

ACM kenmerk: ACM/DE/2013/103999/227

Zaaknummer: 103999 Methodebesluit NE6R

SCHRIFTELIJKE ZIENSWIJZE

van

STEDIN NETBEHEER B.V.

inzake

Het ontwerp methodebesluit regionale netbeheerders elektriciteit 2014 – 2016

Rotterdam, 11 juni 2013

1 Inleiding

1 Op 1 mei 2013 heeft de Autoriteit Consument & Markt (hierna: “**ACM**”) het zogenoemde Ontwerp methodebesluit regionale netbeheerders elektriciteit 2014 – 2016 (het “**Ontwerpbesluit**”) gepubliceerd. In overeenstemming met de van toepassing verklaarde uniforme openbare voorbereidingsprocedure, zoals bedoeld in afdeling 3.4 van de Algemene wet bestuursrecht, zijn belanghebbenden uitgenodigd om een mondelinge en/of schriftelijke zienswijze in te dienen.

2 Stedin Netbeheer B.V. (“**Stedin**”) heeft gebruik gemaakt van de mogelijkheid om een mondelinge zienswijze in te dienen. Zij verwijst in dit verband naar de zienswijze die mede namens haar door Netbeheer Nederland tijdens de hoorzitting van 30 mei 2013 naar voren is gebracht. Een kopie van de daarbij door Netbeheer Nederland overgelegde pleitaantekeningen wordt volledigheidshalve overgelegd als Bijlage 1.

3 In aanvulling op de mondelinge zienswijze wenst Stedin hierbij tevens een schriftelijke zienswijze in te dienen in verband met het Ontwerpbesluit. In deze schriftelijke zienswijze zal Stedin de volgende onderwerpen aan de orde stellen:

- de in het Ontwerpbesluit voorgestelde WACC;
- de in het Ontwerpbesluit voorgestelde “one off”;
- de in het Ontwerpbesluit voorgestelde methode ter bepaling van de q-factor;
- de in het Ontwerpbesluit voorgestelde vergoeding in verband met lokale heffingen (precario).

4 Deze schriftelijke zienswijze vormt een aanvulling op de schriftelijke zienswijze die Netbeheer Nederland namens de verschillende individuele netbeheerders, en derhalve ook namens Stedin, indient.

2 WACC

5 In het Ontwerpbesluit (randnummer 120 e.v.) overweegt de ACM onder meer als volgt:

“120. Ingevolge artikel 41, derde lid, van de E-wet heeft de x-factor onder meer als doel te bereiken dat de netbeheerder in ieder geval geen rendement kan behalen dat hoger is dan in het economisch verkeer gebruikelijk (een ‘redelijk rendement’). ACM stelt het redelijk rendement gelijk aan de WACC van een efficiënt gefinancierde netbeheerder.

121. De WACC stelt efficiënte bedrijven in staat om een redelijk rendement te behalen op het geïnvesteerde vermogen dat benodigd is als vergoeding voor de vermogensverschaffers. De WACC is een procentuele vergoeding op het vermogen en omvat zowel een vergoeding voor het vreemd vermogen als voor het eigen vermogen. De gehanteerde WACC is om deze reden een gewogen gemiddelde van de kostenvoet van vreemd vermogen en de kostenvoet van het

eigen vermogen, op basis van een door ACM vastgestelde gearing (mate van financiering met vreemd vermogen).

(...)

123. ACM is zich bewust van het feit dat het van groot belang is dat de WACC op het juiste niveau wordt vastgesteld. Een te hoge WACC leidt ertoe dat netbeheerder een hoger dan redelijk rendement behalen, waardoor afnemers te veel betalen voor de geleverde diensten. Een te lage WACC leidt ertoe dat netbeheerder een lager dan redelijk rendement behalen. In dat geval zouden zij niet in staat zijn een marktconforme vergoeding te betalen aan haar vermogensverschaffers. Bij (her)financiering van de kapitaalbehoefte zullen vermogensverschaffers bij een te lage WACC onvoldoende bereid zijn om kapitaal ter beschikking te stellen. Noodzakelijke investeringen, en daarmee de leveringszekerheid, kunnen daardoor in het gedrang komen.

124. Bij de vaststelling van de WACC is het van belang dat ACM een vergoeding vaststelt die redelijk kan worden geacht voor de hoogte van de vermogenskosten van de netbeheerders in de komende reguleringsperiode. Bij het vaststellen van de WACC anticipeert ACM daarom op toekomstige ontwikkelingen. ACM beschouwt voor de bepaling van de WACC historische gegevens als het beste vertrekpunt voor voorspellingen van de toekomst. Historische gegevens vormen volgens ACM de meest objectieve en robuuste schatter. De waarden van de parameters in het verleden vormen daarom de basis voor de berekening van de WACC voor de reguleringsperiode. Een belangrijk criterium voor de vast te stellen parameters is dat deze, al dan niet in onderlinge samenhang, in voldoende mate robuust dienen te zijn voor mogelijke ontwikkelingen op financiële markten gedurende de reguleringsperiode. ACM neemt de ontwikkeling van individuele parameters over verschillende referentieperioden in het verleden in ogenschouw, waarbij een balans wordt gezocht tussen de representativiteit van de gemiddelde waarden van historische gegevens uit meer recente jaren en de robuustheid van gegevens over een wat langere periode. Waar nodig weegt ACM ook prognoses van gerenommeerde organisaties mee bij het vaststellen van de toekomstige waarden van de parameters.”

6 Hieruit volgt dat ook de ACM van oordeel is dat de WACC op een zodanig niveau moet worden vastgesteld dat efficiënte netbeheerders in staat zijn een redelijk rendement te behalen.

7 Bij de vaststelling van de WACC baseert de ACM zich met name op twee rapporten die door het onderzoeksbureau The Brattle Group (“**Brattle**”) in opdracht van de ACM zijn opgesteld. In een eerste rapport van 26 november 2012 heeft Brattle de voor- en nadelen onderzocht van de eerder door de NMa en OPTA gehanteerde methodes voor vaststelling van de WACC (Brattle-1). In een tweede rapport van 13 maart 2013 heeft Brattle vervolgens de hoogte van de parameters van de WACC onderzocht (Brattle-2).

8 De ACM meent in het Ontwerpbesluit dat een WACC van 3,6% de netbeheerders in staat stelt een redelijk rendement te behalen, en baseert zich hierbij volledig op Brattle-2, het tweede rapport dat Brattle in opdracht van de ACM heeft opgesteld¹.

9 Hieruit volgt reeds dat de ACM niet heeft getoetst of de toepassing van het door Brattle bedachte model voor de berekening van de WACC leidt tot redelijke uitkomsten. Bij gebreke van enige toetsing aan de realiteit, is evenmin onderzocht of bijstelling nodig is van de WACC zelf of van de wijze waarop de WACC wordt ingevuld.

10 Naar het oordeel van Stedin volgt zowel uit de theorie als uit de praktijk dat de rapporten van Brattle onjuist zijn en onvoldoende onderbouwing bieden voor de voorgestelde WACC van 3,6%.

2.1 Een aantal belangrijke elementen zijn niet door Brattle onderzocht

11 In het kader van de harmonisering van de WACC-methodologie, heeft de NMa het Brattle-1 rapport laten opstellen. In voetnoot 1 bij dit rapport wordt het volgende opgemerkt:

“Note that an evaluation of the merits of the using the geometric mean ERP vs. the arithmetic mean ERP is outside of the scope of our work. The reference period for the risk-free rate, that is the historical period over which the average risk free rate should be calculated, was also not part of the research”

12 Het is ook duidelijk uit het Brattle-2 rapport dat Brattle op deze twee punten slechts uitvoert wat aan haar is voorgeschreven door de NMa. Over beide punten is echter discussie mogelijk en de motivering van de door de ACM gemaakt keuzes in de bijlage bij het Ontwerpbesluit overtuigt niet.

13 Wat betreft het eerste punt, het nemen van het gemiddelde van het rekenkundig gemiddelde en het meetkundig gemiddelde voor het bepalen van de equity risk premium (ERP), wordt in de bijlage slechts opgemerkt dat wetenschappers verdeeld zijn over de vraag welk gemiddelde het best gebruikt kan worden. Dit kan uiteraard niet als een afdoende motivering voor een bepaalde keuze worden aangemerkt. Bovendien worden het rekenkundig gemiddelde en het meetkundig gemiddelde op een totaal verschillende manier berekend. Het is dus ook zeer de vraag of het gemiddelde van deze twee gemiddelden tot een juiste uitkomst leidt, zelfs als de waarheid ergens tussen deze twee gemiddelden in zou liggen.

14 Opmerkelijk is in dit verband ook dat OPTA voor de harmonisatie uitging van het rekenkundig gemiddelde (dat hoger ligt dan het meetkundig gemiddelde), en dat er in het kader van de harmonisering geen onderzoek heeft plaatsgevonden naar de vraag of de methode van OPTA niet te prefereren was. In een rapport van het onderzoeksbureau NERA Economic Consulting (“**NERA**”) voor OPTA wordt bijvoorbeeld gesteld:

¹ Zie randnummer 127 van het Ontwerpbesluit.

*“The arithmetic mean of long-term historic data is our preferred measure of the equity risk premium (ERP), consistent with the academic literature. Only the arithmetic mean adequately represents the mean of all returns that may possibly occur over the investment holding period”.*²

- 15 Aan Brattle is ten onrechte niet gevraagd dit punt te onderzoeken. De uitkomst van de rapporten van Brattle zou anders geweest (kunnen) zijn indien Brattle tot de conclusie zou zijn gekomen dat binnen de door haar geadviseerde systematiek het toepassen van het rekenkundig gemiddelde gepaster zou zijn geweest.
- 16 Wat betreft het tweede punt, de referentieperiode voor de risicovrije rente, lijkt bij de harmonisering ook gekozen te zijn voor de methode die leidt tot de laagste WACC. De NMa ging tot dusverre uit van het gemiddelde van het 2-jaars en 5-jaars voortschrijdend gemiddelde, en OPTA van het 3-jaars voortschrijdend gemiddelde. In het Ontwerpbesluit wordt dus de eerder door OPTA gevolgde methode door de ACM overgenomen, zonder dat Brattle hierover om advies is gevraagd.
- 17 Overigens lijkt meer in het algemeen ook te gelden dat de meeste aanpassingen die volgen uit de door de ACM voorgestane harmonisering van de WACC, in de praktijk leiden tot een neerwaartse aanpassing van de WACC ten opzichte van de vorige reguleringsperiode.
- 18 Zo wordt bijvoorbeeld in het verslag van het WACC-Overleg Klankbordgroep van 14 november 2012 aangegeven dat het werken met puntschattingen in plaats van met bandbreedtes tot een structureel licht lagere WACC leidt. In de geharmoniseerde benadering van de WACC wordt vervolgens gewerkt met dergelijke puntschattingen.
- 19 De harmonisering van de WACC leidt tot een duidelijke wijziging van de systematiek op een aantal fronten. Voor de voorspelbaarheid van de regulering is het van bijzonder belang dat de reguleringsmethodiek, inclusief de vaststelling van de WACC, stabiel is³. De ACM heeft echter geen onderzoek gedaan naar de gecombineerde effecten van de wijzigingen voor de gereguleerde ondernemingen. De ACM heeft evenmin onderzocht of deze wijzigingen – in onderlinge samenhang bezien – leiden tot een juiste vaststelling van de WACC.
- 2.2 Ten onrechte hanteert de ACM inconsistente referentieperiodes voor de risicovrije rente en de marktrisicopremie**
- 20 In het Ontwerpbesluit verwijst de ACM naar twee de rapporten die Brattle heeft opgesteld ten behoeve van de vaststelling van de methode voor de berekening van de WACC.
- 21 In het eerste rapport van 26 november 2012, *“Calculating the Equity Risk Premium and the Risk-Free Rate”*, heeft Brattle onderzoek gedaan naar de wijze waarop de risicovrije rente en de marktrisicopremie moet worden bepaald.

² NERA, The Cost of Capital for KPN's Wholesale Activities, A Final Report for OPTA, April 2009.

³ In geval van reguleringsrisico's is immers een toeslag op de WACC noodzakelijk.

- 22 Opvallend is dat de onderzoeksopdracht aan Brattle lijkt te zijn verstrekt in verband met de op dat moment op handen zijnde fusie van de NMa, de OPTA en de Consumentenautoriteit (tot de ACM), en de wens om in dat verband de tot dan toe verschillende methoden ter bepaling van de WACC te harmoniseren. Zie in dit verband de inleiding van het betreffende rapport:

“The NMa and OPTA have already harmonized many of the elements of the WACC calculation. The two remaining elements to be harmonized are the risk-free rate and the equity risk premium (ERP). Accordingly, the NMa has commissioned The Brattle Group to investigate the strengths and weaknesses of the NMa’s and OPTA’s current methods for calculating the risk free rate and the ERP, and to explain if there are any economic reasons to use different methods. In a second, later report we will use the ACM’s final WACC methodology to estimate the WACC.”

- 23 Stedin is van oordeel dat het belang van reguleringszekerheid voor netbeheerders (en afnemers) zwaarder weegt dan het belang van harmonisatie voor de nieuwe toezichthouder ACM. De keuze van de ACM voor een nieuwe methodiek voor de vaststelling van de risicovrije rente en de marktrisicopremie is om die reden onvoldoende onderbouwd.

- 24 Van meer belang nog is dat de door Brattle voorgestelde, en door de ACM nagevolgde, methodiek ter vaststelling van de risicovrije rente en de marktrisicopremie onjuist is en tot een onzorgvuldig en onredelijk resultaat leidt.

- 25 In Brattle-1 wordt over de relatie tussen de risicovrije rentevoet en de marktrisicopremie (ERP) het volgende door Brattle geconcludeerd:

“Thus, a decline in the government bond yield is likely to lead to an underestimation of the cost of equity using the CAPM, if no change is made to the ERP. This is consistent with our views in section 4, where we conclude that the ERP should be adjusted upward at times of market stress and volatility, based on the results of for example dividend growth models”⁴

- 26 In Brattle-2 stelt Brattle::

“Accordingly, forecast ERP estimates based on Dividend Growth Models are above the long-term average of arithmetic and geometric ERP for Europe. Therefore it seems reasonable not to make any downward adjustments that are sometimes applied to the historical average ERP”⁵

- 27 Deze twee uitspraken zijn tegenstrijdig. In Brattle-1 komt Brattle immers tot de conclusie dat er gegronde redenen zijn om de ERP naar boven bij te stellen vanwege de crisis. In

⁴ Zie pagina 37.

⁵ Zie pagina 24.

Brattle-2 stelt zij dat er geen redenen zijn om de ERP naar beneden bij te stellen om dezelfde redenen. In Brattle-2 wordt uitgelegd dat de opwaartse aanpassing gelijk is aan het niet doorvoeren van neerwaartse aanpassingen. Hiermee geeft Brattle echter geen antwoord op de vraag of de ERP, zoals die nu is vastgesteld, niet nog steeds een onderschatting geeft vanwege het marktklimaat. Met andere woorden: Brattle geeft een technisch antwoord op commentaar dat is geleverd op haar benadering, maar legt niet uit waarom de ERP zoals deze is vastgesteld, zonder opwaartse aanpassing voor de crisis, juist is.

- 28 De onjuistheid van de door Brattle voorgestelde, en door de ACM nagevolgde, methodiek blijkt ook uit een rapport van 11 januari 2013 dat NERA ten behoeve van Netbeheer Nederland heeft opgesteld. Een afschrift van het betreffende rapport, "*Response to Brattle's Estimates of the Weighted Average Cost of Capital for Dutch Network Companies*", wordt overgelegd als Bijlage 2. Stedin verzoekt de inhoud van het betreffende rapport als hier herhaald en ingelast te beschouwen.
- 29 Eén van de kernbezwaren die NERA formuleert en motiveert tegen de door Brattle gesuggereerde methodiek, is de inconsistentie van een korte referentieperiode voor de risicovrije rente en een langere referentieperiode voor de marktrisicopremie.
- 30 In het tweede rapport van 4 maart 2013, "*The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation*", heeft Brattle gereageerd op de bevindingen van NERA. Bij de vaststelling van de hoogte van de WACC sluit de ACM zich aan bij dit tweede rapport van Brattle⁶.
- 31 Het Ontwerpbesluit maakt echter niet duidelijk om welke redenen de ACM van mening is dat het rapport van Brattle juist – en het rapport van NERA onjuist – is. Juist vanwege de betekenis van de WACC voor de gereguleerde inkomsten van netbeheerders, moet de ACM haar keuze voor het standpunt van Brattle motiveren.
- 32 De reactie van Brattle op het NERA rapport miskent bovendien dat, nu de risicovrije rente negatief is gecorreleerd met de marktrisicopremie, de WACC wordt vastgesteld op basis van een historisch lage risicovrije rente en een lagere marktrisicopremie dan de premie die thans voor vergelijkbare bedrijven geldt.
- 33 De in het Ontwerpbesluit neergelegde keuze met betrekking tot de risicovrije rente en de marktrisicopremie heeft tot gevolg dat de WACC te laag wordt vastgesteld, zulks in strijd met de gedachte dat efficiënte netbeheerders een redelijk rendement moeten kunnen behalen, en leidt tot grote tariefschommelingen tussen reguleringsperiodes.
- 2.3 Ten onrechte hanteert de ACM een korte referentieperiode voor de risicovrije rente**
- 34 De vaststelling van de WACC mag naar het oordeel van Stedin niet louter geschieden op basis van theoretische modellen. Zeker ook gezien het belang van de WACC voor de tariefregulering en daarmee voor de inkomsten van netbeheerders, moet de ACM bij de

⁶ Zie randnummer 127 van het Ontwerpbesluit.

vaststelling van de WACC ook de praktijk in ogenschouw nemen en de theoretische modellen toetsen aan de praktijk.

- 35 Hiermee betwist Stedin niet dat de WACC gebaseerd mag zijn op de WACC van een netbeheerder die zich efficiënt financiert in plaats van op de werkelijke vermogenskosten van de betreffende netbeheerders⁷. Hiermee bedoelt Stedin enkel dat het vraagstuk van efficiënte financiering ook moet worden beantwoord aan de hand van de (financierings)praktijk van en voor netbeheerders.
- 36 In dat verband heeft Stedin aan PricewaterhouseCoopers Advisory N.V. (“**PwC**”) gevraagd om aan de hand van verschillende analyses een vergelijking te maken tussen enerzijds de door de ACM voorgestelde regulatorische methodiek voor vaststelling van de kostenvoet voor vreemd vermogen in de WACC, en anderzijds de “financiële wereld” van Stedin.
- 37 Het door PwC opgestelde rapport “*Optimal debt portfolio and the regulatory cost of capital*” van 18 januari 2013, waarvan een afschrift wordt overgelegd als [Bijlage 3](#), bevat onder meer de volgende conclusies en aanbevelingen – en uiteraard een onderbouwing daarvan:
- het voorstel van de ACM om de vergoeding vreemd vermogen te baseren op een 3-jaars gemiddelde van 10-jaars obligaties, en aldus een korte referentieperiode te hanteren, vergroot de volatiliteit van tarieven aangezien de WACC sterk doorwerkt in de x-factor;
 - bij een korte referentieperiode wordt met de huidige lage rentestanden de “*mismatch*” tussen de vergoeding vreemd vermogen en de werkelijke rentelasten (gebaseerd op een prudent financieringsbeleid) versterkt;
 - wanneer netbeheerders deze *mismatch* tussen de vergoeding vreemd vermogen en de werkelijke rentelasten willen minimaliseren, zouden zij de totale looptijd van vreemd vermogen moeten verkorten tot 5 jaar (waarmee de gemiddelde looptijd wordt verkort tot onder 3 jaar);
 - dit gaat echter in tegen zowel theorie als praktijk:
 - de dominante theorie is het “*maturity matching*” principe, inhoudende dat langlopende activa het best gefinancierd kunnen worden met langlopende schuld;
 - het minimaliseren van liquiditeitsrisico's is het hoofddoel van bedrijven (in de peergroep), en niet het minimaliseren van rentelasten;
 - liquiditeit, schuldposities en regulering zijn belangrijke onderdelen bij het bepalen van de kredietwaardigheid van netbeheerders door rating agencies;

⁷ Zie randnummer 125 van het Ontwerpbesluit.

- het verlengen van de referentieperiode past beter bij het risicoprofiel van netbeheerders en zal tariefvolatiliteit verlagen⁸.

38 Specifiek met betrekking tot de gevolgen voor Stedin van de door de ACM voorgenoemen methodiek, bevat het rapport van PwC de volgende bevindingen:

“Main findings

- *Stedin faces a strategic dilemma in financing decisions: shorten debt maturities to mimic NMA’s cost of debt allowance or maintain prudent financing policies and minimize refinancing risks*
- *Shortening debt maturities can lead to a chain-effect, whereby the risk profile is negatively affected*
- *S&P could conclude that NMA’s WACC has as significant negative impact on tariffs and x-factors and increases risks for the company, with consequently a negative impact on the company’s credit rating*
- *The mismatch in the cost of debt creates a risk for shareholders for which they are currently not compensated*
- *NMA’s short term approach makes tariffs more volatile, which is negatively valued by network users*
- *We advise to base the cost of debt allowance on 10-year average yields, bringing revenues in line with costs, improving tariff stability, and correcting for the current artificially low yields”*

39 De *mismatch* tussen de door de ACM gehanteerde vergoeding vreemd vermogen en de werkelijke financieringslasten (gebaseerd op een looptijd die passend is bij de activiteiten) leidt tot twee mogelijke problemen. Ofwel de kostenvoet vreemd vermogen in het WACC-model is te laag, waardoor de WACC uitkomt onder hetgeen als redelijk rendement kan gelden; ofwel de netbeheerders passen de wijze van financiering aan het model aan, waardoor zij zich feitelijk financieren op een wijze die niet goed aansluit bij hun activiteiten.

40 In het eerste geval zakt de WACC dus onder de norm voor een efficiënt gefinancierde netbeheerder, en is de uitkomst van het model simpelweg onjuist. In het tweede geval zorgt het WACC-model ervoor dat de netbeheerder zich minder efficiënt gaat financieren, hetgeen rechtstreeks in tegenspraak is met de uitgangspunten die de ACM hanteert bij de vaststelling van de WACC.

⁸ De bevindingen van PwC zijn ook neergelegd in het artikel *“Referentieperiode voor vaststellen reguleringsrente netbeheerders”* zoals verschenen in ESB Marktordering, Jaargang 98 (4660) 17 mei 2013 (zie [Bijlage 4](#)).

- 41 Voor de verdere argumentatie bij de hiervoor geschetste conclusies, aanbevelingen en bevindingen verwijst Stedin kortheidshalve naar het rapport van PwC. Stedin verzoekt die argumentatie als hier herhaald en ingelast te beschouwen.
- 42 Voor de duidelijkheid wijst Stedin in dit verband nogmaals op het feit dat sprake is van een leningenportefeuille die bestaat uit leningen met diverse looptijden en diverse rentepercentages. Een lening die in het verleden voor een bepaalde looptijd en met een bepaald rentepercentage is afgesloten, kan (anders dan de ACM in het Ontwerpbesluit veronderstelt) niet zonder meer worden beëindigd en worden vervangen door een nieuwe lening met het door de ACM op basis van de huidige marktomstandigheden voorgestane percentage van 3,6%. Dit veronderstelt een herfinanciering die niet past bij een netbeheerder die met het oog op de hem toevertrouwde wettelijke taken geen onnodige risico's wil nemen.
- 43 Ter illustratie: de gemiddelde rentelast van de Eneco-groep, waarvan Stedin deel uitmaakt, bedroeg 5,7% in 2012⁹. Op grond hiervan mag worden aangenomen dat het tot ver na 2017 zal duren voordat een WACC percentage van 3,6% voor Stedin haalbaar is, en dan nog ervan uitgaande dat de rentepercentages op het huidige lage niveau blijven.
- 44 Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van onderstaande tabel, die inzicht geeft in de ontwikkeling van de kosten op vreemd vermogen van de Eneco-groep, wanneer bij afloop van de huidige leningen herfinanciering tegen 3% mogelijk zou zijn.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Totale bestaande schuld	2.049	2.048	1.893	1.874	1.841	1.640	1.572	1.043
Aflopende schuld	1	155	19	33	200	68	529	322
Totale bestaande schuld einde jaar	2.048	1.893	1.874	1.841	1.640	1.572	1.043	721
Huidige gewogen gemiddelde rente% (WACC)	5,25%							
Ontwikkeling rente% bij herfinanciering op 3%		5,2%	5,1%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,3%

De in bovenstaande tabel vermelde percentages moeten worden vergeleken met de waarde voor de vermogenskostenvoet vreemd vermogen, die door ACM op 3,85% is vastgesteld. Het is evident dat de kapitaalslasten van de Eneco-groep – en daarmee ook van Stedin – in de nabije toekomst boven de door de ACM voorgestelde kostenvoet vreemd vermogen van 3,85% zullen liggen.

- 45 Stedin heeft het rapport van PwC toegezonden aan de ACM bij brief van 18 januari 2013 (zie [Bijlage 5](#)). Ook in deze brief wijst Stedin op de negatieve gevolgen van de door de ACM voorgenomen methodiek:

Uit het onderzoek van PwC blijkt dat de door de NMa voorgestelde methode leidt tot grote verschillen tussen de gereguleerde kapitaalslasten en de werkelijke kapitaalslasten van een prudent gefinancierde netbeheerder. Ook leidt de methode van de NMa tot ongewenste tariefschommelingen. Daarnaast zal vaststelling van de WACC op het voorgestelde niveau mogelijk leiden tot een

⁹ Zie Eneco Jaarverslag 2012.

verslechtering van de credit-rating van Stedin, hetgeen zal leiden tot een ernstige beperking van het vermogen van Stedin om kapitaal aan te trekken voor investeringen. PwC adviseert daarom de door de NMa voorgestelde methode aan te passen en te kiezen voor een lange referentieperiode voor de risicovrije rente.”

46 De ACM gaat in het Ontwerpbesluit volledig voorbij aan het rapport van PwC en de daarin neergelegde argumenten voor een lange referentieperiode voor de risicovrije rente.

47 Hieruit volgt dat de door de ACM in het Ontwerpbesluit voorgestelde methodiek voor vaststelling van de kostenvoet voor vreemd vermogen in de WACC zowel onjuist als onvoldoende gemotiveerd is.

2.4 Onjuiste referentieperiode voor de vaststelling van de bèta

48 In paragraaf 4.2 van Bijlage 2 bij het Ontwerpbesluit gaat de ACM in op de berekening van de *equity bèta*. Specifiek met betrekking tot de daarbij te hanteren referentieperiode, overweegt de ACM als volgt:

“Ten aanzien van de referentieperiode concludeert ACM het volgende. Vanuit het oogpunt van consistentie tussen parameters, acht ACM het wenselijk om aan te sluiten aan de referentieperiode die bij de andere parameters wordt gebruikt. Daarom gebruikt ACM een referentieperiode van drie jaar ook ten aanzien van de bèta.”¹⁰

49 De keuze van de ACM voor een referentieperiode van drie jaar is echter onjuist. Zij laat de referentieperiode voor de bepaling van de bèta hiermee aansluiten bij de referentieperiode van de risicovrije rente (namelijk drie jaar), terwijl de bèta nu juist (negatief) correleert met de marktrisicopremie. Een methodisch juiste keuze zou zijn om aan te sluiten bij de referentieperiode van de marktrisicopremie¹¹.

2.5 Ten onrechte toepassing van rente op Duitse staatsobligaties

50 Blijkens het Ontwerpbesluit is de ACM voornemens om de risicovrije rente mede te baseren op de rente op Duitse staatsobligaties. In het Ontwerpbesluit verwijst de ACM in dit verband naar de opvattingen van Brattle dat *“beleggers in Nederlandse gereguleerde ondernemingen in principe hun beleggingen internationaal kunnen diversifiëren”* en dat de Nederlandse economie *“internationaal georiënteerd”* is¹².

51 Hoewel Stedin het met bovenstaande generieke overwegingen op hoofdlijnen eens is, is zij van oordeel dat deze overwegingen niet van toepassing zijn op regionale netbeheerders.

¹⁰ Zie randnummer 71 van Bijlage 2 bij het Ontwerpbesluit.

¹¹ Zie in dit verband het NERA-rapport van 11 januari 2013, p. 10: *“Using this period introduces a bias into the estimated beta, due to inverse correlation between the beta of network companies and the ERP observed during the financial crisis.”*

¹² Zie randnummer 11 van Bijlage 2 bij het Ontwerpbesluit.

52 Regionale netbeheerders zijn immers bij uitstek Nederlandse bedrijven met Nederlandse aandeelhouders en uitsluitend Nederlandse activa, en dus met een Nederlands risicoprofiel. Derhalve zouden de WACC parameters (i.c. de risicovrije rente) zoveel mogelijk gebaseerd moeten zijn op Nederlandse variabelen. Dat vermogensverschaffers zelf de ruimte hebben om internationaal te diversifiëren doet hier niet aan af. Diversificatie vindt plaats op portefeuilleniveau van de vermogensverschaffer en niet in de individuele investering in een netbeheerder.

3 One-off

53 In het Ontwerpbesluit overweegt de ACM met betrekking tot de zogenoemde “one-off” onder meer als volgt:

“187. Zoals in paragraaf 5.5 beschreven, heeft ACM per 1 juli 2011 via artikel 41c, vierde lid, van de E-wet de bevoegdheid gekregen om de begininkomsten op een andere wijze vast te stellen, namelijk door deze gelijk te stellen aan het efficiënte kostenniveau inclusief een redelijk rendement, indien de totale inkomsten aan het begin van de reguleringsperiode niet gelijk zijn aan het efficiënte kostenniveau. Hierbij dient zij alle relevante feiten en omstandigheden in ogenschouw te nemen.

(...)

190. In het algemeen hecht ACM belang aan een zo geleidelijk en zo stabiel mogelijk tariefverloop. Toepassing van de bevoegdheid in kwestie betekent in beginsel een inbreuk op dat belang. Afnemers en netbeheerders hechten ook belang aan een zo geleidelijk en stabiel mogelijk tariefverloop, zo bleek bij de voorbereiding van dit besluit. In het onderhavige geval zijn er naar het oordeel van ACM echter ook andere omstandigheden en belangen waaraan gewicht moet worden toegekend.

191. ACM wijst erop dat, op basis van de beschikbare meest recente data, kan worden aangenomen dat er voor alle netbeheerders sprake is van een substantieel verschil tussen de totale inkomsten aan het begin van de zesde reguleringsperiode en het efficiënte kostenniveau. Dit grote verschil wordt met name veroorzaakt door de overschatting van het efficiënte kostenniveau (inclusief een redelijk rendement) aan het einde van de vorige periode ten gevolge van de ‘zaagtandwerking’ van de toen geldende methode van regulering en door de verlaging (in de schatting) van de WACC. Deze overschatting werkt door in de zesde reguleringsperiode. In het algemeen geldt dat zowel ACM als netbeheerders en afnemersorganisaties van mening zijn dat de zaagtandwerking ongewenst is. De aanpassingen aan de berekeningswijze van de productiviteitsverandering en de keuze om niet één jaar maar meerdere jaren als kostenbasis te gebruiken (...) mitigeren de effecten van de zaagtandwerking voor de toekomst. ACM acht het echter ook van belang om de materiële effecten van de zaagtandwerking voortkomend uit de vijfde periode niet door te laten werken in

de zesde periode. ACM kan deze effecten voorkomen door gebruikmaking van de nieuwe bevoegdheid.”

- 54 Mede namens Stedin heeft Netbeheer Nederland al in haar mondelinge zienswijze van 30 mei jl. gewezen op de onwenselijkheid om de one-off in algemene zin toe te passen, in het bijzonder zolang voor toepassing van de one-off geen duidelijke criteria bestaan, en ervoor gepleit de one-off uitsluitend toe te passen in geval van (en met betrekking tot) wijzigingen in het takenpakket van de netbeheerders.
- 55 Daarbij is onder meer gewezen op de navolgende feiten en omstandigheden:
- zowel de netbeheerders als hun afnemers (via hun representatieve organisaties) hebben tijdens de verschillende bijeenkomsten van de klankbordgroep te kennen gegeven dat zij toepassing van de one-off onwenselijk vinden vanwege de daaruit voortvloeiende tariefschommelingen;
 - toepassing van de one-off leidt tot substantiële tariefsprongen van ongeveer 20%;
 - toepassing van de one-off vergroot het “regulatory risk”, in het bijzonder zolang voor toepassing van de one-off geen duidelijke criteria bestaan.
- 56 Indien de ACM – in weerwil van de door Netbeheer Nederland namens de individuele netbeheerders aangevoerde argumenten – vasthoudt aan toepassing van de one-off, dan dient zij bij die toepassing in ieder geval de verlaging van de WACC (naar 3,6%) buiten beschouwing te laten.
- 57 Stedin wijst in dit verband nogmaals op het feit dat dat zij beschikt over een leningenportefeuille die bestaat uit leningen met diverse looptijden en diverse rentepercentages, en dat een lening die in het verleden voor een bepaalde looptijd en met een bepaald rentepercentage is afgesloten, niet zonder meer – en in ieder geval niet zonder onwenselijke herfinancieringsrisico’s – kan worden beëindigd en worden vervangen door een nieuwe lening. Daar waar een lage rente mogelijk geldt indien en voor zover een nieuwe lening wordt aangegaan, geldt een dergelijke lage rente in ieder geval niet voor bestaande leningen die tijdens de reguleringsperiode doorlopen. Van enige inefficiëntie is bij de betreffende bestaande leningen geen sprake en dit is door de ACM ook niet aangetoond.
- 58 Er is op het punt van de WACC dan ook geen sprake van een overschatting van het efficiënte kostenniveau die door middel van de one-off zou moeten worden gecorrigeerd.
- 59 In dit verband moet ook worden bedacht dat de ACM niet verplicht is om een one-off toe te passen, en zich blijkens de praktijk ook niet verplicht voelt die one-off toe te passen. Stedin verwijst in dit verband naar het Ontwerp methodebesluit transporttaken TenneT 2014 – 2016, waarin de ACM overweegt:

168. *In het onderhavige geval oordeelt ACM dat zij geen reden ziet om de bevoegdheid van artikel 41c, vierde lid, van de E-wet toe te passen. In dit verband overweegt ACM het volgende.*

169. *In het algemeen hecht ACM belang aan een zo geleidelijk en zo stabiel mogelijk tariefverloop. Toepassing van de bevoegdheid in kwestie betekent in beginsel een inbreuk op dat belang. Afnemers en netbeheerders hechten ook veel belang aan een zo geleidelijk en zo stabiel mogelijk tariefverloop, zo bleek bij de voorbereiding van dit besluit.*

170. *ACM heeft thans in het onderhavige geval onvoldoende aanleiding om aan te nemen dat er feiten, omstandigheden of andere belangen zijn die maken dat het belang dat is gediend met een zo geleidelijk en zo stabiel mogelijk tariefverloop daaraan ondergeschikt is.*

171. *In dit verband wijst ACM erop dat de toepassing van de bevoegdheid in kwestie in feite betekent dat TenneT wordt geacht de inefficiëntie van de kosten van activa aangelegd voor het jaar 2001 direct weg te (kunnen) werken. In de vorige reguleringsperiode heeft ACM echter reeds het standpunt ingenomen dat het redelijk is dat TenneT (in beginsel) vijftien jaar de tijd krijgt om deze inefficiëntie weg te werken. ACM ziet geen reden om nu tot een ander oordeel te komen.*

172. *Daar komt bij dat de reguleringsystematiek van TenneT, anders dan die van de regionale netbeheerders, op zichzelf geen redenen geeft tot toepassing van de bevoegdheid. In de reguleringsystematiek van de regionale netbeheerders doen zich namelijk tariefschommelingen voor die niet volledig verklaard kunnen worden vanuit veranderende kostenniveaus. Deze tariefschommelingen worden ook wel aangeduid als de 'zaagtandwerking' in de reguleringsystematiek van de regionale netbeheerders. Deze zaagtandwerking speelt geen rol in de reguleringsystematiek van TenneT.*

173. *Gelet op het vorenstaande besluit ACM de bevoegdheid van artikel 41c, vierde lid, van de E-wet in de regulering van TenneT niet toe te passen.*

- 60 Anders dan de ACM overweegt in randnummer 172 van het Ontwerp methodebesluit transporttaken TenneT 2014 – 2016, is de door de ACM genoemde zaagtandwerking geen reden om bij regionale netbeheerders wel en bij TenneT niet een one-off toe te passen.
- 61 In de eerste plaats wordt de zaagtand-problematiek al door de ACM geadresseerd middels een aantal andere voorgestelde wijzigingen in de methodiek.
- 62 In de tweede plaats zal een zeker zaagtand-effect zich bij de regionale netbeheerders blijven voordoen zolang een substantieel verschil bestaat tussen de geschatte en de werkelijke efficiënte kosten. Met name op het punt van de WACC zal een dergelijk substantieel verschil bestaan zolang geen sprake is van stabiliteit op de financiële

markten. De voorgenomen one-off maakt dan ook geen einde aan de zaagandwerking, en heeft wel tot gevolg dat tussen reguleringsperioden bijzonder grote tariefschommelingen ontstaan.

- 63 In dit licht moet een afweging tussen de voor- en nadelen van toepassing van de one-off, zeker in een situatie dat geen heldere criteria bestaan met betrekking tot die toepassing, tot de conclusie moeten leiden dat er onvoldoende rechtvaardiging is om in het methodebesluit regionale netbeheerders voor de reguleringsperiode 2014 – 2016 een one-off toe te passen en dat in de methodebesluiten TenneT voor de reguleringsperiode 2014 – 2016 niet te doen.

4 Q-factor

- 64 De kwaliteitsterm of q-factor is bedoeld om de regionale netbeheerders te stimuleren de optimale transportkwaliteit te behalen. Bij de introductie van de q-factor werd in dit verband met name ook aangevoerd dat de wettelijk voorgeschreven efficiëntieverbeteringen niet ten koste mogen gaan van de kwaliteit van de netwerken.

- 65 In het Ontwerpbesluit geeft de ACM de navolgende beschrijving van de methode om de q-factor te bepalen:

280. De methode om de q-factor te bepalen, kan globaal als volgt worden beschreven. Allereerst wordt de kwaliteit van een netbeheerder over een bepaalde periode gemeten (de kwaliteitsmeting). Ook wordt de waardering van afnemers voor kwaliteit bepaald. De meting en de waardering resulteren samen in de kwaliteitsprestatie van een netbeheerder: de gemiddelde waardering van afnemers in het gebied van de netbeheerder voor de geleverde kwaliteit in een bepaalde periode. Vervolgens wordt per netbeheerder het verschil tussen de kwaliteitsprestatie en de sectorgemiddelde kwaliteitsprestatie vermenigvuldigd met het aantal afnemers. (...)

- 66 Voor de reguleringsperiode 2014 – 2016 houdt de ACM vast aan de methode tot vaststelling van de q-factoren zoals ook gehanteerd voor de reguleringsperiode 2011 – 2013. De ACM overweegt echter tevens dat na de reguleringsperiode 2014 – 2016 een nieuwe methode tot vaststelling van de q-factoren zal worden gehanteerd. De reden voor een nieuwe methode (na 2016) is volgens de ACM gelegen in de uitkomsten van een nieuw onderzoek dat de ACM heeft laten uitvoeren naar de waardering van stroomonderbrekingen door huishoudens en MKB-bedrijven¹³.

- 67 Een vergelijking tussen de uitkomsten van de toekomstige methode en van de huidige methode leert dat in beide gevallen geen sprake is van een adequate, betrouwbare en robuuste methode. Met gebruikmaking van dezelfde respons van afnemers inzake de waardering van stroomonderbrekingen, leidt toepassing van de ene of van de andere methode tot onaanvaardbaar grote verschillen. Ter illustratie: voor Stedin leidt toepassing

¹³ Zie randnummer 329 van het Ontwerpbesluit.

van de ene of de andere methode tot een verschil in inkomsten van ongeveer 15 miljoen euro.

- 68 Anders dan de ACM overweegt, worden deze verschillen niet verklaard, laat staan gerechtvaardigd, door een verandering in de voorkeuren van afnemers ten opzichte van onderbrekingen in de periode sinds het onderzoek van SEO uit 2004, waarop de huidige methode is gebaseerd. De verschillen zijn louter terug te voeren op subjectieve keuzes bij de uitwerking van waarderingfuncties van SEO voor wat betreft de huidige methode en van Blauw voor wat betreft de toekomstige methode.
- 69 Nu duidelijk is dat noch bij de methode van SEO noch bij de methode van Blauw sprake is van een adequate, betrouwbare en robuuste methode, kan geen van deze twee methoden ten grondslag worden gelegd aan de vaststelling van de q-factoren. Stedin pleit er dan ook voor om de q-factor op nul te zetten zolang geen adequate, betrouwbare en robuuste methode voor vaststelling van de q-factor is ontwikkeld.
- 70 Voor de goede orde: Stedin is zich terdege bewust van het feit dat de wetgever het wenselijk heeft geacht dat de door een netbeheerder geleverde kwaliteit wordt meegewogen bij de tariefregulering. Stedin is ook niet tegen de vaststelling van een q-factor als zodanig en herkent zich dan ook niet in de overweging van de ACM dat
- “(...) er vanuit diverse netbeheerders weerstand bestaat tegen het bestaan van de q-factor (...)”¹⁴.*
- 71 Een q-factor kan echter alleen worden bepaald indien deze recht doet aan de door een netbeheerder geleverde kwaliteit en dit ook objectief kan worden vastgesteld. Daarvan is op dit moment echter geen sprake.
- 72 Anders dan de ACM in het Ontwerpbesluit meent, bestaan er bij elektriciteit geen geschikte kwaliteitsindicatoren voor de q-factor, althans bestaat er geen objectieve methode aan de hand waarvan mogelijke kwaliteitsindicatoren kunnen worden vertaald in een objectieve en betrouwbare q-factor. De situatie voor elektriciteit is daarmee niet anders dan voor gas, waar de q-factor op nul procent is vastgesteld bij gebrek aan een geschikte kwaliteitsindicator.
- 73 Hierbij komt overigens dat er in de tussenliggende periode – totdat op basis van een objectieve methode betrouwbare kwaliteitsindicatoren zijn vastgesteld – wel degelijk een prikkel voor netbeheerders is om een kwalitatief en betrouwbaar netwerk in stand te houden. De huidige regelgeving voorziet er immers al in dat een netbeheerder aan zijn afnemers een compensatie moet betalen voor stroomuitval die langer dan vier uur heeft geduurd.

¹⁴ Zie randnummer 322 van het Ontwerpbesluit.

5 Lokale heffingen (precario)

- 74 In het Ontwerpbesluit overweegt de ACM dat het redelijk is dat netbeheerders ook in de zesde reguleringsperiode de efficiënte kosten voor lokale heffingen in hun inkomsten vergoed krijgen¹⁵. Voor netbeheerders die jaarlijks de heffingsbedragen betalen, gaat het hierbij om jaarlijkse operationele kosten; voor netbeheerders die de heffingen hebben afgekocht, gaat het hierbij om jaarlijkse kapitaalkosten.
- 75 Over de wijze waarop de (efficiënte) kosten voor lokale heffingen wordt verdisconteerd in de toegestane inkomsten, wordt in het Ontwerpbesluit onder meer voorgesteld:
- ACM bepaalt de geschatte kosten voor de ORV lokale heffingen in 2013 op basis van het gemiddelde van de gerealiseerde kosten voor lokale heffingen uit de jaren 2010, 2011 en 2012 (inclusief toepassing van de inflatiecorrectie)¹⁶;
 - Voor de bepaling van de efficiënte kosten voor de ORV lokale heffingen 2016 baseert ACM zich op de bepaalde efficiënte kosten voor de ORV lokale heffingen 2013¹⁷.
- 76 Stedin is van oordeel dat de ACM met deze benadering van de lokale heffingen voorbij gaat aan de werkelijkheid, met als gevolg dat netbeheerders niet in staat worden gesteld hun efficiënte kosten voor lokale heffingen terug te verdienen. Stedin wijst in dit verband op het volgende.
- 77 In het algemeen kunnen operationele kosten sterk fluctueren¹⁸. Een dergelijke fluctuatie is echter niet aan de orde bij lokale heffingen; de kosten van lokale heffingen schieten niet van hoog naar laag en dan weer terug. Voor lokale heffingen geldt dat deze in de praktijk alleen maar stijgen – enerzijds omdat meer gemeenten lokale heffingen opleggen en anderzijds omdat gemeenten reeds bestaande lokale heffingen verhogen – en in ieder geval niet dalen.
- 78 Indien de ACM de geschatte kosten voor de ORV lokale heffingen in 2013 bepaalt op basis van het gemiddelde van de gerealiseerde kosten voor lokale heffingen uit de jaren 2010, 2011 en 2012, zoals voorgesteld in het Ontwerpbesluit, miskent de ACM derhalve de hiervoor geschetste wijze waarop lokale heffingen in de praktijk worden vastgesteld en is bij voorbaat duidelijk dat netbeheerders een te geringe vergoeding zullen ontvangen in verband met de (efficiënte) kosten van de lokale heffingen.
- 79 Ter illustratie wijst Stedin in dit verband op de stijging van de lokale heffingen in de afgelopen jaren in haar werkgebied als elektriciteitsnetbeheerder:
- 2009: EUR 15.458.974

¹⁵ Zie randnummer 204 van het Ontwerpbesluit.

¹⁶ Zie randnummer 204 van het Ontwerpbesluit.

¹⁷ Zie randnummer 204 van het Ontwerpbesluit.

¹⁸ De ACM gaat hier zelf ook van uit. Zie voetnoot 113 van het Ontwerpbesluit.

- 2010: EUR 15.702.913
- 2011: EUR 15.909.316
- 2012: EUR 16.832.392

80 De ACM miskent deze ontwikkeling niet alleen door de geschatte kosten voor de ORV lokale heffingen in 2013 te bepalen op basis van het gemiddelde van de gerealiseerde kosten in de jaren 2010 tot en met 2012, maar ook door de efficiënte kosten voor de ORV lokale heffingen 2016 te baseren op de aldus bepaalde efficiënte kosten voor de ORV lokale heffingen 2013.

81 Hiermee ontstaat ten onrechte een groot verschil tussen de daadwerkelijke (efficiënte) kosten van netbeheerders in verband met lokale heffingen, en de inkomsten die netbeheerders in verband met lokale heffingen ontvangen.

6 Slotopmerkingen

82 Stedin heeft in het kader van de bijeenkomsten van de klankbordgroep steeds een constructieve rol gespeeld en daarbij getracht – enerzijds door eigen argumenten naar voren te brengen en anderzijds door te luisteren naar argumenten van de ACM en van (andere) belanghebbende partijen en daarop te reageren – om de ACM te doen komen tot een Ontwerpbesluit dat recht doet aan de toepasselijke wet- en regelgeving en aan de belangen van de diverse betrokken partijen.

83 Stedin constateert echter dat het Ontwerpbesluit op verschillende onderdelen niet in overeenstemming is met de betreffende wet- en regelgeving en ook geen recht doet aan de belangen van diverse betrokken partijen.

84 Zowel hiervoor als in de mede namens haar door Netbeheer Nederland ingediende mondelinge en schriftelijke zienswijze, heeft Stedin gewezen op gebreken die kleven aan het Ontwerpbesluit. Stedin heeft dit gedaan aan de hand van de informatie en kennis waarover zij thans beschikt, maar wordt graag in de gelegenheid gesteld haar zienswijze aan te vullen of nader uit te werken indien nog nadere informatie beschikbaar komt.

85 Nadere informatie zal in ieder geval nog beschikbaar komen met betrekking tot het onderzoek naar kostenbesparingen door invoering van het marktmodel, zoals dat thans door Ecorys B.V. wordt uitgevoerd. Stedin heeft kennis genomen van de toezegging van de ACM tijdens de hoorzitting van 30 mei 2013 dat de netbeheerders nog geconsulteerd zullen worden voordat de resultaten van het onderzoek in het definitieve methodebesluit worden verwerkt.

86 Stedin verzoekt de Raad van Bestuur van de ACM bij de vaststelling van het definitieve Methodebesluit met de door Stedin ingediende (en eventueel nog in te dienen) zienswijzen rekening te houden.

OVERZICHT BIJLAGEN:

1. Mondelinge zienswijze Netbeheer Nederland
2. NERA-rapport "*Response to Brattle's Estimates of the Weighted Average Cost of Capital for Dutch Network Companies*"
3. PwC-rapport "*Optimal debt portfolio and the regulatory cost of capital*"
4. Dessing, B., M. Damstra, R. Haffner en P. Nillesen, "*Referentieperiode voor vaststellen reguleringsrente netbeheerders*", in ESB Marktordening, Jaargang 98 (4660) 17 mei 2013
5. Brief Stedin aan ACM van 18 januari 2013