

VNG-POSITION

Kapitalmarktfähigere Verzinsungssätze für Gasnetzbetreiber

Die VNG AG ist im Lobbyregister für die Interessenvertretung gegenüber dem Deutschen Bundestag und der Bundesregierung eingetragen.

Registereintrag R002373

Einleitung

Die Beschlusskammer 9 der Bundesnetzagentur (BNetzA) hat am 14. August 2026 einen Festlegungsentwurf eines pauschalierten Kapitalverzinsungssatzes für Betreiber von Gasversorgungsnetzen für die fünfte Regulierungsperiode in der Anreizregulierung (BK9-26/621) („WACC-Festlegung“) veröffentlicht und die Gelegenheit zur Stellungnahme eröffnet. VNG begrüßt diese Möglichkeit und nimmt an der Konsultation des Festlegungsentwurfes gerne teil.

Perspektive der VNG

Die VNG AG ist als Energieunternehmen und Gesellschafterin der ONTRAS Gastransport GmbH unmittelbar von der Festlegung des Kapitalverzinsungssatzes betroffen. Mit ihrer strategischen Ausrichtung verfolgt VNG das Ziel, die Transformation des Energiesystems aktiv mitzugestalten und einen wesentlichen Beitrag zum Gelingen der Energiewende in Deutschland zu leisten. Hierfür plant der VNG-Konzern bis 2035 Bruttoinvestitionen von bis zu 5 Mrd. Euro, insbesondere in den Erhalt und die Weiterentwicklung der Energieinfrastruktur, den Aufbau einer Wasserstoffwirtschaft sowie die Dekarbonisierung des Energiesystems.

Einen zentralen Beitrag leistet dabei die ONTRAS als Betreiberin kritischer Infrastruktur und Akteurin beim Aufbau des Wasserstoff-Kernnetzes. Diese Investitionen erfordern langfristig verlässliche und wirtschaftlich tragfähige regulatorische Rahmenbedingungen sowie einen gesicherten Zugang zu Kapital. Die Festlegung des Kapitalverzinsungssatzes ist daher von grundlegender Bedeutung für die Investitions- und Finanzierungsfähigkeit des VNG-Konzerns.

VNG betrachtet die im Festlegungsentwurf vorgesehene Verzinsung für Erdgas-Fernleitungsnetze mit großer Sorge. Gerade vor dem Hintergrund der politisch gewollten Transformation des Energiesystems und des damit verbundenen erheblichen Investitionsbedarfs besteht die Gefahr, dass die vorgesehene Verzinsung weder den tatsächlichen Kapitalmarkterfordernissen noch dem Risiko- und Investitionsprofil der Netzbetreiber und ihrer Eigentümer ausreichend Rechnung trägt. Eine zu niedrige Kapitalverzinsung würde das Vertrauen von Eigenkapitalgebern in die BNetzA, eine adäquate Verzinsung entsprechend der gesetzlichen Vorgabe zu gewähren, beschädigen und zudem bestehende Werte der Erdgas-Fernleitungsnetze vernichten. Dieses Eigenkapital würde dann fehlen bei der Finanzierung der für die enormen Investitionen in die Energiewende notwendigen zusätzlichen Finanzmittel. Eine Festlegung der Kapitalverzinsung auf dem konsultierten Niveau gefährdet damit erheblich die rechtzeitige Umsetzung der Infrastrukturinvestitionen, sowohl der noch erforderlichen Investitionen in die Gasfernleitungsinfrastruktur als auch indirekt in die Wasserstoffinfrastruktur.

Kritik an der Methodik

Die Methodik der Zinsfestlegung weist nach wie vor inhaltliche Schwächen und Inkonsistenzen auf, welche schlussendlich in einer wesentlichen Unterschätzung der angemessenen Zinshöhe resultieren. Diese Schwächen liegen in der Herleitung des risikolosen Zinssatzes (Stichwort: Convenience Yield), der Marktrisikoprämie (Laufzeitinkonsistenz, etc.) und des Beta-Faktors (Auswahl der Peer Group & des Vergleichsindex). Zudem wird generell nur geringfügig plausibilisiert und oft nicht der gesamte Stand der Wissenschaft vollständig und umfassend abgebildet.

Das Ergebnis der Festlegung sieht einen Kapitalverzinsungssatz (WACC) vor Steuern von 3,76 % vor.

Die im Festlegungsentwurf angewandte Methodik basiert überwiegend auf historischen Durchschnittswerten und bildet damit die aktuellen sowie künftig erwarteten Finanzierungsbedingungen nur eingeschränkt ab. Für Investoren sind jedoch nicht vergangene Refinanzierungskosten maßgeblich,

sondern diejenigen Kapitalmarktkonditionen, die zum Zeitpunkt einer Investitionsentscheidung tatsächlich verfügbar sind. So wird im Festlegungsentwurf ein risikoloser Zinssatz von lediglich 1,85 % angesetzt, während vergleichbare Marktzinssätze aktuell bei rund 3,75 % liegen (Stand: September 2026). Vergleichbare Abweichungen zeigen sich auch bei den Fremdkapitalkosten. Darüber hinaus bleibt die angesetzte Marktrisikoprämie von 4,95 % deutlich unter der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,25 % bis 6,75 %. In der Gesamtschau werden die tatsächlichen Kapital- und Refinanzierungskosten damit ganz wesentlich unterschritten und die erforderlichen Renditeanforderungen von Investoren nicht angemessen berücksichtigt.

Neben den grundsätzlichen Problemen der Methodik bestehen aber auch inhaltliche Schwächen und Inkonsistenzen innerhalb der Anwendung dieser Methodik.

Eine wissenschaftlich korrekte und konsistente Herleitung innerhalb der Methodik würde bereits einen WACC der Festlegung von rund 5 % ergeben. Eine marktbasierte Stichtagsableitung würde sogar in einem WACC >6 % resultieren.

Für eine ausführliche inhaltliche Kritik an der verwendeten Methodik zur Festlegung verweisen wir auf die Stellungnahme des BDEW vom 14. September 2026.

Kritik an der Festlegungshöhe

Das Ergebnis der Festlegung sieht einen Kapitalverzinsungssatz (WACC) vor Steuern von 3,76 % vor. Dies entspricht einem WACC nach Steuern von 3,42 %. Damit liegt der Festlegungszins unterhalb aktueller Fremdkapitalzinsen und sogar unterhalb des aktuellen marktbasierten risikofreien Zinses. Dies ist ökonomisch inakzeptabel. In der Konsequenz wird kein rationaler Investor mehr in Netzinfrasturktur investieren, da er bei einer risikofreien Anlage eine höhere Rendite generieren kann. Bisherige Eigentümer an Netzbetreibern verlieren erhebliche Werte in ihren Assets, was die langfristige Refinanzierungskraft der Netzbetreiber nachhaltig beschädigt.

Ein internationaler bzw. europäischer Quervergleich unterstreicht die mangelnde Plausibilität dieser Festlegung. Der EK-I-Zins von 4,91 % nach Steuern liegt im europäischen Quervergleich an letzter Stelle und liegt mit ca. 2,2 Prozentpunkten wesentlich unterhalb des Durchschnitts. Ähnliches gilt für den WACC. Es ist nicht plausibel, weshalb Investitionen in deutsche Gasnetze signifikant risikoärmer sein sollen als Netzinvestitionen im europäischen Ausland und auch nicht risikoärmer als Investitionen in deutsche Staatsanleihen. Die Plausibilisierung, woraus diese wesentliche Abweichung resultiert, beispielsweise etwa aus methodischen Inkonsistenzen, wird allerdings im Festlegungsentwurf vermisst.

Legislative Zielvorgaben

Die WACC-Festlegung normiert einen Kapitalverzinsungssatz (WACC), welcher im Ergebnis auch nicht den legislativen Vorgaben entspricht.

Denn das europäische Recht verlangt einen Regulierungsrahmen, bei dem die Versorgungssicherheit nachhaltig gewährleistet werden kann. So statuiert Art. 78 Abs. 7 lit. a Gasbinnenmarkt-RL (RL 2024/1788), dass die von der Regierungsbehörde festgelegten Bedingungen für den Anschluss an und den Zugang zu nationalen Netzen, einschließlich der Tarife für die Übertragung und die Verteilung bzw. dessen Methoden so auszugestalten sind, dass die notwendigen Investitionen in die Netze auf eine Art und Weise vorgenommen werden können, in welcher die Lebensfähigkeit der Netze gewährleistet ist. Damit soll die langfristige Funktionsfähigkeit der Netzinfrasturktur gesichert werden. Gerade diesen Vorgaben entspricht die vorliegende WACC-Festlegung der BNetzA nicht. Denn bei einem Festlegungszins unterhalb aktueller marktbasierter risikofreier Zinssätze ist kein finanzieller Anreiz gegeben, weitere Investitionen in die

Netzinfrastruktur zu tätigen. Das könnte in weiterer Folge die Pflicht zur Wahrung der Versorgungssicherheit konterkarieren, womit den Vorgaben des Richtliniengebers nicht entsprochen wurde.

Viel eher muss die Regulierungsbehörde mit internationalen marktgerechten und wettbewerbsfähigen Rahmenbedingungen die notwendigen Anreize setzen, sodass die gerade in heutiger Zeit so notwendigen Investitionen in die Netzinfrastruktur erfolgen. Widrigenfalls wird bei fehlendem Anreiz das notwendige Kapital nicht oder nicht in ausreichendem Ausmaß zur Verfügung gestellt. Letztlich ist es Aufgabe der Regulierungsbehörde, einen konsistenten Regulierungsrahmen sicherzustellen, sodass die Netzbetreiber die Investitionen in die Netze wirtschaftlich tätigen können, und damit Netze dauerhaft lebensfähig bleiben.

Neben den europäischen Vorgaben zur Netzentgeltregulierung hat der deutsche Gesetzgeber im § 21 EnWG weitere Vorschriften normiert, denen auch nach dem Urteil des EuGH vom 02.09.2021 C-718/18 entsprochen werden müssen. Denn wie schon die allgemeinen Zielvorgaben der Regulierung in § 1 Abs. 2 EnWG vorschreiben, soll die Regulierung zur Sicherung eines langfristigen, leistungsfähigen und zuverlässigen Betriebes von Netzen dienen. Präziser beschreibt § 21 EnWG die normativen Vorgaben an die Entgeltregulierung.

So steht in § 21 Abs. 2 EnWG; „Entgelte sollen *unter Berücksichtigung von Anreizen für eine effiziente Leistungserbringung und einer angemessenen, wettbewerbsfähigen und risikoangepassten Verzinsung des eingesetzten Kapitals* gebildet werden.“ Die angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals ist zudem eine verfassungsrechtlich determinierte Vorgabe. Denn im regulierten Geschäftsbereich kann der Regulierungseingriff in die Eigentums- und Berufsfreiheit der Marktakteure nur mit dem Versprechen einer adäquaten Verzinsung in der Entgeltregulierung aufgewogen werden. Diese ist also unbedingt notwendig, um dem verfassungsrechtlichen Korrektiv gerecht zu werden. Die vorgeschlagene Verzinsung im WACC-Festlegungsentwurf verfehlt allerdings die normativen Vorgaben und stellt gerade keine angemessene, wettbewerbsfähige und risikoadäquate Verzinsung da.

Die Regulierung des Entgelts muss demnach (1) den europäischen Ansprüchen, sowie den (2) nationalen Vorgaben gerecht werden. Beides ist mit dem vorliegenden WACC-Festlegungsentwurf nicht gelungen. Der derzeit vorgeschlagene Regulierungsrahmen gewährleistet insbesondere nicht die Versorgungssicherheit, zumal damit jegliche Investitionsanreize genommen werden. So bleibt es fraglich, inwiefern und ob die gerade jetzt notwendigen Mittel für die Gasinfrastruktur von kapitalgebenden Gesellschaften bereitgestellt werden.

Die BNetzA hat bei der Ausübung ihrer behördlichen Entscheidungsbefugnis nicht zuletzt einen verlässlichen, international marktgerechten und wettbewerbsfähigen Regulierungsrahmen zu gewährleisten. Dabei muss insb. die Verzinsung so ausgestaltet sein, dass die Investitions- und Refinanzierbarkeit erhalten bleibt, und somit die Lebensfähigkeit der Netze und damit im Ergebnis die Versorgungssicherheit gesichert ist. Auf Grund dieser Vorgaben ist eine entsprechende Nachbesserung des Regulierungsrahmens unausweichlich, bzw. unbedingt notwendig.

Auswirkungen der Festlegung

Der vorgesehene WACC von 3,76 % ist langfristig schlicht nicht kapitalmarktfähig, da er keine adäquate Rendite der vorliegenden Risiken gewährt und sogar unterhalb aktueller Fremdkapitalzinsen liegt.

Die Situation wird durch den Umstand verschärft, dass dieses Problem in anderen europäischen Ländern so nicht besteht und der Zins dort eine angemessene Höhe aufweist. Darunter leidet die Attraktivität des Standortes Deutschland für Investitionen in Netzinfrastrukturen enorm.

Infrastrukturinvestoren bewerten Investitionsmöglichkeiten zunehmend im internationalen Vergleich und allokalieren Kapital dort, wo das Verhältnis von Risiko und Rendite am attraktivsten erscheint. Werden in Deutschland vergleichsweise niedrige regulierte Renditen mit erhöhten Transformations- und Regulierungsrisiken kombiniert, besteht die Gefahr, dass Investitionsmittel verstärkt in andere europäische Märkte fließen.

Die Wettbewerbsfähigkeit im Werben um Investorenkapital wird mit diesem Entwurf grundsätzlich reduziert und Kapital wird vermutlich zunehmend in andere (attraktivere) europäische Regulierungssysteme allokiert werden. Dies passiert zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt, da im Zuge der Transformation frisches Investorenkapital für den Netzausbau zwingend notwendig ist.

Bereits der Festlegungsentwurf stellt das Vertrauen der Investoren zudem auf eine harte Probe. Dies zeigen die aktuellen (negativen) Reaktionen des Kapitalmarktes auf diesen Entwurf, welche mit einer höheren Festlegung gerechnet haben. Gleichzeitig hat diese Festlegung negative Signalwirkungen auf die kommende Festlegung des Strom-WACC und auf die Festlegung für die Verzinsung von H2-Netzen.

Schlussendlich sinkt die Attraktivität von Investitionen in deutsche Netzinfrastuktur erheblich. Die von der festgelegten Kapitalverzinsung negativ abweichenden Marktzinsen wirken zu Lasten der tatsächlich erzielbaren Eigenkapitalverzinsung für Investoren. Dies führt zu einer Eigenkapitalklemme für Neuinvestitionen in deutsche Netzinvestitionen. Das wird schlussendlich die Fähigkeit zur Finanzierung der erheblichen Investitionen in die Transformation des deutschen Energiesystems massiv beschädigen. Angesichts des erheblichen Investitionsbedarfs der Energiewende würde dies die Umsetzung energiepolitischer Ziele erschweren.

Zudem werden die Investitionen in Gasnetzinfrastuktur voraussichtlich auf ein absolutes Minimum begrenzt. Leitungen würden eher stillgelegt werden statt ertüchtigt. Volkswirtschaftlich ist dies für eine resiliente Energieversorgung in Zeiten geopolitischer Unsicherheit mit sich häufenden terroristischen Anschlägen auf deutsche Infrastruktur eine fatale Fehlsteuerung. Netzredundanzen stellen gerade im Hinblick auf Netzsicherheit einen enormen Wert für den Krisenfall dar. Die Festlegung stellt auch hierfür keine hinreichenden Rahmenbedingungen dar.

Über VNG

VNG ist ein europaweit aktiver Unternehmensverbund mit über 20 Gesellschaften und rund 1.900 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern. Der Konzern mit Hauptsitz in Leipzig steht als Gasimporteur und Großhändler sowie als Betreiber von kritischer Gasinfrastruktur in den Bereichen Transport und Speicherung von Erdgas für eine sichere Energieversorgung in Deutschland.

Darüber hinaus schaffen wir mit unserem Engagement, unseren Projekten und Investitionen für einen Markthochlauf erneuerbarer und dekarbonisierter Gase wie Biogas und Wasserstoff neue Perspektiven, gestalten die Energiezukunft aktiv mit und stärken die Region. Verlässlich, nahbar und immer in Bewegung. VNG – Energie. Bewegt.