



Autoriteit Consument en Markt  
Directie Energie  
Postbus 16326  
2500 BH Den Haag

Den Haag, 11 juni 2013

Zaaknummers: 103998 en 103999

**Betreft: Zienswijze VEMW m.b.t. de ontwerp methodebesluiten waarmee de methode tot vaststelling van de x-factor, de methode tot vaststelling van de q-factor en de methode tot vaststelling van de rekenvolumina voor de regionale netbeheerders gas voor de periode 2014 tot en met 2016 en voor de regionale netbeheerders elektriciteit voor de periode 2014 tot en met 2016 worden vastgesteld**

Geachte heer, mevrouw,

Namens onze cliënte, zijnde de Vereniging voor Energie, Milieu en Water (VEMW), kantoorhoudende te Woerden aan de Houttuinlaan 12 (3447 GM), berichten wij u als volgt.

In de Staatscourant van 1 mei 2013, nr. 11657 heeft de Autoriteit Consument en Markt (de "ACM") belanghebbenden in de gelegenheid gesteld te reageren op het ontwerp-methodebesluit waarmee de methode tot vaststelling van de korting ter bevordering van de doelmatige bedrijfsvoering (de x-factor), de methode tot vaststelling van de kwaliteitsterm (de q-factor) en de methode tot vaststelling van de rekenvolumina voor de regionale netbeheerders gas voor de periode 2014 tot en met 2016 worden vastgesteld (het "Ontwerpbesluit Gas").

In de Staatscourant van 1 mei 2013, nr. 11656 heeft de ACM belanghebbenden in de gelegenheid gesteld te reageren op het ontwerp-methodebesluit waarmee de methode tot vaststelling van de korting ter bevordering van de doelmatige bedrijfsvoering (de x-factor), de methode tot vaststelling van de kwaliteitsterm (de q-factor) en de methode tot vaststelling van de rekenvolumina voor de regionale netbeheerders elektriciteit voor de periode 2014 tot en met 2016 worden vastgesteld (het "Ontwerpbesluit Elektriciteit").

Het Ontwerpbesluit Gas en het Ontwerpbesluit Elektriciteit worden hierna gezamenlijk ook aangeduid als de Ontwerpbesluiten.

Van de geboden gelegenheid tot het indienen van een schriftelijke zienswijze met betrekking tot de Ontwerpbesluiten maakt VEMW graag gebruik.



Ondergetekenden zijn door VEMW uitdrukkelijk verzocht en gemachtigd tot het indienen van deze zienswijze. De ACM wordt verzocht met ingang van heden alle op dit onderwerp betrekking hebbende correspondentie tot ondergetekenden te richten.

## **DEEL 1: ONTWERPBESLUIT ELEKTRICITEIT EN ONTWERPBESLUIT GAS**

### **I. ONE-OFF**

1. Sinds 1 juli 2011<sup>1</sup> heeft de ACM op grond van artikel 41c lid 4 E'98 en artikel 81c lid 4 Gaswet de bevoegdheid om de begininkomsten gelijk te stellen aan het efficiënte kostenniveau inclusief een redelijk rendement dat in het economisch verkeer gebruikelijk is, indien de totale inkomsten aan het begin van de reguleringsperiode niet gelijk zijn aan het efficiënte kostenniveau inclusief een redelijk rendement dat in het economisch verkeer gebruikelijk is. Een dergelijke aanpassing van de begininkomsten wordt ook wel aangeduid als 'one-off'.
2. VEMW constateert dat de ACM de bevoegdheid uit artikel 41c lid 4 E'98 en artikel 81c lid 4 Gaswet in de Ontwerpbesluiten ten aanzien van de regionale netbeheerders toepast.<sup>2</sup>
3. Naar de mening van VEMW heeft de ACM gelet op het toepasselijke recht en de winsten bij de regionale netbeheerders in de Ontwerpbesluiten de one-off terecht toegepast.
4. VEMW hecht erg aan het vereiste van efficiënte kosten en een redelijk rendement dat in het economisch verkeer gebruikelijk is, zoals dat op grond van de Elektriciteitswet 1998 en de Gaswet en meer in het bijzonder artikel 41 lid 3 en artikel 41b lid 1 onder a E'98 en artikel 81 lid 2 en artikel 81b lid 1 onder a Gaswet geldt, waarbij geen sprake is van overwinsten voor de regionale netbeheerders. VEMW hecht ook aan een zo geleidelijk en zo stabiel mogelijk tariefverloop, zoals zij ook in de voorbereiding van de Ontwerpbesluiten heeft aangegeven. Het belang van een zo geleidelijk en zo stabiel mogelijk tariefverloop kan echter niet prevaleren boven toepassing van de one-off, welke naar de mening van VEMW op grond van de Elektriciteitswet 1998 en de Gaswet moet worden toegepast indien de totale inkomsten aan het begin van de reguleringsperiode niet gelijk zijn aan het efficiënte kostenniveau inclusief een redelijk rendement dat in het economisch verkeer gebruikelijk is. Meer in het algemeen kan het belang van een zo geleidelijk en zo stabiel mogelijk tariefverloop niet prevaleren boven tarieven die op werkelijke, efficiënte kosten en een redelijk rendement zijn gebaseerd, niet-discriminatoire zijn en niet tot kruissubsidie leiden.

### **II. GESTANDAARDISEERDE ACTIVA WAARDE (GAW) - DESINVESTERINGEN**

5. Voor de berekening van de gereguleerde tarieven van de regionale netbeheerders is de hoogte van de zogeheten Gestandaardiseerde Activa Waarde (GAW) van groot belang. De GAW werkt door in de tarieven via de jaarlijkse afschrijvingen en een vermogenskostenvergoeding. Hoe

<sup>1</sup> Staatsblad 2010, 810.

<sup>2</sup> Zie onder meer randnr. 5 e.v. en paragraaf 8.3.1 van het Ontwerpbesluit Elektriciteit en randnr. 51 e.v. en paragraaf 8.3.1 van het Ontwerpbesluit Gas.



hoger de GAW is, hoe groter de ruimte voor de vergoedingen die de regionale netbeheerders via de tarieven ontvangen.

6. Bij de bepaling van de kosten van de regionale netbeheerders in de Ontwerpbesluiten zijn door de ACM gedesinvesteerde activa niet verwijderd uit de GAW. De ACM stelt dit te doen teneinde een volledige vergoeding van de efficiënte kosten van een desinvestering tot stand te brengen. De netbeheerder blijft op deze manier voor het gedesinvesteerde actief een vergoeding krijgen over de resterende afschrijvingstermijn. Het resultaat is dat de regionale netbeheerders een vergoeding blijven ontvangen voor dit actief alsof het nooit gedesinvesteerd is.<sup>3</sup>
7. VEMW gaat in dit onderdeel van haar schriftelijke zienswijze niet in op de vraag óf desinvesteringen in de kosten verdisconteerd mogen worden. Daarvoor verwijst zij in het algemeen naar het vereiste van efficiënte kosten en een redelijk rendement zoals dat op grond van artikel 41 lid 3 en artikel 41b lid 1 onder a E'98 en artikel 81 lid 2 en artikel 81b lid 1 onder a Gaswet geldt. Zij richt zich in dit onderdeel van haar zienswijze op de manier waarop in de Ontwerpbesluiten met desinvesteringen wordt omgegaan.
8. VEMW merkt allereerst op dat zij met verbazing heeft kennisgenomen van de regeling die in de Ontwerpbesluiten voor desinvesteringen is opgenomen. Het onderwerp 'desinvesteringen' is namelijk niet aan bod geweest in de bijeenkomsten van de klankbordgroepen. Uit de Ontwerpbesluiten blijkt niet waarom dit het geval is.
9. Daarnaast merkt VEMW op dat de WACC reeds een vergoeding in de vorm van een risico-opslag bevat onder meer ter dekking van kosten van desinvesteringen. Onduidelijk is hoe het niet verwijderen van desinvesteringen uit de GAW zich tot deze risico-opslag verhoudt.
10. Verder stelt VEMW vast dat doordat desinvesteringen niet worden verwijderd uit de GAW de vergoeding van de WACC over de reeds gedesinvesteerde activa blijft doorlopen, hetgeen leidt tot dubbele betalingen voor afnemers en overwinsten van de regionale netbeheerders.
11. Daarbij is de wijze waarop in het Ontwerpbesluit met desinvesteringen wordt omgegaan niet in overeenstemming met het feit dat het doorgaans efficiënter is om een desinvestering direct af te schrijven en dat het danook in het dagelijks economisch verkeer gangbaar is om desinvesteringen direct af te schrijven.
12. De wijze waarop in de Ontwerpbesluiten met desinvesteringen wordt omgegaan is naar het oordeel van VEMW niet in overeenstemming met artikel 41b lid 1 en artikel 41 lid 3 E'98 en artikel 81b lid 1 en artikel 81 lid 2 Gaswet. Bovendien is zijn de Ontwerpbesluiten op dit punt ondeugdelijk gemotiveerd.
13. De ACM wordt verzocht de desinvesteringen uit de GAW te verwijderen dan wel de relatie tussen de WACC en de desinvesteringen in de GAW te verduidelijken.

<sup>3</sup> Zie onder meer randnr. 135 e.v. van het Ontwerpbesluit Elektriciteit en randnr. 130 e.v. van het Ontwerpbesluit Gas.



### III. EFFICIËNTE KOSTEN

14. Op grond van de Elektriciteitswet 1998, in het bijzonder artikel 41 lid 3 en artikel 41b lid 1 E'98, en de Gaswet, in het bijzonder artikel 81 lid 2 en artikel 81b lid 1 Gaswet, geldt dat de tarieven van de regionale netbeheerders de efficiënte kosten, inclusief een redelijk rendement moeten reflecteren.
15. De ACM moet daarom goed in kunnen schatten wat verwachte efficiënte kosten van de regionale netbeheerders aan het eind van 2016 zijn zodat de tarieven de komende jaren aansluiten bij de efficiënte kosten.
16. In de Ontwerpbesluiten berekent de ACM allereerst de huidige efficiënte kosten in 2013. Daarna past de ACM een productiviteitsverandering toe om te bepalen wat de efficiënte kosten in 2016 zijn.
17. De ACM bepaalt het efficiënte kostenniveau in 2013 door de efficiënte kosten per eenheid output in 2013 te vermenigvuldigen met de samengestelde output van de betreffende netbeheerder en hier de kosten voor Objectiveerbare Regionale Verschillen (ORV's) bij op te tellen.
18. De efficiënte kosten per eenheid output berekent de ACM door de *totale efficiënte sectorkosten in 2013* te delen door de samengestelde output van de sector. De totale efficiënte sectorkosten 2013 worden geschat op basis van de jaren 2010, 2011 en 2012.
19. De ACM past vervolgens een productiviteitsverandering toe op het efficiënte kostenniveau van een netbeheerder in 2013 om de verwachte efficiënte kosten in 2016 te berekenen. De ACM is van mening dat de beste manier om de toekomstige productiviteitsverandering te schatten is door deze te baseren op realisaties uit het verleden. De ACM kiest ervoor om de gemiddelde behaalde productiviteitsverandering over de periode 2005 t/m 2012 als frontier shift te nemen.
20. VEMW is van mening dat de gekozen methodiek voor zowel de frontier shift als de berekening van de efficiënte kosten een behoorlijke vooruitgang is maar vraagt zich af of er wel een voldoende prikkel vanuit gaat doordat er gekozen wordt voor de gemiddelde kosten en gemiddelde productiviteitsveranderingen in plaats van te kijken naar één of twee efficiënte netbeheerders.
21. Bovendien is VEMW van mening dat Europees recht meebrengt dat de tarieven die een netbeheerder hanteert in lijn moeten zijn met die van een *efficiënte* netbeheerder. Het in lijn (laten) zijn van de tarieven met die van een *gemiddelde* netbeheerder voldoet daar niet aan.
22. De Ontwerpbesluiten voldoen hierdoor niet aan de Elektriciteitswet 1998, in het bijzonder artikel 41 lid 3 en artikel 41b lid 1 E'98, en de Gaswet, in het bijzonder artikel 81 lid 2 en artikel 81b lid 1 Gaswet, en zijn ondeugdelijk gemotiveerd.
23. In het licht van het voorgaande wordt de ACM verzocht de Ontwerpbesluiten dan wel deugdelijk te motiveren.



#### IV. WACC

##### PARAGRAAF 1: ALGEMEEN

24. Uit de Ontwerpbesluiten volgt dat de ACM voor de reguleringsperiode 2014 t/m 2016 uitgaat van een voor de regionale netbeheerders van toepassing zijnde WACC van 3,6% (reëel, voor belastingen). De WACC waarvan de ACM in de Ontwerpbesluiten uitgaat is daarmee lager dan de WACC die de ACM in de vorige reguleringsperiode voor de regionale netbeheerders hanteerde, waarbij het verschil met de WACC uit de vorige reguleringsperiode blijktens de Ontwerpbesluiten met name is ingegeven door veranderingen op de kapitaalmarkten.<sup>4</sup>
25. Naar de mening van VEMW is een WACC van 3,6% (reëel, voor belastingen) waarvan in de Ontwerpbesluiten voor de reguleringsperiode 2014 t/m 2016 wordt uitgegaan evenwel onjuist, namelijk te hoog.
26. Deze te hoge WACC is onder andere het gevolg van een overschatting van de kapitaalkosten van de regionale netbeheerders die aan de WACC ten grondslag ligt, waardoor de WACC uit de Ontwerpbesluiten leidt tot een belangrijke afwijking van het vereiste van efficiënte kosten en een redelijk rendement in de zin van artikel 41 lid 3 en artikel 41b lid 1 onder a E'98 en artikel 81 lid 2 en artikel 81b lid 1 onder a Gaswet.
27. De WACC van 3,6% voor de regionale netbeheerders uit de Ontwerpbesluiten leidt daarmee tot tarieven voor de regionale netbeheerders die hoger zijn dan op grond van de Elektriciteitswet 1998, in het bijzonder artikel 41 lid 3 en artikel 41b lid 1 onder a E'98, en artikel 81 lid 2 en artikel 81b lid 1 onder a Gaswet zijn toegestaan. Meer in het bijzonder leidt de WACC tot met deze bepalingen strijdige overwinsten voor de regionale netbeheerders en tot rendementen die hoger zijn dan in het economisch verkeer gebruikelijk in de zin van artikel 41 lid 3 E'98 en artikel 81 lid 2 Gaswet.
28. VEMW is van mening dat de WACC op circa 2,6% in plaats van 3,6% moet worden vastgesteld.
29. Ter onderbouwing verwijst VEMW naar het rapport van SIRM van 11 juni 2013 over de ontwerp-methodebesluiten voor de netbeheerders elektriciteit en de netbeheerders gas voor de periode 2014 t/m 2016 dat als **bijlage 1** is opgenomen.
30. Ter toelichting merkt VEMW verder het volgende op.

##### PARAGRAAF 2: RISICOVRIJE RENTE

31. In de Ontwerpbesluiten hanteert de ACM voor de berekening van de risicovrije rente staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Zie met name bijlage 2 bij het Ontwerpbesluit.

<sup>5</sup> Randnr. 17 e.v. en randnr. 41 van bijlage 2 bij de Ontwerpbesluiten.



32. In de Ontwerpbesluiten past de ACM verder voor de berekening van de risicovrije rente een mix van Nederlandse en Duitse staatsobligaties toe en kiest de ACM daarbij voor een verhouding van 50/50 van Nederlandse en Duitse staatsobligaties.<sup>6</sup>
33. VEMW is van mening dat de ware (theoretische) risicovrije rente op de kapitaalmarkt het beste wordt benaderd door Duitse staatsobligaties. Het verschil in basispunten tussen Duitse en Nederlandse staatsobligaties heeft voornamelijk te maken met de liquiditeit op de beide kapitaalmarkten. Netbeheerders hoeven daarvoor niet gecompenseerd te worden. Het gaat immers om een theoretische waarde. Voor de berekening van de risicovrije rente, en daarmee de kosten voor vreemd vermogen, moet daarom enkel gekeken worden naar de waarde van een Duitse staatsobligatie.
34. Concluderend is VEMW van mening dat het toepassen van een Duitse staatsobligatie de ware risicovrije rente het beste benadert.

### PARAGRAAF 3: RENTEOPSLAG

35. In het Ontwerpbesluit hanteert de ACM voor de renteopslag een vergelijkingsgroep met een credit rating in de A-range. Daarnaast beschrijft de ACM dat Brattle een vergelijkingsgroep hanteert voor Europese nutsbedrijven met een single-A rating. In de Ontwerpbesluiten komt de ACM mede op basis hiervan tot een renteopslag van 1,20%.<sup>7</sup>
36. VEMW merkt op dat de renteopslag voor single-A nutsbedrijven echter moet zijn dan 1,2%. De renteopslag is berekend ten opzichte van de Duitse risicovrije rente. VEMW is van mening dat de ACM consistent moet zijn en of de Duitse risicovrije rente moet toepassen of de renteopslag daarvoor moet corrigeren.

### PARAGRAAF 4: TRANSACTIEKOSTEN

37. In de Ontwerpbesluiten past de ACM voor de vaststelling van de WACC een extra opslag van 0,15% toe voor transactiekosten.<sup>8</sup>
38. VEMW is van mening dat die opslag niet in lijn is met de werkelijke, efficiënte transactiekosten en een redelijk rendement.
39. Alhoewel VEMW zich herkent in de 0,15% die wordt gehanteerd om de *non-interest* kosten te benaderen is het volgens VEMW onjuist om deze opslag toe te passen op het (totale) vreemd vermogen. De netbeheerder krijgt namelijk reeds via andere routes een vergoeding voor de zogenaamde *non-interest* kosten. Bijvoorbeeld via de vergoeding voor (ingehuurd) personeel, verzekeringspremies en advieskosten die de netbeheerder op kan voeren. Het hanteren van een opslag van transactiekosten is daarmee niet in lijn met de werkelijke (transactie-)kosten die een netbeheerder maakt.

<sup>6</sup> Randnr. 21 e.v. en randnr. 41 van bijlage 2 bij de Ontwerpbesluiten.

<sup>7</sup> Randnr. 36 e.v. en randnr. 41 van bijlage 2 bij de Ontwerpbesluiten.

<sup>8</sup> Randnr. 40 e.v. van bijlage 2 bij de Ontwerpbesluiten.



40. Bovendien financiert een netbeheerder slechts een klein deel van zijn vreemd vermogen jaarlijks en is het hanteren van een opslag van 15 basispunten voor het gehele vreemde vermogen te hoog. Uiteraard zijn er transactiekosten die gelden voor het gehele vreemde vermogen maar de 0,15% is met name gevormd door de kosten die het afsluiten van een nieuwe lening met zich meebrengt.
41. VEMW is van mening dat de ACM geen opslag voor transactiekosten moet toepassen aangezien deze opslag niet overeenkomt met de werkelijke, efficiënte transactiekosten die de regionale netbeheerders hebben en niet leidt tot een redelijk rendement. Als de ACM toch besluit in het methodebesluit een opslag voor transactiekosten toe te passen dan moet deze opslag eerder tussen de 2 en 5 basispunten liggen en moet niet van 0,15% worden uitgegaan.

#### PARAGRAAF 5: MARKTRISICOPREMIE

42. In de Ontwerpbesluiten hanteert de ACM historische gegevens voor het bepalen van de marktrisicopremie (MRP). De ACM komt in de Ontwerpbesluiten op basis van historische gegevens en een aantal specifieke keuzes tot een MRP van 5,0%.<sup>9</sup>
43. VEMW is van mening dat de ACM deze keuzes onvoldoende motiveert. Zo is de ten opzichte van eerdere rapporten 0,4% hogere MRP niet inzichtelijk.

#### PARAGRAAF 6: BETA

44. In de Ontwerpbesluiten hanteert de ACM voor het berekenen van de activa bèta een vergelijkingsgroep van 10 bedrijven met activiteiten die "*zoveel mogelijk overeenkomen*" met de geregleerde activiteiten van de regionale netbeheerders.<sup>10</sup>
45. VEMW is echter van mening dat de vergelijkingsgroep die de ACM in de Ontwerpbesluiten hanteert bestaat uit bedrijven die niet representatief zijn voor de activawaarde van de regionale netbeheerders. Zo bevinden de bedrijven die de ACM in de vergelijkingsgroep gebruikt zich in totaal andere kapitaalmarkten dan de regionale netbeheerders.
46. De vergelijkingsgroep die de ACM hanteert leidt daardoor tot een overschatting van de WACC en daarmee tot een afwijking van het vereiste dat afnemers enkel efficiënte kosten inclusief een redelijk rendement in rekening gebracht dienen te krijgen.
47. VEMW is van mening dat bij het berekenen van de bèta slechts gekeken moet worden naar de bedrijven in vergelijkbare situaties. Onderzoek van SIRM (**bijlage 1**) laat zien dat wanneer een betere vergelijkingsgroep wordt gekozen de asset bèta uitkomt op 0,2, in plaats van op 0,35% waarvan de ACM in de Ontwerpbesluiten uitgaat.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Randnr. 46 e.v. van bijlage 2 bij de Ontwerpbesluiten.

<sup>10</sup> Randnr. 62 van bijlage 2 bij de Ontwerpbesluiten. Zie ook randnr. 59 e.v. van bijlage 2 bij de Ontwerpbesluiten.

<sup>11</sup> Zie randnr. 77 van bijlage 2 van de Ontwerpbesluiten.



48. In de Ontwerpbesluiten hanteert de ACM verder een Vasicek-correctie op de equity bèta's. Bij een dergelijke correctie wordt een zogenaamde 'prior' gebruikt waarmee de geobserveerde waarde wordt aangepast. In de Ontwerpbesluiten wordt de 'prior' door de ACM gelijk gesteld aan 1,0 (de gemiddelde bèta van de markt).<sup>12</sup>
49. Het is echter aannemelijk dat er in het geval van de regionale netbeheerders sprake is van een risico onder dat van de markt. Daardoor is de 'prior' in het geval van de regionale netbeheerders zeer waarschijnlijk lager dan 1. De Vasicek-correctie die de ACM in de Ontwerpbesluiten hanteert leidt met andere woorden zeer waarschijnlijk tot een overschatting van de equity bèta's en daarmee van de WACC.

#### PARAGRAAF 7: CONCLUSIE

50. In het licht van het hetgeen VEMW in dit hoofdstuk heeft aangegeven wordt de ACM verzocht de WACC aan te passen en nader te motiveren.

#### V. INPASSING HERNIEUWBARE ENERGIE EN INTELLIGENTE NETTEN

51. Tijdens de voorbereiding van de Ontwerpbesluiten is gesproken over de inpassing van hernieuwbare energie en intelligente netten.
52. VEMW is van mening dat enkel efficiënte kosten die voortvloeien uit de uitvoering van de wettelijke taken via de gereguleerde omzet en de daaruit resulterende tarieven aan de netbeheerder mogen worden vergoed. Bij de inpassing van hernieuwbare energie dient een duidelijk onderscheid te worden gemaakt in kosten die toegerekend kunnen en moeten worden aan de business case van de invoeder en kosten die toegerekend kunnen en moeten worden aan de business case van de netbeheerder. Bovendien moet duidelijk zijn om welke kosten het gaat.
53. Het voordeel van intelligente netten komt door verschillende batenposten tot stand waarbij de lagere kosten voor netaanleg en lagere kosten voor centraal productievermogen de twee belangrijkste zijn. Daar waar kosten voor intelligente netten als innovatie dus leiden tot een efficiënter kostenniveau – volgens onderzoek 5-20% reductie van netkosten – mogen die kosten ook meegenomen worden in de toegestane omzet van de netbeheerder.
54. VEMW verzoekt de ACM in de methode van regulering duidelijker vast te leggen dat alleen de kosten die aan kant van de netbeheerders liggen aan de netbeheerders toegerekend mogen worden en dat niet ook kosten die aan de kant van de producenten liggen aan netbeheerders toegerekend mogen worden.

---

<sup>12</sup> Randnr. 73 e.v. van bijlage 2 van de Ontwerpbesluiten.





## DEEL 2: ONTWERPBESLUIT ELEKTRICITEIT

### I. INVOEDING

55. Met het Ontwerpbesluit Elektriciteit staat de ACM de regionale netbeheerders toe kosten voor invoeding van elektriciteit in de transporttarieven voor ontvangst van elektriciteit mee te nemen. Uit het Ontwerpbesluit Elektriciteit blijkt dat de ACM invoeding meeweegt binnen de samengestelde output, waarbij naast de afnamevolumes ook de invoedingsvolumes per afnemer die het niveau van afname overstijgen (het zogenaamde 'invoedingssaldo') worden opgenomen in de berekening van de samengestelde output.<sup>13</sup>
56. Naar het oordeel van VEMW staan de wet, in het bijzonder artikel 29 en artikel 41b E'98, het systeem van de wet en de wetsgeschiedenis niet toe om kosten voor invoeding van elektriciteit in de transporttarieven voor ontvangst van elektriciteit mee te nemen. In dit verband verwijst
57. VEMW ook naar de uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven van 16 december 2011.<sup>14</sup>
58. In het Ontwerpbesluit Elektriciteit geeft de ACM aan dat de ACM het ondanks dat de ACM zelfstandig een invoedingstarief voor decentrale opwekkers kan invoeren niet wenselijk vindt vooruit te lopen op politieke keuzes die ten aanzien van vaststelling van een invoedingstarief nog verwacht worden. De ACM ziet daarom af van vaststelling van een invoedingstarief.<sup>15</sup>
59. Door zich afhankelijk op te stellen van de positie van de Minister handelt de ACM in strijd met haar positie als *zelfstandig* bestuursorgaan en daarmee samenhangend het zorgvuldigheidsbeginsel alsmede artikel 3:4 juncto artikel 3:1 Awb, omdat zij niet zelfstandig heeft gehandeld en niet alle relevante belangen heeft afgewogen. Door dit na te laten heeft de ACM gehandeld in strijd met artikel 3:2 lid 2 en lid 4 Awb. VEMW verzoekt de ACM alsnog een deugdelijk besluit te nemen.
60. Nog los van de vraag of de ACM de invoering van een invoedingstarief mag laten hangen van politieke keuzes die op dat punt worden gemaakt, neemt het feit dat er nog geen politieke keuzes ten aanzien van de vaststelling van een invoedingstarief zijn gemaakt niet weg dat het methodebesluit op het punt van het tarief voor ontvangst van elektriciteit in overeenstemming moet zijn met de wet zoals die op het moment van vaststelling van het methodebesluit geldt. Zoals hiervoor aangegeven biedt die wet geen ruimte om kosten van invoeding in het tarief voor ontvangst van elektriciteit mee te nemen, ook niet wanneer geen invoedingstarief wordt vastgesteld.
61. In het Ontwerpbesluit Elektriciteit stelt de ACM verder dat voor decentrale invoeders geen invoedingstarief kan worden vastgesteld omdat hiervoor geen tariefdrager is vastgesteld.<sup>16</sup>

<sup>13</sup> Zie randnr. 75 van het Ontwerpbesluit Elektriciteit.

<sup>14</sup> Uitspraak CBB 16 december 2011, LJN: BU7936, procedurenummer AWB 10/1050.

<sup>15</sup> Randnr. 160 e.v. van het Ontwerpbesluit Elektriciteit.

<sup>16</sup> Randnr. 160 van het Ontwerpbesluit Elektriciteit.



62. Ten aanzien hiervan merkt VEMW op dat het feit dat op dit moment ontbreken van een tariefdrager voor het vaststellen van een invoedingstarief ontbreekt niet kan wegnemen dat het meenemen van kosten van invoeding van elektriciteit in het transporttarief voor ontvangst van elektriciteit in strijd is met het hiervoor genoemde Europese en nationale recht.
63. Daarbij heeft de ACM het zelf in de hand om een tariefdrager voor een producententarief en vervolgens een producententarief vast te stellen. De ACM kan – indien de gezamenlijke netbeheerders dat niet doen – daartoe zelf tot een voorstel tot wijziging van de TarievenCode Elektriciteit overgaan.
64. De ACM en de netbeheerders zijn voor de vaststelling van een tariefdrager voor het producententarief niet meer afhankelijk van actie van de Minister of de wetgever, in het bijzonder niet in de vorm een ministeriële regeling waarin een tariefdrager wordt vastgesteld. Op 20 juli 2012 is immers artikel 29 lid 3 E'98 (oud) vervallen<sup>17</sup>, waarin tot 20 juli 2012 was bepaald dat de Minister de tariefdrager vaststelt voor het transportafhankelijke element van het transporttarief, bedoeld in artikel 29 lid 1 E'98.<sup>18</sup>
65. Gelet op het voorgaande wordt de ACM verzocht het Ontwerpbesluit Elektriciteit aan te passen.

## PARAGRAAF 2: OPSPLITSEN GAW

66. Zoals VEMW hiervoor in paragraaf 1 van hoofdstuk 2 van deze zienswijze heeft aangegeven worden in de methode van regulering waarin het Ontwerpbesluit Elektriciteit voorziet ten onrechte kosten van invoeding van elektriciteit meegenomen in het transporttarief voor ontvangst van elektriciteit.
67. Artikel 41b lid 1 onder a E'98 brengt eveneens mee dat de GAW van de regionale netbeheerders moet worden opgesplitst in een GAW voor ontvangst van elektriciteit en een GAW voor invoeding van elektriciteit. In het Ontwerpbesluit Elektriciteit is echter niet de GAW voor ontvangst van elektriciteit en de GAW voor invoeding van elektriciteit bepaald.
68. In het licht van het voorgaande wordt de ACM verzocht het Ontwerpbesluit Elektriciteit aan te passen.

## DEEL 3: ONTWERPBESLUIT GAS

### I. EXTRA HOGE DRUK NETTEN

69. Voorafgaand aan het methodebesluit voor de vorige reguleringsperiode heeft de ACM onderzocht of het beheer van de Extra Hoge Druk-netten (EHD-netten) van de netbeheerders DNWB, Enexis en Zebra onderling vergelijkbaar was en zo ja, op welke wijze de prestaties van de netbeheerders voor wat betreft de EHD-netten gestandaardiseerd kon worden.

<sup>17</sup> Stb. 2012, 334.

<sup>18</sup> Met het vervallen van artikel 29 lid 3 E'98 (oud) is ook het Besluit Vaststelling tariefdragers transport en levering elektriciteit en gas van rechtswege komen te vervallen.



70. In het Ontwerpbesluit geeft de ACM nu aan dat de drie netbeheerders de punten waardoor zij blijkens het eerdere onderzoek van de ACM niet onderling vergelijkbaar waren niet hebben gewijzigd en dat er ook geen veranderingen hebben plaatsgevonden in de toepasselijke regelgeving. De ACM ziet derhalve geen aanleiding en mogelijkheden om in het Ontwerpbesluit Gas de reguleringssystematiek ten aanzien van het EHD-net ten opzichte van de reguleringssystematiek uit het methodebesluit voor de aan het Ontwerpbesluit Gas voorafgaande reguleringsperiode te wijzigen.
71. Naar het oordeel van VEMW is het Ontwerpbesluit Gas in strijd met de wet.
72. Voor wat betreft de Gaswet voldoen het Ontwerpbesluit op de wijze waarop daarin met de EHD-netten wordt omgegaan bijvoorbeeld niet aan artikel 81b lid 1 onder a en artikel 81 lid 2 Gaswet, nu de methode van regulering er niet toe leidt dat met de tarieven niet meer dan de werkelijke, efficiënte kosten en een rendement dat niet hoger is dan in het economisch verkeer gebruikelijk wordt vergoed.
73. Bovendien leidt de methode van regulering niet tot een doelmatige bedrijfsvoering in de zin van artikel 81 lid 1 Gaswet.
74. Verder merkt VEMW op dat de ACM niet alle relevante feiten heeft vergaard voordat zij de regeling in het Ontwerpbesluit Gas heeft neergelegd. Hierdoor heeft de ACM niet in overeenstemming met artikel 3:2 Awb gehandeld.
75. In het licht van het voorgaande wordt de ACM verzocht het Ontwerpbesluit Gas aan te passen. De ACM wordt verzocht daartoe alle relevante feiten te vergaren zoals zij op grond van artikel 3:2 Awb verplicht is te doen.

VEMW verzoekt de ACM bij de verdere besluitvorming omtrent de Ontwerpbesluiten rekening te houden met de door VEMW in het kader van deze zienswijze gemaakte opmerkingen.

De ACM wordt verzocht deze brief te registreren als een zienswijze als bedoeld in artikel 3:16 AWB met betrekking tot het in de aanhef van deze brief aangeduide ontwerp-methodebesluiten.

Wij verzoeken u ondergetekenden nader te informeren over de voortgang van de besluitvorming met betrekking tot de in deze brief aangeduide methodebesluiten.

Hoogachtend,

mr. M.R. het Lam  
(gemachtigde)

mr. M.L. Pigmans  
(gemachtigde)



**BIJLAGEN**

1. SIRM, Ontwerpmethodebesluiten Elektriciteit en Gas 2013, 11 juni 2013.

\*\*\*

**BIJLAGE 1**

# ONTWERPMETHODEBESLUITEN ELEKTRICITEIT EN GAS 2013

Ondersteuning van VEMW bij beoordeling van de ontwerpmethodebesluiten van de  
Autoriteit Consument en Markt voor het landelijk en regionaal beheer van elektriciteit- en  
gasnetten.

11 juni 2013

## MANAGEMENTSAMENVATTING

De ACM stelt de WACC voor de landelijke en regionale elektriciteit- en gasnetbeheerders te hoog vast.

SiRM schat in dat de WACC voor de drie jaar vanaf 2014 2,6% in plaats van 3,6% is. De ACM stelt de omzet van de netbeheerders ruim € 210 miljoen te hoog vast. Dat is ongeveer 4,6% van hun omzet.

Dit blijkt uit analyse van de aannames van de ACM bij het vaststellen van de parameters waarmee de WACC berekend wordt. De resultaten van de analyse worden in volgorde van impact op de WACC benoemd:

- Netbeheerders uit de VS zijn niet vergelijkbaar met Nederlandse bedrijven. Zij ondervinden andere regulering. Hun bedrijfsrisico is systematisch hoger. Ze horen dan ook niet thuis in de vergelijkingsgroep. Daarenboven zijn de meegenomen bedrijven uit de VS werkzaam in gastransport, wat de afgelopen jaren enorme veranderingen heeft ondergaan in de VS vanwege de winning van schaliegas.
- Spaanse bedrijven hebben de afgelopen jaren een verhoogd risico laten zien. Dit komt waarschijnlijk door de banken- en overheidsfinanciëncrisis in Spanje. Spaanse bedrijven horen tijdelijk niet thuis in de vergelijkingsgroep.
- De werkelijke risicovrije rente wordt nu het best benaderd door de rente op Duitse staatsobligaties.
- De rente-opslag dient consistent berekend te worden. Vergelijking van de rente-opslag van nutsbedrijven met een single A rating dient te worden gecorrigeerd voor het gebruik van de Duitse risicovrije rente.
- De marktrisicopremie wordt op verschillende manieren berekend in de adviezen die de Brattle Group aan de ACM geeft. De ACM heeft niet onderbouwd waarom zij de hoge waarde kiest.
- De transactiekosten voor het aantrekken van vreemd vermogen dienen op o gezet te worden totdat de gereguleerde ondernemingen aantonen wat hun werkelijke kosten zijn..

## INHOUDSOPGAVE

Managementsamenvatting.....	2
1 Inleiding.....	4
2 Risicovrije rente .....	4
3 Rente-opslag .....	5
4 Transactiekosten voor verwerven van vreemd vermogen.....	6
5 Marktrisicopremie (MRP) .....	6
6 Activa Bèta .....	7
6.1 Eisen aan de vergelijkingsgroep zijn niet correct .....	7
6.2 Spaanse bedrijven niet opnemen.....	8
6.3 Bedrijven uit de VS niet opnemen in de vergelijkingsgroep .....	9
6.3.1 Ander reguleringsregime .....	9
6.3.2 Bedrijven in gasector .....	10
6.3.3 Andere markt .....	10
6.3.4 Activabèta in de VS hoger dan in de EU .....	10
6.4 Impact op de WACC .....	11
7 Conclusie .....	12



## 1 INLEIDING

De Autoriteit Consument en Markt (ACM) heeft op 1 mei 2013 ontwerpmethodebesluiten voor de regulering van landelijke en regionale elektriciteits- en gasnetten gepubliceerd.

VEMW vertegenwoordigt een belangrijke groep van gebruikers van het net. Zij heeft tot 12 juni de tijd om een zienswijze in te dienen. Nadat de besluiten definitief zijn genomen (waarschijnlijk najaar 2013), staat voor belanghebbenden nog beroep open.

In deze rapportage voor VEMW worden diverse aanpassingen aan de bepaling van de WACC in de ontwerpmethodebesluiten van de ACM voorgesteld.

The Brattle Group heeft in opdracht van ACM de voor- en nadelen van de methodes van de Nederlandse Mededingingsautoriteit en de Onafhankelijke Post en Telecommunicatie Autoriteit voor de vorige reguleringsperiode in kaart gebracht (hierna: TBG-I)<sup>1</sup>. Brattle heeft eveneens voor dit besluit de hoogte van de parameters van de WACC voor de komende reguleringsperiode onderzocht (hierna: TBG-II)<sup>2</sup>.

## 2 RISICOVRIJE RENTE

Volgens TBG-I dienen, in theorie, Duitse staatsobligaties gebruikt te worden om de risicovrije rente te schatten, terwijl de ACM cash flows van gereguleerde ondernemingen eventueel aanpast om te compenseren voor het eventuele hogere risico in Nederland. In de praktijk zou dat onwerkbaar zijn en daarom benadert de ACM de risicovrije rente met het gemiddelde van de rente op Duitse en Nederlandse staatsobligaties. Mogelijk zijn de aspecten waardoor Nederlandse staatsobligaties iets duurder zijn dan Duitse niet relevant voor gereguleerde ondernemingen in Nederland. In dat geval is aanpassing van de cash flow dan ook niet nodig en benadert de Duitse risicovrije rente de werkelijke risicovrije rente beter. De ACM zou dit expliciet moeten bespreken.

Volgens Brattle (maart 2013) was de gemiddelde rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties over de afgelopen 3 jaar 2,46%. Op Nederlandse staatsobligaties was de gemiddelde rente over de afgelopen 3 jaar 2,59% (TBG-II p12). Het verschil is 13 basispunten. Dit strookt niet met het Brattle rapport uit november 2011. In deze rapportage is het verschil tussen Duitse en Nederlandse 10-jaars obligaties geplot in een grafiek. Op basis van die grafiek schatten

<sup>1</sup>Brattle, Calculating the Equity Risk Premium and the Risk-free rate, 26 november 2012, [www.acm.nl](http://www.acm.nl)

<sup>2</sup>Brattle, The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation, 4 maart 2013, [www.acm.nl](http://www.acm.nl).

we het verschil op ten minste 30 basispunten<sup>3</sup> (TBG-I p15 fig 8). In deze grafiek zijn de veel grotere verschillen over 2008 niet meegenomen. Dit strookt ook beter met andere opmerkingen in de tekst van Brattle, waar bijvoorbeeld vermeld staat dat in 2012 de rente op Nederlandse 10-jaars staatsobligaties 45 bp hoger is dan de rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties (TBG-I p24).

De hogere risicovrije rente op basis van Nederlandse staatsobligaties kan mogelijk gedeeltelijk verklaard worden door lagere liquiditeit van Nederlandse obligaties ten opzichte van Duitse obligaties. Hiervoor hoeven de gereguleerde ondernemingen niet gecompenseerd te worden (TBG-I p18).

In ons scenario gaan we ervan uit dat het verschil in de 3-jaars gemiddelde rente voor Nederlandse en Duitse 10-jaars staatsobligaties 30 basispunten bedraagt. Een eerste schatting van het gebruik van de rente op Duitse staatsobligaties in plaats van het gemiddelde van Nederlandse en Duitse staatsobligaties leidt dus tot een risicovrije rente van 15 basispunten lager. Dat leidt tot een WACC van 0,17% lager ofwel € 37 miljoen minder omzet (0,8%).

### 3 RENTE-OPSLAG

De ACM hanteert een S&P single A rating als uitgangspunt bij de bepaling van de rente-opslag. De gemiddelde risicoopslag van leningen met een maturiteit van 10 jaar voor 'single A rated utilities' over de afgelopen 3 jaar was volgens Brattle's rapport uit maart 2013 1,2% (TBG-II p14).

Deze rente-opslag is berekend ten opzichte van de Duitse risico vrije rente (TBG-II p13). Het verschil tussen de gemiddelde rente over de afgelopen 3 jaar op Duitse 10 jaars staatsobligaties en op het gemiddelde van Duitse en Nederlandse 10 jaar staatsobligaties was 15 bp (zie hoofdstuk 2).

De ACM zou consistent moeten zijn en óf de Duitse risicovrije rente moeten gebruiken óf de renteopslag moeten corrigeren. In beide gevallen gaan de kosten voor vreemd vermogen met 15 bp omlaag.

Verlaging van de kosten van vreemd vermogen met 15 bp leidt tot een WACC die 0,07% lager is. De impact op de omzet is €16 miljoen (0,3%).

---

<sup>3</sup> Ruwe schatting op basis van periodes vanaf 31 augustus in de grafiek; 2009 (25 bp), 2010 (27 bp), 2011 45 bp) levert gemiddeld ruim 30 bp op.

#### 4 TRANSACTIEKOSTEN VOOR VERWERVEN VAN VREEMD VERMOGEN

De ACM schat de transactiekosten voor het verwerven van vreemd vermogen (non-interest fees in TBG-II) op 15 basispunten. Dit wordt in TBG-II als gegeven aangenomen en verder niet becommentarieerd (p.14).

Het is niet duidelijk of de opgenomen transactiekosten voor het werven van vreemd vermogen de werkelijke kosten reflecteren. De ACM kan de gemiddelde transactiekosten berekenen door die kosten uit te vragen bij de gereguleerde ondernemingen. Zo lang deze kostenpost niet is gebaseerd op werkelijke gegevens dient deze op nul gesteld te worden. Daarmee hebben de gereguleerde bedrijven een prikkel om deze kosten bekend te maken. In de Regulatorische Accounting Regels zou een eenduidig omschreven categorie voor deze kosten kunnen worden opgenomen.

Indien bedrijven geen opening van zaken willen geven, kan de non-interest fee op 0 bp gezet worden. Ceteris paribus leidt dit tot 0,07% lager WACC. De omzet is dan €16 miljoen (0,3%) lager.

#### 5 MARKTRISICOPREMIE (MRP)

TBG-I geeft aan dat stabiliteit bij het vaststellen van de MRP belangrijk is (p. 30). Toch was de waarde in de rapporten van november 2012 nog 4,6% terwijl die in de ontwerp-methodebesluiten 5,0% is. De oorzaak van het verschil is niet duidelijk.

Mogelijk ligt het verschil aan de weging. Volgens TBG-I moet gewogen worden met de standaardfout in de schatting van de ERP van ieder land (TBG-I p.20). In TBG-II wordt gewogen met de huidige marktkapitalisatie van de aandelenbeurs in een land (TBG-II p.23). Deze weging leidt tot een niet gemotiveerde stijging van de MRP met 0,4%.

Waarschijnlijk leidt het verschil in weging tussen TBG-I en TBG-II tot de nu gebruikte MRP. Die is 0,4% hoger, 5,0% in plaats van 4,6%. Met een MRP van 4,6% is de WACC 0,16% lager. Dat leidt tot € 35 miljoen (0,7%) minder omzet.

## 6 ACTIVA BÈTA

De gehanteerde vergelijkingsgroep leidt eerder tot over- dan onderschatting van de activa-  
bèta. Bedrijven uit de VS horen niet thuis in de vergelijkingsgroep. De activabèta van de  
Spaanse bedrijven in de vergelijkingsgroep zijn in 2012 sterk afwijkend van eerdere jaren.  
Spaanse bedrijven lijken onevenredig getroffen door de economische crisis en dienen voor  
deze periode niet meegenomen te worden.

### 6.1 EISEN AAN DE VERGELIJKINGSGROEP ZIJN NIET CORRECT

ACM eist dat de vergelijkingsgroep uit minstens 10 bedrijven bestaat. Omdat er maar 7  
vergelijkbare Europese bedrijven met beursnotering zijn, zijn nog 3 bedrijven uit de  
Verenigde Staten toegevoegd. Door deze eis wordt de voorspelling niet beter, maar  
slechter.

*Ter illustratie:*

*Stel we willen het gemiddelde gewicht van een renpaard weten.  
In een weiland staan 10 paarden. Ze worden allemaal gewogen  
en het totaal wordt gedeeld door 10.*

*Dan realiseert zich iemand dat 3 van de paarden in de wei  
Zeeuwse werkpaarden zijn. De overige 7 zijn renpaarden. Nu  
worden de 7 renpaarden gewogen en het totaal gewicht wordt  
gedeeld door 7. Door de 3 werkpaarden niet mee te nemen  
verbetert de schatting. Het is logisch dat een kleinere groep met  
de juiste samenstelling een betere schatting geeft dan een  
grotere groep waarin ook een ander soort paarden is  
opgenomen.*

*Bovendien blijkt dat van de 7 renpaarden er 2 ziek zijn, terwijl  
we het gewicht van gezonde renpaarden wilden weten. De  
schatting voor het gemiddelde gewicht van een gezond renpaard  
wordt vervolgens bepaald door het gewicht van de 5 gezonde  
renpaarden op te tellen en te delen door 5. Het is volkomen  
logisch dat de schatting nu verbeterd is door de steekproef  
kleiner te maken.*

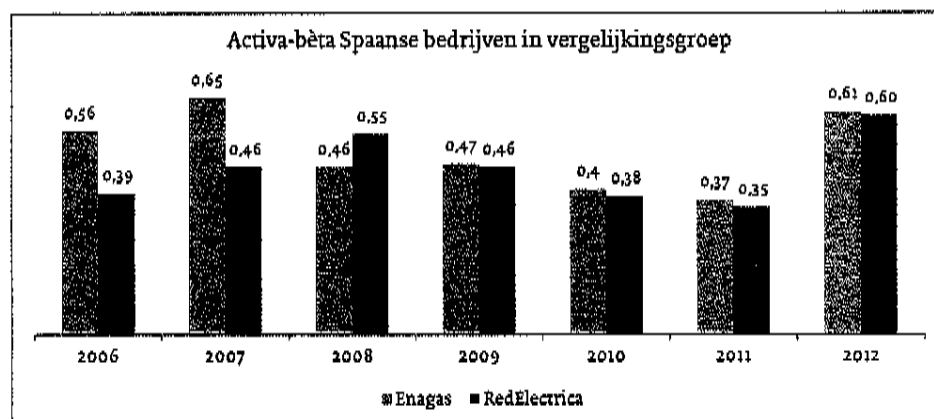
## 6.2 SPAANSE BEDRIJVEN NIET OPNEMEN

Van de 10 bedrijven in de vergelijkingsgroep komen er twee uit Spanje: RedElectrica en Enagas. De inkomsten van deze bedrijven hangen mede af van de opslag op Spaanse staatsobligaties. Gedurende de bankencrisis van de afgelopen jaren fluctueerden de Spaanse staatsobligaties sterk. Het ligt dus voor de hand om deze uitschieters niet mee te nemen.

De activabèta's van Enagas en RedElectrica zijn met respectievelijk 0,61 en 0,60 bijna het dubbele van het gemiddelde van overige Europese bedrijven in de vergelijkingsgroep.

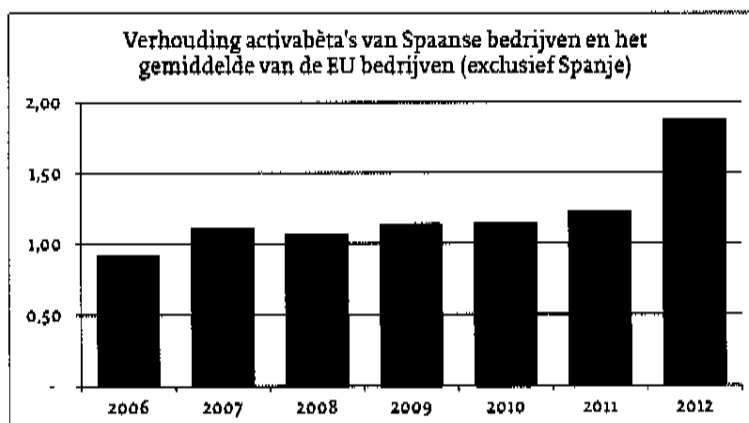
De meting in 2012 laat duidelijk een hogere activabèta zien dan in eerdere jaren (figuur 1).

Figuur 1 Activa-bèta Spaanse bedrijven in vergelijkingsgroep



De waarden voor 2006 tot en met 2011 zijn gebaseerd op dagelijkse correlaties over 2 jaar. De waarde voor 2012 is gemeten met dagelijkse correlaties over 3 jaar. Het ligt niet voor de hand dat de afwijkende meetmethode de hogere activabèta verklaart. Dit wordt nog bevestigd door de verhouding van activabèta's van de Spaanse bedrijven met de rest van de vergelijkingsgroep te analyseren. De verhouding van de activabèta's van Spaanse bedrijven en het gemiddelde van EU landen ligt in de jaren 2006 tot en met 2011 tussen 0,9 en 1,2 terwijl de verhouding van de waarden die ACM in het ontwerpmethodebesluit gebruikt maar liefst 1,9 is (figuur 2).

Figuur 2 Verhouding activa bèta's van Spaanse bedrijven en het gemiddelde van de EU bedrijven (exclusief Spanje)



Gezien de uitzonderlijk hoge activabèta's van de Spaanse bedrijven, dienen de Spaanse bedrijven niet opgenomen te worden in de vergelijkingsgroep.

### 6.3 BEDRIJVEN UIT DE VS NIET OPNEMEN IN DE VERGELIJKINGSGROEP

Er zijn meerdere redenen om bedrijven uit de VS niet op te nemen in de vergelijkingsgroep:

1. De bedrijven zijn onderworpen aan een ander reguleringsregime.
2. Het gaat om bedrijven die actief zijn in gastransport wat zich de afgelopen jaren in de VS totaal anders heeft ontwikkeld dan in de EU vanwege de winning van schaliegas.
3. Voor de MRP worden Europese beurzen gebruikt.

Gereguleerde bedrijven uit de VS blijken steeds een hogere activabèta te hebben vergeleken met bedrijven uit de EU

Zowel uit kwalitatieve als uit kwantitatieve analyse volgt dat bedrijven uit de VS niet in de vergelijkingsgroep thuis horen.

#### 6.3.1 Ander reguleringsregime

Bedrijven uit de VS zijn onderworpen aan een ander type regulering dan bedrijven uit de EU. Dit leidt tot een ander risicoprofiel van die bedrijven. Om deze reden dienen zij niet meegenomen te worden in de vergelijkingsgroep voor het bepalen van de activabèta. Ook

Frontier stelt\* “... the mix of activities engaged by North American energy companies can make them as risky, or even riskier, than their European (or Australian) counterparts.”

De ACM werd al eerder geadviseerd om rekening te houden met verschillen tussen Europa en de Verenigde Staten<sup>5</sup>. Ook gebruikt het Ministerie van I&M voor de bepaling van de activa- $\beta$  van Schiphol alleen luchthavens in de Europese Unie.

De bedrijven uit de VS hebben ook een lagere gearing dan de andere bedrijven (TBG-II) (tabel 1). De lagere gearing is consistent met hun hogere activa  $\beta$ . Om een vergelijkbare credit rating te behalen zullen zij namelijk meer eigen vermogen moeten aanhouden. Dit is weer een aanwijzing dat de ACM het risico van investeren in Nederlandse gereguleerde sectoren en daarmee de WACC, overschat.

Tabel 1 Gemiddelde gearing bedrijven uit de VS, niet VS en beiden

Bedrijven afkomstig uit:	Gemiddelde gearing
VS	35%
Niet VS	50%
Allen	45%

### 6.3.2 Bedrijven in gassector

De drie bedrijven in de vergelijkingsgroep uit de VS zijn allen actief in gastransport. De afgelopen jaren is die markt in de VS zeer dynamisch geweest. Vanwege de winning van schaliegas is de markt daar radicaal anders dan enkele jaren geleden. Het is voorstelbaar dat dit heeft geleid tot een andere correlatie van gastransportbedrijven met de aandelenmarkt dan in de Europese Unie. De bedrijven horen dus niet thuis in de vergelijkingsgroep.

### 6.3.3 Andere markt

Daarnaast wordt de MRP gebaseerd op Europese aandelenmarkten, terwijl de  $\beta$ 's van de bedrijven uit de VS zijn bepaald op basis van correlaties met de aandelenmarkten in de VS<sup>6</sup>. Hierdoor zijn de activab $\beta$ 's mogelijk minder relevant voor de EU.

### 6.3.4 Activab $\beta$ in de VS hoger dan in de EU

De ACM heeft in een eerdere rapportage de ontwikkeling van activab $\beta$ 's over meerdere jaren laten onderzoeken<sup>7</sup>. De gemiddelde activab $\beta$  van de 7 bedrijven in de vergelijkingsgroep uit de VS is 0,50. Voor de 6 bedrijven uit de EU is die 0,37 (tabel 2).

\* Frontier: “Second opinion on the WACC for the Dutch Gas Transmission System”, in opdracht van de NMa, september 2011.

<sup>5</sup> Erasmus universiteit en de Boer & Croon groep, “Syntheserapport validatie vermogenskostenvergoeding TenneT”, 5-9-2008.

<sup>6</sup> Nera, “Response to Brattle estimates of WACC for Dutch transmission company”, januari 2013.

Tabel 2 Resultaten gemiddelde activa- $\beta$  in de periode 2006-2012 in de EU VS en elders

Gemiddelde activab $\beta$								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	gemiddelde
Anders	0,28	0,25	0,28	0,23	0,22	0,25	-	0,26
EU	0,34	0,41	0,43	0,41	0,33	0,30	0,34	0,37
VS	0,53	0,52	0,50	0,52	0,48	0,45	0,46	0,50
gemiddelde	0,41	0,43	0,44	0,45	0,39	0,37	0,38	0,41

Voor dit commentaar is op dezelfde groep bedrijven een regressieanalyse uitgevoerd om de impact van Amerikaanse bedrijven op de activab $\beta$  ( $\Delta\bar{\beta}_{activa,VS}$ ) te bepalen:

$$\bar{\beta}_{activa} = \bar{\beta}_{activa,niet\ VS} + \Delta\bar{\beta}_{activa,VS}$$

Om de betrouwbaarheid van de schatting niet te overschatten, is de regressieanalyse per jaar uitgevoerd. De resultaten van de schattingen voor de verhoging van de activab $\beta$  zijn gepresenteerd in tabel 3.

Tabel 3 Resultaten regressie-analyse impact Amerikaanse bedrijven op activa- $\beta$ 

Impact van Amerikaanse bedrijven op de activa- $\beta$	d		d=daily, w=weekly			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
activab $\beta$ niet VS	0,40	0,46	0,43	0,37	0,30	0,25
verhoging door VS	0,21	0,13	0,05	0,12	0,14	0,15
<i>p-waarde verhoging</i>	<i>0,013</i>	<i>0,147</i>	<i>0,618</i>	<i>0,113</i>	<i>0,028</i>	<i>0,007</i>

Impact van Amerikaanse bedrijven op de activa- $\beta$	w	d=daily, w=weekly				
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
activab $\beta$ niet VS	0,28	0,35	0,44	0,45	0,37	0,35
verhoging door VS	0,16	0,09	0,08	0,10	0,15	0,16
<i>p-waarde verhoging</i>	<i>0,000</i>	<i>0,111</i>	<i>0,173</i>	<i>0,175</i>	<i>0,042</i>	<i>0,015</i>

Er is dus voor alle jaren een hogere waarde voor de VS gevonden. De verschillen waren in drie jaren (zowel voor wekelijkse als dagelijkse bepaling van de  $\beta$ ), significant ( $p < 0,05$ ). Ook in de andere 3 jaren was er een hogere waarde voor de VS. Gemiddeld genomen zou, van 2006 tot en met 2011, de activab $\beta$  met ongeveer 0,13 te hoog worden vastgesteld als bedrijven uit de VS worden meegenomen in de vergelijkingsgroep.

#### 6.4 IMPACT OP DE WACC

De activab $\beta$  dient te worden vastgesteld zonder de Spaanse bedrijven en zonder de bedrijven uit de VS.

De mediaan van de activab $\beta$  is dan gelijk aan 0,21 in plaats van 0,35 (tabel 4).

Dit leidt tot een WACC die 0,63% lager is. De omzet is dan € 136 miljoen ofwel 2,9% lager.

<sup>7</sup> Oxera, "Cost of capital for GTS, annual estimates for 2006 and onwards - a report prepared for the NMa", mei 2011.



Tabel 4 Activa-bèta's gesorteerd naar bedrijf en land

Bedrijf	Land	Activa-bèta	Gemiddelde en (mediaan) per gebied		Idem waardes ACM
Snam Rete Gas	Italië	0,35	EU 0,34 (0,35)	EU excl. Spanje 0,24 (0,21)	0,38 (0,35)
Terna	Italië	0,34			
REN	Portugal	0,15			
RedElectrica	Spanje	0,60			
Enagas	Spanje	0,61			
National Grid	VK	0,21			
Elia	België	0,13			
Northwest Natural Gas	VS	0,46	VS		
Piedmont Natural Gas	VS	0,59	0,46		
TC Pipelines	VS	0,34	(0,46)		

## 7 CONCLUSIE

De ACM schat de vermogenskostenvergoeding voor netbeheerders te hoog in. De impact hiervan voor gebruikers van de landelijke en regionale elektriciteit- en gasnetten is per parameter berekend. Daarbij is gerekend met gegevens uit de vorige reguleringsperiode; een totale gereguleerde activawaarde van €21,6 miljard en toegestane inkomsten van € 4,7 miljard (tabel 5).

Tabel 5 Berekening impact vermogenskostenvergoeding voor netbeheerders per parameter

	ACM	Scenario's met lagere parameters (rest parameters: TBG-II)				
		Risk free rate	Risico opslag	Issuance fees	Asset beta	MRP
		10-jaars obligaties Duitsland	Consistentie met Duitse obligaties	Zonder transparantie issuance fees -0	Enkel niet-VS bedrijven in peer groepen, gemiddelde	TBG-I in plaats van TBG-II (effect weging?)
risicovrije rente	2,50	2,35	2,50	2,50	2,50	2,50
risico-opslag	1,20	1,20	1,05	1,20	1,20	1,20
kosten van leningen	0,15	0,15	0,15	-	0,15	0,15
kosten voor vreemd verm. voor bel.	3,85	3,70	3,70	3,70	3,85	3,85
activabeta	0,35	0,35	0,35	0,35	0,24	0,35
equitybeta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,42	0,61
markrisicopremie	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	4,60
kosten voor eigen vermogen	5,56	5,41	5,56	5,56	4,60	5,32
vennooischapsbelasting	25%	25%	25%	25%	25%	25%
aandeel vreemd vermogen	50%	50%	50%	50%	50%	50%
verhouding vreemd:eigen vermogen	100%	100%	100%	100%	100%	100%
nominale WACC voor belasting	5,63	5,46	5,56	5,56	4,99	5,47
inflatie	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
reële WACC voor belasting	3,56	3,39	3,49	3,49	2,93	3,40
nominale WACC na belasting	4,23	4,09	4,17	4,17	3,74	4,10
verschil met TBG-II						
Impact op WACC		-0,17	-0,07	-0,07	-0,63	-0,16
Impact op omzet (EUR, miljoen)		-37	-16	-16	-136	-35
Impact op omzet (%)		-0,8%	-0,3%	-0,3%	-2,9%	-0,7%

In volgorde van impact:

- Het onterecht opnemen van bedrijven uit de VS en Spanje in de vergelijkingsgroep leidt tot een omzet die ongeveer 2,9% te hoog wordt vastgesteld.
- Inconsistentie met de eerdere gepresenteerde waarde van de MRP (4,6% in plaats van 5,0%) leidt tot 0,7% te hoge omzet.
- De risicovrije rente baseren op Duitse obligaties leidt tot 0,8% lagere omzet.
- Inconsistentie van de berekening van de risico-opslag leidt tot 0,3% te hoge omzet.

- Het onnodig verhogen van de kosten van vreemd vermogen met 15 basispunten leidt tot 0,3% hogere omzet.

Als de aangepaste parameters worden gecombineerd, is de impact ongeveer 210 miljoen, ofwel 4,6% van de omzet van regionale en landelijke elektriciteit- en gasnetbeheerders (tabel 6). De WACC is dan 1,0% lager dan de ACM die vaststelt.

Tabel 6 Impact na combinatie van aangepaste parameters

	ACM (E&G)	SIRM
risicovrije rente	2,50	2,35
risico-opslag	1,20	1,20
kosten van leningen	0,15	-
kosten voor vreemd verm. voor bel.	3,85	3,55
acti <span>β</span>	0,35	0,24
equi <span>β</span>	0,61	0,42
markrisicopremie	5,00	4,60
kosten voor eigen vermogen	5,56	4,28
vennootschapsbelasting	25%	25%
aandeel vreemd vermogen	50%	50%
verhouding vreemd:eigen vermogen	100%	100%
nominale WACC voor belasting	5,63	4,63
inflatie	2,00	2,00
reële WACC voor belasting	3,56	2,58
nominale WACC na belasting	4,23	3,47
Impact op WACC		-0,98
Impact op omzet (EUR, miljoen)		-213
Impact op omzet (%)		-4,6%