

Zienswijze

Datum 7 augustus 2025

Onderwerp Zienswijze ontwerpbesluit redelijk rendement warmteleveranciers 2026-2028

Energie-Nederland reageert hierbij op de [consultatie 'ontwerpbesluit redelijk rendement warmteleveranciers 2026-2028'](#). Wij onderschrijven het belang van een stabiel en voorspelbaar reguleringskader dat investeringen in de warmtetransitie faciliteert. De voorgestelde methode en parameters vormen daarvoor een belangrijke basis. Tegelijk constateren wij dat op een aantal punten het ontwerpbesluit nog niet voldoende tegemoetkomt aan de specifieke risico's, kenmerken en investeringscondities binnen de warmtesector.

In deze zienswijze benoemen wij zes hoofdpunten waarop het ontwerpbesluit aanvulling of aanpassing behoeft. Deze punten sluiten aan op eerdere inbreng vanuit de sector, op het deskundigenrapport van [REDACTED] en op de afspraken uit het proces-verbaal van de regiezitting bij het CBb van 12 november 2024.

1. Differentiatie KVV binnen de sector

De ACM hanteert een gemiddelde KVV (Kostenvoet Vreemd Vermogen) over één peiljaar zonder controle op looptijd, zekerheden of financieringsvorm. Daarmee blijven structurele renteversillen tussen kleine en grote warmtebedrijven buiten beeld. Wij vragen om een analyse op basis van loan-level data over meerdere jaren.

2. Opslag op de KEV op basis van de KVV

De ACM neemt het empirisch hogere renteverdich voor vreemd vermogen wél mee, maar past dit niet toe op de KEV (Kostenvoet Eigen Vermogen). Dit is in strijd met het deskundigenadvies en het CBb-procesverbaal in het kader van het beroep van Energie-Nederland tegen het WACC-besluit over 2023-2025. Wij verzoeken een gelijke opslag voor de KEV of, bij gebrek aan nieuwe data, toepassing van de 1,59%-opslag uit het tarievenbesluit 2022.

3a. Asymmetrisch reguleringsrisico in gerealiseerd rendement

De rendementstoets leidt tot afroaming van incidentele pieken zonder compensatie voor eerdere verliezen. Wij verzoeken toepassing van een levenscyclusbenadering per project of portfolio.

3b. Asymmetrisch reguleringsrisico in verwacht rendement (ex ante)

De tijdelijke opslag van 0,5 pp op de WACC is te beperkt en vervalt te snel. Wij vragen om verhoging van de opslag, herstel van artikel 6 lid 4 van de Beleidsregel en koppeling aan een vijfjaarsgemiddelde.

4. Algemeen reguleringsrisico

Door de hoge mate van beleids- en tariefonzekerheid is het voor warmtebedrijven onmogelijk om plausibele scenario's op te stellen. Dit risico is niet te modelleren en dient via de KEV of een aanvullende premie gecompenseerd te worden.

5. Innovatie

De huidige regeling is te restrictief en sluit veel relevante projecten uit. Wij pleiten voor een verruimde definitie van innovatief en een generieke opslag op basis van een forfaitair aandeel niet-routinematige investeringen (1,1%).

6. Marktrisicopremie (MRP)

De voorgestelde MRP van 5,20% ligt aan de onderkant van het Europese spectrum en houdt onvoldoende rekening met de hogere inflatie in Nederland. De MRP die Brattle berekend heeft, wordt ook niet getoetst bij investeerders en houdt dus geen rekening met hun realiteit. Wij stellen voor dat de ACM de MRP bij investeerders toetst, en door het meenemen van inflatie minimaal uitgaat van een reële MRP van 3,8%. Dat resulteert in een nominale MRP van ten minste 6,8% (bij 3% inflatie in 2025).

Toelichting op de zes hoofdpunten

1. Differentiatie KVV binnen de sector

Brattle signaleert een SME-interest-premium, maar ziet geen reden tot opslag.

Het Brattle-rapport bevestigt dat Nederlandse MKB-ondernemingen gemiddeld meer rente betalen dan grote bedrijven (*SME-interest-premium*) en merkt op dat de premie in Nederland “significant hoger is dan het Europese gemiddelde”. Toch acht Brattle dit verschil idiosyncratisch en dus niet-vergoedingswaardig binnen de CAPM-logica.

ACM ziet op basis van één peiljaar geen statistisch effect

Op grond van een nieuw informatieverzoek bij 84 leveranciers concludeert de ACM dat micro- en kleine warmteleveranciers in 2023 zelfs een lagere gewogen gemiddelde KVV (3,18-3,43 %) rapporteren dan het sectorgemiddelde (4,05 %) en daarom afziet van differentiatie.

Deze conclusie schiet tekort:

- *Momentopname maskeert trends* – Eén peiljaar weerspiegelt vooral de basis-rente bij contractsluiting; een basisrente-plus-spread-benadering per leningjaar is nodig om echte premie-verschillen te isoleren.
- *Gewogen gemiddelde verbergt spreiding* – Grote leveranciers trekken het sectorgemiddelde op; hun hoge schuldvolume verduistert hogere spreads bij kleinere bedrijven.
- *Financieringsvorm telt* – De ACM-dataset mengt goedkope projectfinanciering (met zware zekerheden) van kleine bedrijven met flexibele corporate loans van grote bedrijven. Zonder controle hierop worden “appels met peren” vergeleken.

- *No debt bedrijven ontbreken* – Circa 40 micro-leveranciers hebben géén banklening en vallen daardoor uit de analyse; hun impliciete hogere kapitaalkosten blijven onzichtbaar.
- *Internationale bias* – Doordat álle Nederlandse warmteleveranciers een marktkapitalisatie van minder dan €2 miljard hebben, ontbreekt de vergelijkingsbasis met de BBB+ -peergroup (meer dan €50 miljard) waar de SME-premie juist het sterkst is.

Energie-Nederland vraagt de ACM daarom om:

1. Heranalyse over meerdere jaren (minimaal 2021-2024) met voor elke lening een ontbundelde $rf + spread$;
2. Publicatie (geanonimiseerd) van loan-level data, inclusief zekerheden en contractjaar;
3. Inclusion biastest: voeg niet-gefinancierde microbedrijven toe met een schaduwspreed gebaseerd op afgewezen offertes, alsmede spreads voor BBB+ bedrijven uit de peergroup;
4. Scenarioanalyse waarbij de KVV wordt uitgesplitst naar project versus corporate financiering;

2. Opslag op de KEV, gebaseerd op de opslag in de KVV

Energie-Nederland verzoekt de ACM de KEV aan te vullen met een opslag die gelijk is aan de opslag op de KVV. Deze correctie vloeit rechtstreeks voort uit het deskundigenrapport van [REDACTED] en is bevestigd in het proces-verbaal van de regiezitting bij het CBb van 12 november 2024, waarin expliciet is opgenomen dat:

“De ACM het besluit aanvult met een opslag voor de kosten van eigen vermogen die gelijk is aan de opslag voor de kosten van vreemd vermogen.”

De logica achter deze koppeling is eenvoudig en consistent:

- De WACC van de ACM is gebaseerd op een peer-groep van grote, beursgenoteerde nutsbedrijven met lage financieringsrisico's. Warmteleveranciers in Nederland zijn overwegend klein tot middelgroot, met minder kredietruimte, hogere financieringskosten en beperkte toegang tot de kapitaalmarkt. Daar komt bij dat de warmtesector t.o.v. de peer-group grotere commodity en volumerisico's loopt.
- In de aanpassing van de KVV naar aanleiding van de eerdere CBb-uitspraak zijn de werkelijk betaalde rentes verwerkt, die voor 2020–2022 gemiddeld 1,09–1,62 procentpunt hoger liggen dan de theoretische benchmark gebaseerd op BBB+ nutsbedrijven.
- Omdat eigen vermogen per definitie achtergesteld is ten opzichte van vreemd vermogen, is het vrijwel uitgesloten dat het niet aan ten minste dezelfde risico-opslag onderhevig zou zijn. [REDACTED] concluderen dan ook dat de geme-

ten KVV-opslag in beginsel als ondergrens geldt voor de vereiste correctie op de KEV.

Brattle en de ACM erkennen dat kleinere warmteleveranciers hogere rentes betalen (de SME-interest premium). Desondanks trekken zij daaruit de onjuiste conclusie dat aandeelhouders geen extra risicovergoeding nodig hebben omdat het idiosyncratische risico zou kunnen worden weg gediversifieerd. Dat is in de praktijk onhoudbaar:

- **Lokaal concentratierisico:** Een warmtenet is per definitie geografisch geconcentreerd. Schokken zoals het wegvallen van een grote afnemer, ruimtelijke orderingsconflicten of lokaal protest treffen direct het hele kasstroomprofiel.
- **Illiquiditeit:** Aandelen in warmtebedrijven zijn zelden verhandelbaar. Kapitaal kan niet worden verplaatst bij veranderend risico.
- **Reguleringsrisico:** Besluiten van de ACM (zoals over de WACC, rendementstoets of maximumprijs) kunnen per net disproportionele effecten hebben, terwijl CAPM veronderstelt dat dit soort risico's systematisch zijn.
- **Publiek meerderheidsbelang (Wcw):** De toekomstige aandeelhouders zijn vaak gemeenten of provincies met beperkte diversificatiecapaciteit en onderling sterk gecorreleerde risico's.

De klassieke aandeelhouder uit het CAPM-model – internationaal gespreid, liquide, risicodragend – bestaat dus niet in deze sector. Daardoor blijft het aandeelhoudersrisico structureel ondergecompenseerd in de huidige WACC-systematiek.

Energie-Nederland verzoekt de ACM daarom:

- Het verschil tussen de theoretische KVV en de aangepaste, feitelijke KVV voor de sector identiek toe te passen op de KEV;
- Als op korte termijn geen nieuwe berekening mogelijk is, tijdelijk de opslag van het tarievenbesluit 2022 (1,59 pp) toe te passen;
- In de eindversie van het besluit expliciet te onderbouwen waarom de instructie uit het proces-verbaal en het advies van [REDACTED] anders zou worden geïnterpreteerd.

3a. Asymmetrisch reguleringsrisico bij het gerealiseerde rendement op project- of portefeuilleniveau

De huidige wijze waarop de rendementstoets wordt toegepast, leidt ertoe dat warmtebedrijven structureel worden afgeroomd zodra zij incidenteel een hoger rendement behalen. Tegelijkertijd is er geen effectieve mogelijkheid om eerdere verliezen of onderrendementen op projectniveau te compenseren. Daardoor ontstaat een **asymmetrisch mechanisme**: positieve uitschieters worden gecorrigeerd, negatieve niet.

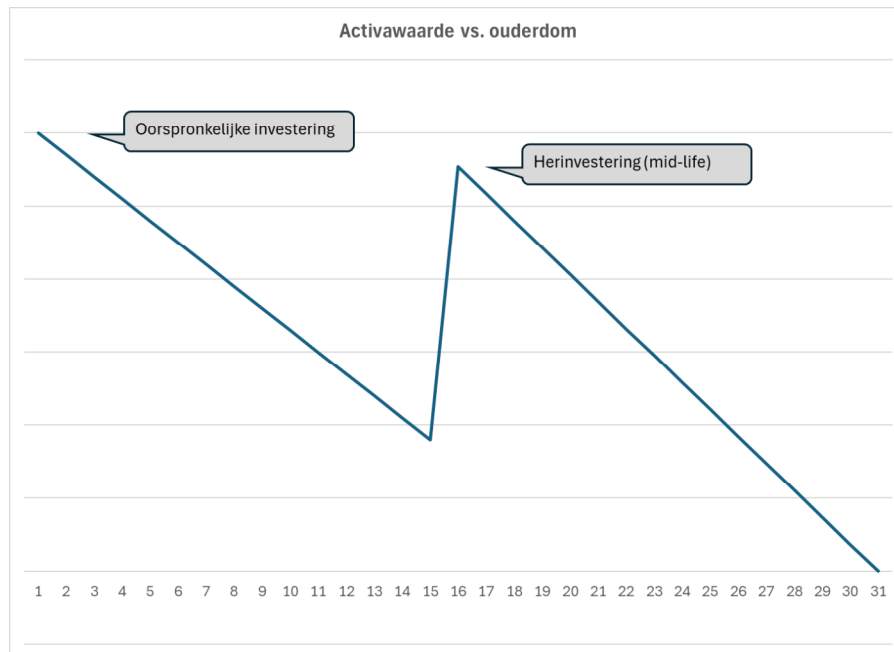
Dit probleem doet zich vooral voor op het niveau van individuele projecten of netten, waar het rendement door de jaren heen fluctueert door de activawaardering (hoge waarde bij aanvang, lage waarde aan het einde) terwijl de opbrengsten relatief stabiel blijven. Hierdoor ontstaat een **natuurlijke rendementsvariatie over de levensduur van een net**. Zelfs als het totale rendement over de hele looptijd binnen het 'redelijke' bereik valt, kan het rendement in bepaalde jaren tijdelijk hoger uitvallen. Door deze tijdelijke pieken als 'overrendement' te bestempelen en af te romen, wordt het uiteindelijke totaalrendement kunstmatig verlaagd.

Hoewel warmtebedrijven doorgaans een portfolio van netten beheren, blijft de gemiddelde ouderdom van die portfolio bepalend voor het totaalrendement. Zeker voor jonge of investerende bedrijven, met een relatief hoge gemiddelde activawaarde, vallen de jaarlijkse rendementen vaak lager uit, terwijl in latere jaren juist kans is op een tijdelijk hoger rendement — dat dan weer wordt afgeroomd.

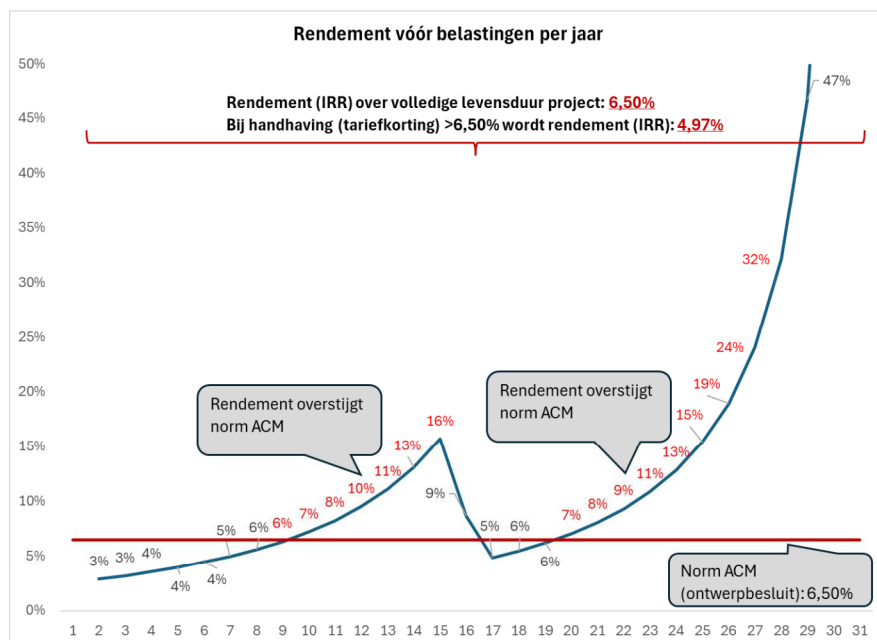
Energie-Nederland wijst erop dat dit mechanisme het realiseren van een redelijk rendement op portefeuilleniveau ondermijnt. In de praktijk functioneert het systeem daardoor als een jaarlijks afrekensysteem, zonder oog voor de meerjarige of projectmatige kasstroomdynamiek die hoort bij kapitaalintensieve infrastructuur.

Hierna hebben we vier grafieken opgenomen die dit mechanisme illustreren:

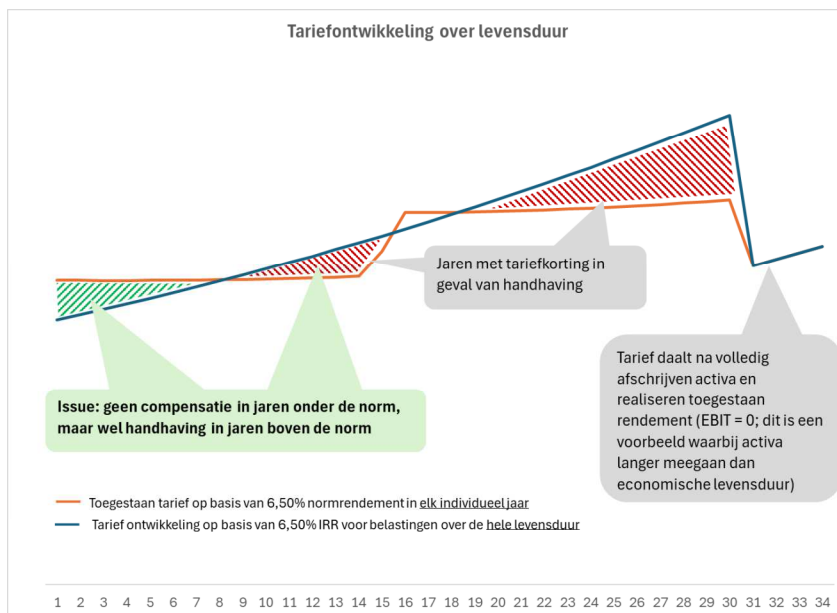
1. Typisch investeringsprofiel warmteprojecten
2. Het verwachte jaarlijkse rendement over de levensduur van een gemiddeld project.
3. Tariefontwikkeling over de jaren van een project
4. Het gat tussen gerealiseerde en toegestane EBIT



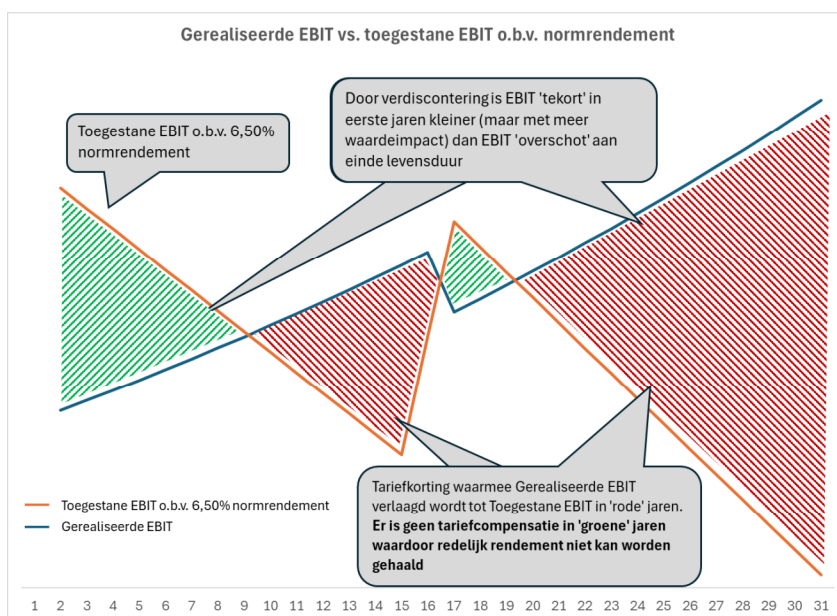
Figuur 1: Illustratief voorbeeld van investeringen in een project.



Figuur 2: Weergave van de behaalde rendementen per jaar om tot 6,5% te komen over de levensduur.



Figuur 3: Tariefontwikkeling over de levensduur van een project (tarief stijgt door indexatie CPI). De toegestane tarieven in het kader van de rendementsregulering kunnen niet behaald worden door beperking van de maximumtarieven.



Figuur 4: Overzicht van het gerealiseerde EBIT vs. genormeerde EBIT. Uit dit figuur wordt het asymmetrisch reguleringsrisico duidelijk.

Deze grafieken laten zien dat afroming in 'goede jaren' het netto totaalrendement **onder het normrendement drukt**, zelfs als het project als geheel binnen bandbreed-

tes blijft. Dit ontmoedigt investeren, zet leveringszekerheid onder druk doordat niet aan de kapitaalseisen kan worden voldaan en maakt het risicoprofiel van warmteprojecten onevenwichtig.

Wij verzoeken de ACM daarom nadrukkelijk:

- het gerealiseerde rendement in de rendementstoets te beoordelen over de gehele levenscyclus van een project of net, niet per afzonderlijk jaar;
- en bij de toepassing van correctiemechanismen expliciet rekening te houden met eerdere verliezen of lage rendementen binnen datzelfde project of portfolio.

3b. Asymmetrisch reguleringsrisico in het verwachte rendement (ex ante)

Naast het gerealiseerde rendement speelt een tweede, structureel risico: dat het verwachte rendement voor warmtebedrijven (ex ante) – dus vóór investeringsbeslissingen – lager ligt dan het normrendement dat door de ACM is vastgesteld. Dit komt doordat de regulering wél corrigeert voor hogere rendementen, maar niet automatisch compenseert voor lagere rendementen, terwijl die laatste juist frequent optreden bij nieuwe of innovatieve projecten, in gebieden met risico's, of bij veranderend beleid.

De ACM heeft dit risico erkend en in lijn met het proces-verbaal van de regiezitting van 12 nov. 2024 een voorwaardelijke opslag van 0,5 procentpunt op de WACC opgenomen om dit asymmetrisch reguleringsrisico gedeeltelijk te ondervangen.

Energie-Nederland wijst er echter op dat:

- de opslag te beperkt is in omvang en werking (vervalt na twee jaren met overrendement, artikel 6a lid 3);
- én dat zij bedoeld is als aanvulling op structurele levenscycluscorrecties (zoals artikel 6 lid 4 van de Beleidsregel), niet als vervanging daarvan.

Het asymmetrische risico in het verwachte rendement is daarmee onvoldoende afgedekt, wat kan leiden tot een lagere investeringsbereidheid en hogere risicoperceptie bij aandeelhouders.

Wij verzoeken de ACM daarom:

- De 0,5 pp-opslag te verhogen op basis van een kwantitatieve analyse in lijn met de eerdere OPTA-aanpak voor glasvezel.
- De opslag te laten vervallen als over een periode van 5 jaar van het project of de portefeuille het redelijke rendement is gerealiseerd.
- Artikel 6 lid 4 van de Beleidsregel Rendementstoets warmte **te herstellen**, zodat overrendementen expliciet kunnen worden verrekend met eerdere onderrendementen.

4. Algemeen reguleringsrisico in de warmtesector

Naast het specifieke asymmetrisch reguleringsrisico (waarvoor de ACM een tijdelijke opslag opneemt), bestaat er een breder algemeen reguleringsrisico in de Nederlandse warmtesector dat naar onze mening onvoldoende in de WACC wordt weerspiegeld.

Binnen het CAPM is de aanname dat alle niet-systematische risico's óf kunnen worden weg gediversifieerd, óf in de cashflowprognoses van een onderneming worden verwerkt. In theorie klopt dat uitgangspunt, maar de praktijk in de warmtesector wijkt daarvan wezenlijk af. Het regulerings- en beleidsklimaat is zó onzeker geworden dat warmteleveranciers het risico op structurele wijzigingen in beleid of regelgeving niet langer plausibel kunnen modelleren, laat staan kwantificeren of probabilistisch onderbouwen in scenariomodellen.

Dergelijke risico's hebben in feite het karakter van **politiek risico** buiten de invloedssfeer van het warmtebedrijf. Denk aan:

- De Spoedwet van 2024, die op korte termijn grote invloed had op tariefruimte en investeringsbeslissingen;
- De aanstaande invoering van de Wet collectieve warmte (Wcw), met een verplicht publiek meerderheidsaandeel, waarvan de exacte werking, timing en financiële gevolgen nog onduidelijk zijn;
- Fundamentele wijzigingen in de tariefregulering (bijvoorbeeld overgang naar kostengebaseerde tarieven, of een aangepaste referentie);
- Fiscale aanpassingen zoals veranderingen in de energiebelasting;
- De mogelijke gedeeltelijke onteigening van bestaande netten, zonder dat daar een sluitend compensatiekader tegenover staat.
- De potentiële onteigening indien niet voldaan kan worden aan de duurzaamheidsnormen.

Voor een of twee van deze onzekere beleidsfactoren is het wellicht nog mogelijk een realistisch scenario op te stellen. Maar de combinatie van veel onzekerheden tegelijk en de grote bandbreedte van uitkomsten maakt het lastig om op projectniveau een betekenisvolle prognose te maken van toekomstige cashflows, risico's of kansverdelingen.

Gevolg: deze onzekerheid is voor investeerders in warmtenetten niet goed te modelleren en niet te diversifiëren – het moet daarom worden gecompenseerd via een hogere vermogenskostenvoet, en dus in de WACC.

Energie-Nederland verzoekt de ACM:

- om in de uiteindelijke parameterbepaling expliciet aandacht te besteden aan dit niet-kwantificeerbare reguleringsrisico;
- en dit risico – wanneer het niet verdisconteerbaar is via cashflows – op te nemen in de KEV of via een separate opslag.

Alleen op die manier kan de WACC ook daadwerkelijk het rendement weerspiegelen dat nodig is om private en publieke investeringen in deze sector te blijven borgen.

5. Innovatie

Energie-Nederland benadrukt dat de ACM een opslag moet opnemen voor niet-routinematige investeringen, zoals eerder aangegeven in onze ingediende reactie. Door de grote onzekerheden en technologische complexiteit in de warmtesector zijn hogere risico's onvermijdelijk, wat een opslag rechtvaardigt. Wij stellen een forfaitair generiek percentage van 36,5% niet-routinematige investeringen en een opslag van 3%, resulterend in een totaal van 1,1%. Dit voorstel voorkomt onderinvestering en ondersteunt de energietransitie effectief.

6. MRP

De voorgestelde marktriscopremie van 5,20% nominaal in het ontwerpbesluit lijkt op het eerste gezicht zorgvuldig onderbouwd en sluit aan bij het advies van Brattle. Tegelijkertijd is het belangrijk te onderkennen dat de MRP geen objectief gegeven is, maar altijd een normatieve, modelgebaseerde schatting. Ook Brattle erkent dit in het rapport: de gekozen MRP hangt af van economische context, schattingsmethoden, gebruikte datasets en de weging van historische en forward-looking bronnen. Er bestaat dus een reële beleidsruimte voor het maken van onderbouwde keuzes binnen een bandbreedte.

In dat licht vallen twee punten op:

1. Perspectief van investeerders wordt niet meegenomen. Het onderzoek van Brattle is theoretisch en sluit onvoldoende aan bij de realiteit. Volgens ons is het een tekortkoming van het onderzoek om de uitkomsten niet te toetsen op de hurdle rates van daadwerkelijke investeerders. Zonder deze toets met aandeelhouders, financiers en bancaire financieringsvoorwaarden heeft het rapport beperkte praktische waarde en kan het niet als basis dienen voor de warmtetransitie.

Dit punt heeft Energie-Nederland in haar zienswijze op het Besluit over de periode 2023-2025 ook al aangekaart. Het is echter van nog meer belang geworden om daadwerkelijke premies die investeerders hanteren, mee te nemen gezien het feit dat er tussen de twee besluiten bijvoorbeeld de Spoedwet en de Wcw zijn aangenomen. Bij de laatste geldt dat tarief- en rendementsregulering, wat in lagere regelgeving wordt uitgewerkt, pas later behandeld worden. Dit illustreert dat risico's niet alleen door de markt, maar ook door wijzigingen in regulering of toezicht ontstaan.

2. De voorgestelde MRP van 5,20% bevindt zich aan de onderkant van het Europese spectrum. In Duitsland hanteert de Bundesnetzagentur (BNetzA) bijvoorbeeld een reëel MRP van 3,8%, wat bij een verwachte inflatie van 2,5% neerkomt op een nominale premie van ongeveer 6,3% – ruim boven het Nederlandse niveau.

De ACM volgt met de nominale benadering een methode waarbij de MRP feitelijk daalt wanneer inflatie stijgt. Veel andere Europese toezichthouders, zoals de BNetzA, werken juist met een reëel uitgangspunt, waardoor de MRP meebeweegt met de inflatieverwachting. Hierdoor ontstaat een structureel verschil in rendementstoekenning, dat ten nadele werkt voor kapitaalintensieve sectoren zoals warmtenetten. Die worden doorgaans gekenmerkt worden door lange terugverdientijden, beperkte verhandelbaarheid en lokale (en dus moeilijk te spreiden) risico's.

Bovendien is de gemiddelde inflatie in Nederland over de afgelopen jaren structureel hoger geweest dan in de meeste andere EU-landen. Dat betekent dat het reële rendement – en dus het werkelijke verwachte rendement voor investeerders – nog lager uitvalt dan de nominale MRP suggereert.

Energie-Nederland stelt daarom voor:

- het toetsen van de WACC's die Brattle hanteert, met de realiteit van investeerders, financiers en bancaire financieringsvoorwaarden;
- om de marktrisicopremie voortaan reëel vast te stellen en uit te gaan van een benchmark van 3,8% reëel, in lijn met de methode van de Duitse toezichthouder BNetzA;
- deze reële premie jaarlijks te vertalen naar een nominale MRP op basis van de verwachte inflatie van het afgelopen jaar.
- de nominale MRP voor het 2026 dus vast te stellen op minimaal **6,8%** (3,8% reëel + 3% inflatie (verwachting inflatie 2025)).

Met deze correctie sluit de MRP-methodiek beter aan bij internationale praktijk, inflatieontwikkeling en het risicoprofiel van de Nederlandse warmtemarkt.