

Referentieperiode voor vaststellen reguleringsrente netbeheerders

De Autoriteit Consument en Markt stelt voor om een kortere referentieperiode te hanteren voor het vaststellen van de risicovrije rente voor het bepalen van de voor netbeheerders toegestane vergoeding voor vreemd vermogen. Door historisch lage rentestanden is het resultaat een lang aanhoudende mismatch tussen daadwerkelijke en veronderstelde kosten.

**BASTIAAN
DESSING**

Werkzaam bij PwC

**MARIJN
DAMSTRA**

Werkzaam bij PwC

**ROBERT
HAFFNER**

Werkzaam bij PwC

PAUL NILLESEN

Werkzaam bij PwC

In Nederland stelt de Autoriteit Consument en Markt (ACM, voorheen de Nederlandse Mededingingsautoriteit) de tarieven vast die gas- en elektriciteitsnetbeheerders mogen rekenen aan afnemers. Het uitgangspunt van de ACM is dat de tarieven zo worden vastgesteld dat een netbeheerder een redelijk rendement kan behalen, maar ook gestimuleerd wordt om efficiënt te werken. Een belangrijk ingrediënt van het tarief in deze kapitaalintensieve sector is het redelijke rendement op het geïnvesteerde vermogen. Dit rendement, dat eens in de drie tot vijf jaar door de ACM wordt vastgesteld, moet verschaffers van eigen en vreemd vermogen in staat stellen om een marktconform rendement te behalen op investeringen in onder andere kabels en leidingen. Het belangrijkste onderdeel van dit redelijke rendement is de vergoeding voor de kosten van vreemd vermogen zoals obligaties en bankleningen. De vergoeding voor vreemd vermogen wordt door de ACM vastgesteld aan de hand van een gemiddelde historische risicovrije rente en een gemiddelde historische *spread* op obligaties van kredietwaardige nutsbedrijven.

Een belangrijk discussiepunt bij het vaststellen van het redelijk rendement voor de periode vanaf 2014 is de vraag welke referentieperiode gebruikt zou moeten worden om de

vergoeding voor vreemd vermogen te bepalen. In de huidige financiële marktomstandigheden met historisch lage rentes heeft de keuze van de referentieperiode een aanzienlijke invloed op de vergoeding voor vreemd vermogen.

De ACM heeft door de jaren heen verschillende referentieperioden gehanteerd. In de periode 2000–2007 werd de risicovrije rente bepaald aan de hand van een vijfjaarsgemiddelde, maar vanaf 2007 is gekozen voor een kortere referentieperiode door het gemiddelde van de gemiddelde twee- en vijfjaarsrente te nemen. De argumentatie voor deze nieuwe opzet was dat een tweejarig gemiddelde het meest representatief is voor de financieringscondities in een volgende reguleringsperiode, maar dat met het betrekken van het vijfjarige gemiddelde rekening wordt gehouden met de geleidelijke herfinanciering van de financieringsportefeuille (NMa, 2008). De ACM stelt nu voor om de referentieperiode opnieuw te verkorten en uit te gaan van een gemiddelde driejaarsrentevoet vanaf 2014 (The Brattle Group, 2012; ACM, 2013). Deze nieuwe systematiek zou niet alleen voor de energienetbeheerders moeten gelden, maar ook voor de drinkwaterbedrijven en de registerloodsen.

De belangrijkste overwegingen die een rol zouden moeten spelen bij het bepalen van de lengte van de referentieperiode voor de vergoeding vreemd vermogen zijn te herleiden uit de financieringstheorie, de financieringspraktijk en ervaringen in het buitenland.

FINANCIERINGSTHEORIE

Een scala aan theorieën probeert een antwoord te geven op de vraag hoe bedrijven zich financieren. De eerste keuze die een onderneming maakt, behelst de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen, waarbij een afweging plaatsvindt tussen fiscale voordelen en financiële risico's. Deze keuze is in de literatuur frequent behandeld. Veel minder onderzoek heeft plaatsgevonden naar de tweede keuze die bedrijven moeten maken: welke looptijden worden gekozen voor de financiering van schulden.

De *agency*-theorie (Barnea *et al.*, 1980) suggereert dat met name ondernemingen met een groot groeipotentieel leningen met een kortere looptijd aan dienen te gaan en leningen met een lange looptijd moeten vermijden. Het idee is dat schulden met een lange looptijd kunnen leiden tot onderinvestering op de korte termijn omdat de aflossing van de schuld in de toekomst van invloed is op de investeringsbeslissing in het heden. Hoe dichterbij de aflossingsdatum is, des te kleiner de kans dat de houders van vreemd vermogen de investeringsbeslissing beïnvloeden. Netbeheerders hebben een laag groeipotentieel, dit duidt op financiering met een lange looptijd.

De *signalling*-theorie (Berger *et al.*, 2005) stelt dat als de looptijd van de schuldenportefolio informatie geeft over de kredietwaardigheid van een bedrijf, ondernemingen hun looptijd strategisch zullen kiezen. Een belangrijke voorwaarde voor deze theorie is echter het bestaan van een zodanige informatieasymmetrie tussen kredietverstrekker en -nemer dat de keuze van de looptijd een signalerende rol kan vervullen. Omdat netbeheerders gereguleerde partijen zijn met aanwijsbare onderpandmogelijkheden, is het de vraag of deze informatieasymmetrie voldoende aanwezig is en of de *signalling*-theorie de looptijd van het vreemd vermogen van netbeheerders kan verklaren.

De derde en meest dominante theorie is het *maturity matching*-principe dat uitgaat van een optimale looptijd van vreemd vermogen die aansluit bij de gemiddelde economische levensduur van de activa (Myers, 1977). Het idee is daarbij dat de uitgaande kasstromen ten behoeve van het vreemd vermogen een gelijke timing moeten kennen met de inkomende kasstromen die worden gegenereerd door de activa. Mocht de looptijd van het vreemd vermogen korter zijn dan de economische levensduur van de activa dan bestaat het risico dat er onvoldoende kasstromen zijn gegenereerd om de totale schuld te voldoen. Anderzijds is er een risico dat een onderneming met een restschuld blijft zitten, indien de looptijd van het vreemd vermogen langer is dan de economische levensduur van de activa. Netbeheerders hebben activa met een lange levensduur; dit duidt op financiering met een lange looptijd.

Dat het *maturity matching*-principe niet slechts een theoretische exercitie is, maar ook als zodanig in de bestuurskamer wordt toegepast is aangetoond door Brounen *et al.* (2005). In een enquête onder 313 CFO's geeft 57 procent van de Nederlandse CFO's aan dat het *maturity matching*-principe "altijd of bijna altijd" een factor is bij de keuze tussen lang- en kortlopend vreemd vermogen.

FINANCIERING IN DE PRAKTIJK

In de praktijk blijken vooral twee bedrijfseigenschappen bepalend te zijn voor het profiel van de financieringsportefeuille: de grootte van de onderneming en de ratio van materiële activa ten opzichte van totale activa. Degryse *et al.* (2009) hebben dit in een onderzoek met 130.000 jaarobservaties van Nederlandse bedrijven over de periode 2002–2005 geconstateerd. De grootte van een onderneming kan van invloed zijn op de risicoperceptie van een kredietverstrekker. Grotere ondernemingen worden gepercipieerd als minder risicovol en hebben daarmee makkelijker toegang tot langlopend vreemd vermogen. Een hoge ratio van materiële activa kan duiden op meer onderpandmogelijkheden voor een onderneming bij

het aantrekken van vreemd vermogen. Netbeheerders zijn in Nederland doorgaans geen kleine ondernemingen. Het bezit van de infrastructuur leidt tot een hoge ratio van materiële activa ten opzichte van de totale activa. Op basis van dit onderzoek valt te verwachten dat netbeheerders een financieringsportefeuille hebben met een relatief lange looptijd.

De derde en meest dominante theorie is het maturity matching-principe dat uitgaat van een optimale looptijd van vreemd vermogen die aansluit bij de gemiddelde economische levensduur van de activa

Een analyse van de schuldenportefeuille van een groep van achttien internationale netwerkondernemingen die door de ACM doorgaans als referentie wordt gebruikt, laat een gemiddelde resterende looptijd zien van ongeveer tien jaar. Dit is een vrij lange looptijd die aansluit bij de verwachting. Het *maturity matching*-principe kan hierbij zeker een rol hebben gespeeld, al zou in dat licht zelfs een nog langere gemiddelde looptijd verwacht mogen worden. Netbeheerders bezitten immers activa die een initiële levensduur kunnen hebben van vijftig jaar of meer. Het valt niet met zekerheid te zeggen waarom netbeheerders geen langere resterende looptijd van het vreemd vermogen hebben, al is het aannemelijk dat de oorzaak hiervan gezocht moet worden in de beperkte beschikbaarheid van zeer lang lopende leningen in de kapitaalmarkt.

BUITENLANDSE TOEZICHTHOUDERS

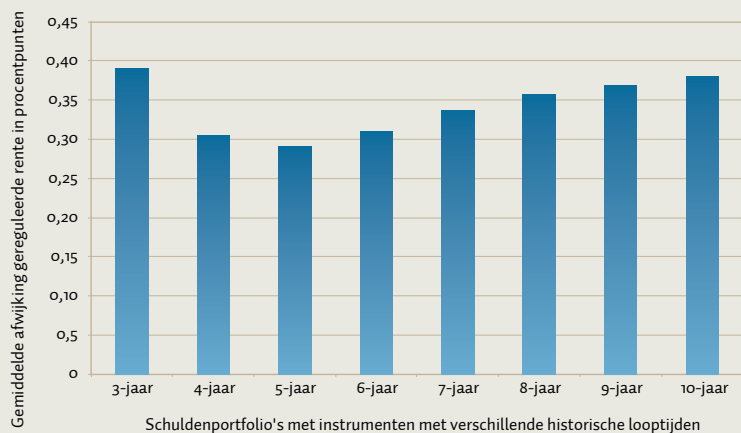
Buitenlandse toezichthouders blijken in veel gevallen te kiezen voor relatief langere referentieperioden om gereguleerde ondernemingen en hun investeerders een stabiel en voorspelbaar rendement te kunnen bieden. OFGEM, de Britse toezichthouder op de gas- en elektriciteitsmarkt, baseert de vergoeding voor vreemd vermogen op een tienjarig gemiddelde (OFGEM, 2011). BNetzA, de Duitse energietoezichthouder, hanteert ook een tienjarige referentieperiode en heeft zelfs besloten om in het licht van de huidige lage rentestanden zeventig basispunten toe te voegen aan de marktrisicopremie (BNetzA, 2011). De AER, de toezichthouder in Australië, is recentelijk op de vingers getikt voor de lage tarieven die voortvloeiden uit een korte referentieperiode, en is door de rechter gesommeerd om in het vervolg een langere referentieperiode te hanteren (AER, 2012). Ook in vergelijking met andere buitenlandse toezichthouders is een drierjarige referentieperiode relatief kort.

GEVOLGEN VERKORTING REFERENTIEPERIODE

Netbeheerders die (her)financieringsrisico's wensen te beperken, moeten ervoor zorgen dat het verschil tussen de door de

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Gemiddelde afwijking rente per schuldenportfolio **FIGUUR 1**



ACM vastgestelde vergoeding voor vreemd vermogen en de werkelijke rentekosten zo klein mogelijk is. Dit kunnen zij doen door de looptijd van de leningen zodanig aan te passen dat deze aansluit bij het driejaarsgemiddelde dat de ACM hanteert. Hierbij is een moeilijkheid dat de ACM de rentevergoeding niet jaarlijks aanpast maar doorgaans eens in de drie jaar. Als gevolg hiervan wordt de vergoeding om de drie jaar aangepast, waarna de tarieven geleidelijk gedurende drie jaar worden aangepast aan de nieuwe vastgestelde rentevergoeding. Bedrijven herfinancieren zich echter minimaal jaarlijks en vaak meerdere keren per jaar.

Om de optimale leningenportefeuille te bepalen die nodig is om de rentevergoeding die de ACM vaststelt zo goed

mogelijk te 'matchen' is een groot aantal renteveranderingen gesimuleerd, waarvan de uitkomsten zijn weergegeven in figuur 1. Om tot de simulatie te komen is uitgegaan van een gemiddelde risicovrije rentevoet van drie procent en een standaarddeviatie van de rentevoet van één procentpunt. Renteveranderingen vinden alleen jaarlijks plaats en niet gedurende het jaar. Tot slot is aangenomen dat de herfinanciering van de schuldenportfolio plaatsvindt in gelijke delen.

De figuur toont schuldportfolio's met een verschillende historische looptijd (horizontale as) en de gemiddelde afwijking van de renterentevergoeding die de ACM zou vaststellen op basis van een historisch driejaarsgemiddelde (verticale as). Te zien is dat de daadwerkelijke rente van de schuldenportfolio de gereguleerde rente het meest benadert bij het afsluiten van een combinatie van schuldinstrumenten met een looptijd van vier tot vijf jaar. De gemiddeld resterende looptijd is dan 2 tot 2,5 jaar. Kortere of langere looptijden sluiten aanzienlijk minder goed aan bij de gereguleerde vergoeding. Met een dergelijke looptijd kan de gereguleerde rente slechts worden benaderd; een complete gelijkenschakeling is niet mogelijk. Dit komt omdat de gereguleerde rente elke drie jaar wordt vastgezet voor de komende reguleringsperiode.

IMPACT KORTERE REFERENTIEPERIODE

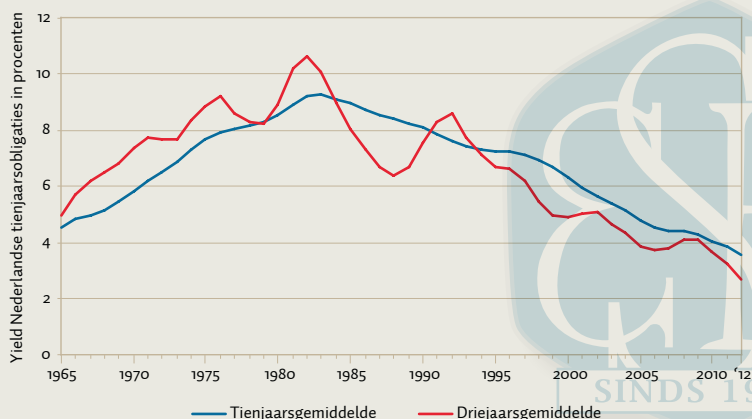
De impact van het gebruik van afwijkende referentieperiodes op de vast te stellen vermogenskostenvergoeding is op dit moment groot. Figuur 2 laat zien dat de gemiddelde rente over een driejaarsperiode gedurende een relatief lange periode kan afwijken van de gemiddelde rente over een tienjaarsperiode. Sinds begin jaren negentig ligt het driejaarsgemiddelde structureel onder het tienjaarsgemiddelde; in de jaren zestig tot begin jaren tachtig was het omgekeerde het geval. Het tienjaarsgemiddelde sluit het beste aan bij de wijze waarop infrastructuurbedrijven zoals netbeheerders zich financieren. Het verschil in referentieperiodes leidt om deze reden tot een mismatch tussen de werkelijke rentekosten en de vanuit de regulering vergoede rentekosten.

Op dit moment bedraagt de gemiddelde tienjaarsrente op Nederlandse staatsobligaties met een resterende looptijd van tien jaar zo'n 3,6 procent. Het driejaarsgemiddelde ligt een vol punt daaronder, op 2,6 procent. De risicovrije rente werkt niet alleen sterk door in de vergoeding voor vreemd vermogen, maar ook in de totale vermogenskostenvergoeding, omdat de risicovrije rente mede de vergoeding voor eigen vermogen bepaalt. Met toepassing van een driejaarsgemiddelde komt de vermogenskostenvergoeding die door de ACM is voorgesteld uit op 3,7 procent (The Brattle Group, 2012), terwijl bij een tienjaarsgemiddelde de vergoeding uitkomt op 4,6 procent (beide reëel, inclusief vennootschapsbelasting). Uitgaande van een geïnvesteerd vermogen van regionale elektriciteits- en gasnetbeheerders van zo'n 16 miljard euro scheelt dat de sector zo'n 152 miljoen euro op jaarbasis aan inkomsten. Voor de landelijke netbeheerders, de drinkwaterbedrijven en de registerloodsen is de impact eveneens substantieel.

DILEMMA NETBEHEERDERS

Het verkorten van de referentieperiode voor het bepalen van de risicovrije rente plaatst de netbeheerders voor een dilemma (Jun en Jen, 2003). Netbeheerders kunnen er enerzijds voor

Gemiddelde yield tienjaars Nederlandse overheidsobligaties **FIGUUR 2**



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

kiezen om de looptijd van hun leningen te verkorten om zo goed mogelijk aan te sluiten bij de vergoeding zoals de ACM die vaststelt. Daarmee wordt de mismatch tussen de werkelijke rentekosten en de rentevergoeding grotendeels opgeheven. Keerzijde van deze strategie is echter dat deze tot grotere herfinancieringsrisico's leidt. Netbeheerders moeten zich dan immers korter financieren, waardoor het van de financiële marktomstandigheden afhangt of, en zo ja tegen welke voorwaarden, herfinanciering mogelijk is.

Anderzijds kunnen netbeheerders er ook voor kiezen om zich lang te blijven financieren vanuit het oogpunt van een prudentieel financieel beleid. Het gevolg hiervan is wel dat de vergoeding voor vermogenskosten die zij ontvangen naar verwachting structureel zal afwijken van de werkelijke vermogenskosten. Dit verschil moet opgevangen worden door de verschaffers van eigen vermogen. Voor deze investeerders leidt dit tot extra risico waar zij thans niet voor vergoed worden.

Uit de huidige financiering van netbeheerders en andere infrastructurele bedrijven blijkt dat zij een voorkeur hebben voor het minimaliseren van herfinancieringsrisico's. Dit wordt bevestigd door een analyse van jaarverslagen van infrastructurele bedrijven, waaruit blijkt dat het financieringsbeleid van een groot deel van de bedrijven is gericht op het minimaliseren van liquiditeitsrisico's en niet op het minimaliseren van rentelasten.

PRAKTISCHE PROBLEMEN

Het beschreven dilemma is complexer dan het op het eerste gezicht lijkt. Een hoger herfinancieringsrisico heeft impact op de kredietwaardigheid van een onderneming en kan daarmee tot een lagere rating leiden. Een lagere rating leidt weer tot hogere rentelasten, waarmee het huidige financiële voordeel van kort financieren deels weer teniet wordt gedaan. Kredietbeoordelaars geven nadrukkelijk aan dat een herfinancieringsrisico ook voor zeer kredietwaardige ondernemingen relevant is (S&P, 2008).

Daarnaast is het niet goed mogelijk om een schuldenportefeuille snel te herfinancieren om deze in lijn te brengen met de methodiek van de ACM. Een geleidelijke afbouw van de looptijd van de schuldenportefeuille door slechts aflopende leningen te herfinancieren kan jaren duren. Indien de looptijd van de schuldenportefeuille meer abrupt wordt afgebouwd door ook niet-aflopende schulden te herfinancieren, zullen doorgaans boetes moeten worden betaald. Deze boeteclausules worden in een contract opgenomen om de kredietverstrekende partij te behoeden voor herinvesteringsrisico's.

CONCLUSIE

De ACM beoogt met haar aanpassing van de referentieperiode dat de vastgestelde vergoeding voor vreemd vermogen zo goed mogelijk aansluit bij de te verwachten financieringscondities vanaf 2014. Een belangrijke vraag is echter of de vast te stellen vergoeding een inschatting zou moeten zijn van rentelasten van nieuw gefinancierde schuld of van de werkelijke rentekosten van netbeheerders. Huidige marktrentes zijn relevant voor nieuw te financieren schuld, maar de praktijk bij netbeheerders is dat uit prudentieel oogpunt slechts een klein deel van de schuld gedurende een reguleringsperiode wordt geherfinancierd. Een lange referentieperiode van bijvoorbeeld tien jaar sluit beter aan bij de

werkelijke rentekosten. Het ligt voor de hand dat de regulering zich richt op het vergoeden van deze werkelijke rentekosten.

Op lange termijn maakt de lengte van de referentieperiode geen verschil voor het gemiddelde tarief dat afnemers betalen. De gemiddelde driejaarsrente zal de ene keer lager zijn dan de gemiddelde tienjaarsrente en de andere keer hoger, al kan het lang duren voordat het omslagpunt wordt bereikt. Voor afnemers zou het dan ook weinig verschil moeten maken welke referentieperiode wordt gehanteerd, als deze vervolgens maar consistent wordt toegepast. Een vergoeding gebaseerd op een langjarige periode leidt wel tot stabielere tarieven, wat afnemers ook waarderen. Een korte referentieperiode leidt daarentegen tot een aanzienlijke mismatch tussen de werkelijke en de vergoede rentekosten. Netbeheerders worden op deze wijze 'verleid' om zich risicovoller te financieren. Het is de vraag of dit past bij dit type ondernemingen. Uit de literatuur en praktijk blijkt dat een lange referentieperiode beter aansluit bij de levensduur van de activa en de wijze waarop dergelijke bedrijven worden gefinancierd. De komende periode zou het in stand houden van de mismatch ervoor zorgen dat verschaffers van eigen vermogen een lager dan marktconform rendement kunnen behalen. Het is de vraag of dit wenselijk is, gelet op de voorgenomen privatisering van landelijke netbeheerders TenneT en Gasunie en de omvangrijke investeringen die netbeheerders de komende jaren moeten uitvoeren.

LITERATUUR

- AER (2012) *Access arrangement draft decision Envestra Ltd 2013-17*. Canberra: Australia Energy Regulator.
- ACM (2013) *Besluit CM/DE/2013/103999/227*. Den Haag: Autoriteit Consument en Markt.
- Barnea, A., R.A. Haugen en L.W. Senbet (1980) A rationale for debt maturity structure and call provisions in the Agency theoretic framework. *The Journal of Finance*, 35(5), 1223-1234.
- Berger, A.N., M.A. Espinosa-Vega, W.S. Frame en N.H. Miller (2005) Debt maturity risk and asymmetric information. *IMF Working Paper*, 201.
- Brounen, D., A. de Jong en K.C.G. Koedijk (2005) Capital structure policies in Europe: survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
- BNetzA (2011) *Beschluss BK4-11-304*. Bonn: Bundesnetzagentur.
- Degryse, H., P. de Goeij en P. Kappert (2009) The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure: evidence from Dutch panel data. *TILEC Discussion Paper*, 009.
- Jun, S.G. en F.C. Jen (2003) Trade-off model of debt maturity structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(1), 5-34.
- Myers, S.C. (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- NMa (2008) *Besluit 102610..1/27*. Den Haag: Nederlandse Mededingingsautoriteit.
- OFGEM (2011) *Decision on strategy of the next transmission and gas distribution price controls. RII0-T1*. Londen: Office of Gas and Electricity Markets.
- S&P (2008) *General: 2008 corporate criteria: analytical methodology*. Londen: Standard & Poor's.
- The Brattle Group (2012) *The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch pilotage organisation*. Londen: The Brattle Group.