufzeiten gespielt werden muss, um alle Investoren einzubeziehen - zusätzlich würde sich über kurze Laufzeiten das Refinanzierungsrisiko erhöhen, da neben neuen Investitionen zusätzlich auch Kurzläufer von Anleihen finanziert werden müssen

Silke Schiele (Amprion) 24.06.2026 12:24 • Soll auch die geeignete RLZ der Referenzzinsreihe jährlich überprüft werden?

Sebastian Blaser | TransnetBW 24.06.2026 12:27 • Das wäre auch meine Frage. Dazu müsste doch die (für alle Netzbetreiber gültige) Festlegung angepasst werden?

Bourwieg | BK8 | BNetzA 24.06.2026 12:28 • In der Tat, das ist nicht geplant.

Sebastian Blaser | TransnetBW 24.06.2026 12:31 • Wäre es dann nicht sinnvoll, hinsichtlich der Laufzeit flexibel zu bleiben (d.h. in einer späteren Einzelfestlegung zu regeln) ?

Eileen Hügler 24.06.2026 12:26 • Mit Blick auf die Laufzeiten kürzer 10 Jahre ist das Maturityprofil bei vielen ÜNB bereits gut gefüllt durch vergangene Anleihen, die in diesen Jahren auslaufen und refinanziert werden müssen. Ein Punkt den auch Investoren immer wieder berücksichtigen in Investitionsentscheidungen.

Christoph Kaserer (TUM) 24.06.2026 12:28 • Bei der Ermittlung des Vorsteuer-FK-Zinses müsste noch um den Gewerbesteuerndeckungsbeitrag nach §8 Ziff. 1 GewStG korrigiert werden.

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:28 • Auf Folie 19 schreibt die BNetzA „Derzeitige Restlaufzeiten der Anleihen guter Indikator und deutlich näher an 10 Jahren“ Die Zinssätze, die die ÜNB tragen müssen, werden in der Regel bei Ausgabe der Anleihen festgelegt und sind über die Laufzeit fixiert. Die Zinssätze werden folglich von der Gesamtlaufzeit der Instrumente bestimmt, nicht von der Restlaufzeit.

Annegret Dünnwald (50Hertz) 24.06.2026 12:29 • Die konkrete Festlegung der Reihe soll gemäß den Ausführungen der BNetzA in einer Einzelfestlegung erfolgen - Ist hiermit eine gesonderte Einzelfestlegung für die ÜNB gemeint? Wie sieht hier der Zeitrahmen aus?

Silke Schiele (Amprion) 24.06.2026 12:30 • Längere Laufzeiten in der Finanzierung sind ein MUSS und kein Anreiz. Es sollte im Interesse aller liegen, dringend zu vermeiden, dass die ÜNB in Refinanzierungsrisiken geraten, weil der Referenzzinssatz zu niedrig angesetzt ist. Wie passt das zur Aussage: kein Risiko beim FK?

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:34 • 1. Daniel Kohl / Ricardo Claußnitzer Wie hat die BNetzA die wachsenden Emissionsvolumen gewürdigt, die voraussichtlich zu Volumenaufschlägen sowie zur Notwendigkeit der Diversifizierung führen werden? Inwiefern sind konkrete empirische Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen (i) ausstehendem Volumen, (ii) Emissionsvolumen pro Jahr, (iii) Emissionsvolumen je Transaktion, (iv) Emissionsvolumen je Tranche Zinsaufschlägen gewürdigt worden? Mit Blick auf den enormen Finanzierungsbedarf der ÜNB sind diese Aufschläge als Besonderheit der ÜNB als Teil der regulatorischen FK-Verzinsung abzubilden. Gerne stellen die von den ÜNB beauftragten Experten diesbezüglich empirische Untersuchungen vor.

Klump (TransnetBW) 24.06.2026 12:34 • Bei der Festlegung der konkreten Referenzreihe ist darauf zu achten, dass die Indizes die Risiken der deutschen ÜNB widerspiegeln, was u. E. nach nicht bei allen vorhandenen Indizes der Fall ist.

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:34 • 1. Inwiefern ist sich die BNetzA der Sondersituation bei TenneT Germany bewusst, dass Finanzierungen der Vergangenheit nicht eindeutig zuordenbar sind, selbst ausgegebene Anleihen dagegen schon? Wie steht die BNetzA zur vorgeschlagenen vereinfachenden Übergangsregelung grundsätzlich die Altjahre mit 60% des Investitionsvolumens des jeweiligen Jahres zu gewichten. Zur Beschleunigung des Übergangs soll ein Wahlrecht des ÜNB eingeräumt werden, sobald der überwiegende Teil der Finanzierung eindeutig zuordenbar ist, wonach die Altjahre nach Ausübung des Wahlrechts nicht mehr in die Gewichtung eingehen und ausschließlich auf eindeutig zuordenbare Instrumente abgestellt würde?

Michael Eilebrecht (E.ON SE) 24.06.2026 12:35 • Auch einige/viele der FNB/VNB sind trotz leicht anderer Methodenfestlegung mit der gleichen Problematik konfrontiert. Auch hier hätten wir uns einen deutlich intensiveren fachlichen Diskurs mit der Behörde gewünscht, insb. in bezug auf die finale Festlegung des Durchschnittszeitraums.

Silke Schiele (Amprion) 24.06.2026 12:36 • Es wäre schön, wenn die BNetzA noch einmal auf das Thema Neuemissionsprämien eingehen könnte. Diese wurden vom BNetzA Gutachter als auch von NERA bestätigt. Warum berücksichtigt die BNetzA diese nicht in ihrem Festlegungsentwurf?

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:36 • Wie hat die BNetzA die methodischen Inkonsistenzen eines unternehmensindividuellen Ratings mit einer pauschalierten Kapitalstruktur im Rahmen des WACCs, sowie des Anreizes zum Ratingdowngrade gewürdigt?

Yuliya Unterberg | SNB 24.06.2026 12:36 • Was wird ab 2029 fehlen ist die Vorlaufzeit die zukünftige FK zu hedgen

Richard Ihlenburg | 50Hertz 24.06.2026 12:39 • Wir schätzen es sehr, dass die BNetzA den heutigen Dialog ermöglicht hat. Von Beginn an hat sie im ÜNB-Verfahren herausgestellt, dass die besondere Rolle und Verantwortung der Übertragungsnetzbetreiber einen eigenständigen Regulierungsrahmen und entsprechende Festlegungen rechtfertigen. Die beiden heute behandelten Themen sind sowohl inhaltlich komplex als auch von erheblicher

Relevanz. Umso wichtiger ist es, dass alle Beteiligten - über die schriftliche Konsultation hinaus - im direkten Austausch bleiben und die Diskussion konsequent fortsetzen. Heute konnten die Themen naturgemäß nur angerissen werden. Es sollte im Interesse aller Beteiligten liegen, diesen Dialog weiterzuführen, um eine fundierte Entscheidung sowie eine sachgerechte Ausgestaltung der Rahmen- und Methodenfestlegung für ÜNB zu ermöglichen. Ergänzend werden wir weitere Unterlagen mit neuen Erkenntnissen im Nachgang auf offiziellem Wege in das Konsultationsverfahren einbringen - bitte nicht nur für die Akte. Eine eingehende Vorstellung dieser Inhalte auf Basis von Folien wurde uns heute leider nicht gewährt. Auch vor diesem Hintergrund halten wir einen Folgetermin zu diesen zwei Themen für erforderlich.

Michael Eilebrecht (E.ON SE) 24.06.2026 12:51 • Die intensive Fachdiskussion heute hat gezeigt, dass es insb. bei der reg. Erstattung der tatsächlichen Fremdkapitalkosten mit dem selbst gesetzten Anspruch der Behörde einer Risikominimierung einige wichtige Aspekte über die bisherige Analyse hinaus zu berücksichtigen sind. Als VNB/FNB gehen wir davon aus, dass diese Punkte ebenfalls noch in der Methoden- oder spätestens in der Einzelfestlegung für VNB/FNB auch Berücksichtigung finden.

Silke Schiele (Amprion) 24.06.2026 12:40 • Wie hat die BNetzA unterjährige Schwankungen im Referenzindex und Verwerfungen zwischen dem Jahresdurchschnittswert und konkreten taggenauen Finanzierungen gewürdigt?

24.06.2026 12:40 • Wie hat die BNetzA andere Instrumente außerhalb von Anleihen wie z.B. Darlehen, Exportfinanzierungen oder Schuldscheine bei der Gewichtung des Referenzzinssatzes gewürdigt?

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:43 • Worin besteht aus Sicht der BNetzA der vermeintlich hohe Mehraufwand auf tägliche Referenzreihen abzustellen. Die ÜNB haben für die Simulationen eine simple Excel erstellt. Aus meiner persönlichen Sicht sinkt der Aufwand bzw. die Komplexität sogar bei Verwendung taggenauer Referenzwerte.

Christoph Kaserer (TUM) 24.06.2026 12:45 • Sehr interessante Veranstaltung! Kompliment!

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:45 • Taggenaue Referenzwerte reduzieren Volatilität und passen zur Maßgabe "no risks on cost of debt"

Klumpp (TransnetBW) 24.06.2026 12:47 • Ein stichtagskongruenter Abgleich vergangener Anleiheemissionen der ÜNB mit 10-jährigen Referenzindizes zeigt bereits heute Unterdeckungen. Hat die BNetzA eine derartige Analyse in Ihren Überlegungen berücksichtigt?

Daniel Kohl TenneT Germany 24.06.2026 12:49 • Die BNetzA stellt in Aussicht die Laufzeiten an die Realität anzugleichen. Über welches regulatorische Instrument wird dies sichergestellt? Wird dazu eine Öffnungsklausel in der Rahmenfestlegung ergänzt? Inwiefern können sich die ÜNB darauf verlassen, dass wirklich angepasst wird?

Fluhrer (TransnetBW) 24.06.2026 12:50 • Die Bundesnetzagentur hat in ihren Eingangsstatements zu den Workshopteilen 1 und 2 wiederholt ausgeführt, dass die vorgesehenen Anpassungen des Regulierungsrahmens eine Risikominimierung für ÜNB zum Ziel hätten. Eine entsprechende Zielsetzung kann dem Wortlaut des Festlegungsentwurfs nicht entnommen werden, ggf. wäre eine Klarstellung erforderlich. Auch aus der Systematik der im Festlegungsentwurf angelegten Regelungen selbst kann eine

solche Zielsetzung aus Sicht der ÜNB nicht geschlussfolgert werden.

Die bisherigen Regelungen zur FK-Finanzierung deuten auf Basis quantitativer Analysen, wie von Hr. Claußnitzer (Tennet) ausgeführt, darauf hin, dass für marktübliche Finanzierungen keine Kostendeckung möglich wäre.

Im OPEX-Bereich führen die Einführung von Prüfprozessen mit Wirkung in die Vergangenheit, die Einführung unbekannter und unerprobter Benchmarking-Instrumente, deren Anwendung auf eine breitere Kostenbasis (auch Offshore und bisherige dnbK-Positionen) und die Aufhebung verbindlicher Grundsätze der Kostenanerkennung (z. B. in den FSVen) zu bisher nicht vorhandenen Unsicherheiten und entsprechenden Risiken.