



# Besluit

Ons kenmerk : ACM/UIT/607713  
Zaaknummer : ACM/23/184724  
Datum : 14 december 2023

## Bijlage 3 bij het gewijzigd methodebesluit GTS 2022-2026

### Uitwerking van de methode van het redelijk rendement (WACC)

- Deze bijlage bevat een gedetailleerde beschrijving van de methode waarmee de ACM het redelijk rendement (WACC) vaststelt. Deze methode maakt onderdeel uit van het gewijzigde methodebesluit GTS 2022-2026.<sup>1</sup> De ACM verwijst een aantal keer naar het onderzoek dat Brattle voor de ACM heeft uitgevoerd om de WACC te bepalen.<sup>2</sup> Deze bijlage gaat vergezeld van een WACC-model waarin de berekeningen zijn opgenomen.<sup>3</sup>
- Deze bijlage is gewijzigd naar aanleiding van de uitspraak van het CBb van 4 juli 2023.<sup>4</sup> Het CBb draagt de ACM op om de risicovrije rente opnieuw te bepalen aan de hand van staatsobligaties met een looptijd van twintig jaar en te bepalen dat de risicovrije rente minimaal 0,5% bedraagt. In paragraaf 1 licht de ACM deze wijzingen toe en geeft zij aan tot welke schattingen voor de risicovrije rente dit leidt.

---

<sup>1</sup> ACM/UIT/600689.

<sup>2</sup> Brattle, *The WACC for Dutch Gas TSO*, 27 juli 2020.

<sup>3</sup> ACM/UIT/607297.

<sup>4</sup> ECLI:NL:CBB:2023:316, r.o. 23.1 en 23.2. Het CBb verwijst in deze uitspraak naar een andere uitspraak waarin het CBb een uitgebreide motivering heeft opgenomen over het beroep tegen de WACC (ECLI:NL:CBB:2023:321).

---

## Inhoudsopgave

<b>1</b>	<b>Kostenvoet eigen vermogen</b>	<b>3</b>
1.1	Risicovrije rente	3
1.2	Marktrisicopremie	7
1.2.1	Total market return benadering	8
1.2.2	Historische marktrisicopremie	12
1.3	Systematisch risico	15
1.3.1	Vergelijkingsgroep	15
1.3.2	Statistische aspecten van de regressies	17
1.3.3	Bepaling van de equity bèta van GTS	21
1.4	Conclusie	22
<b>2</b>	<b>Kostenvoet vreemd vermogen</b>	<b>23</b>
<b>3</b>	<b>Gearing, belastingvoet en inflatie</b>	<b>28</b>
3.1	Gearing	28
3.2	Belastingvoet	29
3.3	Inflatie	29
<b>4</b>	<b>Vaststelling van de hoogte van de WACC</b>	<b>31</b>
<b>5</b>	<b>Internationale vergelijking</b>	<b>33</b>

## 1 Kostenvoet eigen vermogen

1. De kostenvoet eigen vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet eigen vermogen en de kostenvoet vreemd vermogen.<sup>5</sup>
2. De ACM maakt bij de vaststelling van de kostenvoet eigen vermogen gebruik van het Capital Asset Pricing Model (hierna: CAPM). Het CAPM houdt in dat de rendementseis bepaald wordt door een rendementseis op een risicovrije belegging plus een opslag als vergoeding voor het systematische risico dat de belegger loopt door in aandelen te beleggen. De ACM is zich ervan bewust dat er andere modellen beschikbaar zijn om de kostenvoet eigen vermogen te bepalen (zoals het Dividend Growth Model en het Arbitrage Pricing Theory Model). De ACM kiest ervoor het CAPM te hanteren, omdat dit model door de financiële wereld en toezichthouders als het meest geschikte model voor de bepaling van de WACC wordt beschouwd. Met het CAPM is het mogelijk om een vergoeding te bepalen voor het systematische marktrisico dat een onderneming loopt. Risico's die niet samenhangen met het marktrisico, zogenaamde bedrijfsspecifieke risico's, kan een investeerder elimineren via het aanhouden van een beleggingsportefeuille met voldoende omvang en spreiding. Het is mogelijk bedrijfsspecifieke risico's te diversifiëren en deze verdienen daarom geen extra risicopremie in de kostenvoet eigen vermogen.
3. De ACM berekent de kostenvoet eigen vermogen door het product van de marktrisicopremie en de bèta bij de risicovrije rente op te tellen.<sup>6</sup> De ACM licht in dit hoofdstuk eerst de risicovrije rente (paragraaf 1.1) toe, dan de marktrisicopremie (paragraaf **Fout! Verwijzingsbron niet gevonden.**) en vervolgens de bèta (paragraaf 1.3). De ACM sluit het hoofdstuk af met het bepalen van de hoogte van de kostenvoet eigen vermogen op basis van de drie hiervoor genoemde parameters.

### 1.1 Risicovrije rente

4. De risicovrije rente betreft het in de markt geëiste rendement op een investering zonder enig risico. In de praktijk bestaat een volledig risicovrije investering echter niet. De ACM benadert de risicovrije rente met de rente op staatsobligaties. Bij het bepalen welke staatsobligatie de risicovrije rente het best representeert, moet een keuze gemaakt worden over de nationaliteit en de looptijd. Verder is voor het bepalen van de risicovrije rente ook de referentieperiode van belang. Hieronder gaat de ACM in op deze drie onderwerpen.

#### *Nationaliteit obligatie*

5. De ACM bepaalt de risicovrije rente op basis van de rente op staatsobligaties. De vraag is van welk land de staatsobligaties het best de risicovrije rente representeren. In de vorige twee reguleringsperiodes hanteerde de ACM op basis van het advies van Brattle uit 2012<sup>7</sup> een gelijke mix van Nederlandse en Duitse staatsobligaties (50/50). Alles afwegende stelt Brattle dat een combinatie van Duitse en Nederlandse staatsobligaties een pragmatische aanpak is om enerzijds met de 'ware' risicovrije rente van Duitsland (lage rente) en anderzijds met het bestaan van de landspecifieke

<sup>5</sup>  $WACC = g \cdot k_{VV} + (1 - g) \cdot \frac{k_{EV}}{(1-T)}$  waarbij  $g$  = gearing en  $k_{VV}$  = kostenvoet vreemd vermogen,  $k_{EV}$  = kostenvoet eigen vermogen en  $T$  = belastingvoet.

<sup>6</sup>  $k_{EV} = r_f + \beta_e \cdot MRP$  waarbij  $k_{EV}$  = kostenvoet eigen vermogen,  $r_f$  = risicovrije rente,  $\beta_e$  = equity bèta en MRP = de marktrisicopremie.

<sup>7</sup> Brattle, *Calculating the Equity Risk Premium and the Risk-free rate*, 26 november 2012. Hierna aangeduid als Brattle 2012.

risico's van Nederland om te gaan. De ACM heeft geen reden om voor de reguleringsperiode 2022-2026 hiervan af te wijken.

#### *Looptijd obligatie*

6. In de vorige twee reguleringsperiodes ging de ACM, op basis van het advies van Brattle uit 2012, uit van een staatsobligatie met een resterende looptijd van tien jaar. Naar aanleiding van de uitspraak van het CBb van 4 juli 2023 wijzigt de ACM dit naar twintig jaar.<sup>8</sup> Hieronder licht de ACM dit toe.
7. De looptijd van de staatsobligatie die als referentie wordt gebruikt, is van belang omdat er normaliter een positieve relatie bestaat tussen de looptijd van een (staats)obligatie en het geëiste rendement. Deze positieve relatie is onder meer te verklaren door een groter inflatierisico en een verhoogde kans op faillissement (dat wil zeggen wanbetaling) bij obligaties met een langere looptijd. Dit betekent dat een kortlopende staatsobligatie de risicovrije rente het best benadert, aangezien die risico's bij dit type obligatie zo minimaal mogelijk zijn. Daartegenover staat dat kortlopende obligaties gevoeliger zijn voor een verandering van de economische en monetaire omstandigheden dan langlopende obligaties, waardoor het geëiste rendement op kortlopende obligaties volatieler is in vergelijking met langlopende obligaties. Dat is voor de ACM een reden om de risicovrije rente te baseren op staatsobligaties met een lange resterende looptijd.
- 7a. Tot en met de reguleringsperiode 2017-2021 hanteerde de ACM een resterende looptijd van tien jaar. In het beroep tegen de methodebesluiten hebben netbeheerders aangevoerd dat er sprake was van een inconsistentie. Dimson, Marsh en Staunton (hierna: DMS) bepalen de marktrisicopremie rekening houdend met staatsobligaties met een looptijd van twintig jaar, terwijl de ACM bij de risicovrije rente een looptijd van tien jaar gebruikt. De ACM heeft hier tijdens de beroepsprocedure onderzoek naar gedaan en is tot de conclusie gekomen dat dit inderdaad het geval was. Daarom heeft de ACM het CBb verzocht in zijn uitspraak de ACM de op te dragen de WACC opnieuw vast te stellen met gebruikmaking van staatsobligaties met een looptijd van twintig jaar. Hieronder licht de ACM dit toe.
- 7b. De ACM gaat bij de bepaling van de marktrisicopremie uit van het jaarboek van DMS. De ACM constateert dat daarin de historische marktrisicopremie wordt bepaald ten opzichte van de rendementen op staatsobligaties met een looptijd van twintig jaar. De ACM gaat bij de risicovrije rente daarentegen uit van staatsobligaties met een looptijd van tien jaar. Dit heeft tot gevolg dat de netbeheerders bij het bepalen van de kostenvoet eigen vermogen de looptijdpremie van tien naar twintig jaar mislopen. De ACM concludeert daarom dat de bepaling van de WACC op dit punt aanpassing behoeft.
- 7c. De ACM heeft vervolgens onderzocht hoe zij dit probleem het beste zou kunnen adresseren. Daarbij zijn in theorie twee oplossingen mogelijk. Ten eerste zou de marktrisicopremie zodanig bepaald of aangepast kunnen worden dat deze de marktrisicopremie ten opzichte van tienjaars obligaties weergeeft, hetgeen normaliter zou resulteren in een hogere marktrisicopremie. Ten tweede zou de risicovrije rente gebaseerd kunnen worden op obligaties met een looptijd van twintig jaar, hetgeen normaliter zou resulteren in een hogere risicovrije rente. In beide gevallen zou de kostenvoet eigen vermogen hoger worden.

<sup>8</sup> ECLI:NL:CBB:2023:316, r.o. 23.1 en 23.2 en ECLI:NL:CBB:2023:321, r.o. 37.

- 7d. De ACM constateert dat het aanpassen van de marktrisicopremie in theorie weliswaar soelaas zou kunnen bieden, maar praktisch moeilijk uitvoerbaar is. In standaardbronnen zoals DMS worden geen historische marktrisicopremies ten opzichte van een looptijd van tien jaar bepaald, omdat deze bronnen geen gegevens over rendementen van tienjaars staatsobligaties bevatten. Ook zijn via andere bronnen dergelijke gegevens voor de hele periode vanaf 1900 niet beschikbaar. Daardoor is het niet mogelijk om een adequate marktrisicopremie te bepalen ten opzichte van een looptijd van de risicovrije rente van tien jaar, waardoor deze mogelijkheid praktisch niet haalbaar is.
- 7e. Dat is anders bij de bepaling van de risicovrije rente uit te gaan van obligaties met een looptijd van twintig jaar. De gegevens hiervoor zijn beschikbaar. De ACM maakt gebruik van Nederlandse en Duitse staatsobligaties bij de bepaling van de risicovrije rente. Een twintigjaars rente voor deze landen is goed te bepalen, en de staatsobligaties waarop deze rente is gebaseerd zijn voldoende liquide. Door gebruik te maken van een risicovrije rente gebaseerd op obligaties met een looptijd van twintig jaar is sprake van consistentie met de marktrisicopremie op basis van het onderzoek van DMS. Gegeven de onmogelijkheid om de marktrisicopremie aan te passen, is de ACM van mening dat het aanpassen van de looptijd van de risicovrije rente de meest geëigende weg is om het hiervoor omschreven probleem te adresseren.
- 7f. Alles afwegende is de ACM daarom van mening dat de risicovrije rente in de kostenvoet eigen vermogen bepaald dient te worden aan de hand van staatsobligaties met een looptijd van twintig jaar.<sup>9</sup> De ACM heeft dit ook aangegeven in reactie op de door de netbeheerders tegen de WACC ingediende beroepsgronden.<sup>10</sup> Het College heeft de ACM vervolgens opgedragen om het methodebesluit op dit punt te wijzigen en de parameter risicovrije rente te bepalen aan de hand van staatsobligaties met een looptijd van twintig jaar.<sup>11</sup>
8. De keuze voor staatsobligaties met een resterende looptijd van twintig jaar geeft ruimte aan netbeheerders om zich zowel kortjarig als langjarig te financieren. Immers, zoals hierboven toegelicht, is het geëiste rendement op leningen met langere looptijden normaliter hoger dan het geëiste rendement op kortere looptijden. Door uit te gaan van het rendement op langere looptijden kan de netbeheerder zowel voor kortlopende als langlopende financiering kiezen en beperkt de regulering de netbeheerder niet in zijn keuze. Het is uiteindelijk aan de netbeheerder zelf om een keuze te maken tussen kortlopende of langlopende financiering.

#### Referentieperiode

9. De referentieperiode is de periode waarover de risicovrije rente wordt gemeten. Net als in de vorige twee reguleringsperiodes maakt de ACM voor de schatting van de risicovrije rente gebruik van een referentieperiode van drie jaar. Hieronder licht de ACM die keuze toe.
10. Bij de keuze voor de referentieperiode is de vraag welke referentieperiode de beste schatting voor de toekomst geeft. De laatst bekende rente, aangeduid als de *spot rate*, heeft een referentieperiode van één dag. De *spot rate* geeft weer wat op dat moment de waardering vanuit de financiële markten van de risicovrije rente is. Het is dus de meest actuele inschatting die gebaseerd is op alle informatie die

<sup>9</sup> Voor Nederland betreft dat de index GTNLG20Y Govt. Generic Netherlands 20Y Government Bond (ticker GTNLG20Y) en voor Duitsland betreft het de index GTDEM20Y Govt. Generic Germany 20 Year Government Bond (ticker GTDEM20Y).

<sup>10</sup> Dupliekschrift ACM, ACM/UIT/577843, 31 mei 2022, randnummers 70-78.

<sup>11</sup> ECLI:NL:CBB:2023:316, r.o. 23.1 en 23.2, ECLI:NL:CBB:2023:321, r.o. 37.

op dat moment beschikbaar is. In dat opzicht is de spot rate representatief voor de verwachtingen die beleggers op dat moment van de toekomst hebben.<sup>12</sup>

11. De spot rate is echter gevoelig voor omstandigheden die bij toeval op een dag aan de orde kunnen zijn en de onzekerheid over die omstandigheden. Deze omstandigheden van een dag kunnen uitschieters bevatten en hoeven niet representatief te zijn voor de komende reguleringsjaren. Bij het gebruik van een langere referentieperiode worden deze uitschieters uitgemiddeld. Dit levert een schatting op die minder volatiel is en daarmee representatiever zal zijn voor de komende jaren.
12. De ACM heeft in 2016 onderzoek gedaan naar de referentieperiode die de beste voorspelling geeft.<sup>13</sup> Uit dit onderzoek blijkt dat de gemiddelde schattingsfout nauwelijks verandert voor elke referentieperiode van één dag (spot rate) tot drie jaar. Aangezien de representativiteit van deze schatters vergelijkbaar is, kijkt de ACM ook naar de robuustheid van de schatters. De ACM concludeert dat een referentieperiode van drie jaar een robuustere schatter geeft dan een kortere referentieperiode. Een gemiddelde van drie jaar is namelijk minder gevoelig voor uitschieters in de data dan een gemiddelde over een kortere periode. Ook is de keuze voor een referentieperiode van drie jaar consistent met de referentieperiode in de vorige twee reguleringsperiodes. Omwille van de stabiliteit en consistentie van de reguleringsmethode gebruikt de ACM daarom net als in de laatste twee reguleringsperiodes een referentieperiode van drie jaar.

#### *Quantitative easing*

13. De ACM heeft ten behoeve van het methodebesluit van 28 januari 2021<sup>14</sup> onderzocht of het quantitative easing-beleid (QE) van de Europese Centrale Bank aanleiding geeft om een opslag op de risicovrije rente toe te passen. De ACM was daarbij tot de conclusie gekomen dat geen aanpassing in de WACC gedaan hoefde te worden vanwege QE. De netbeheerders hebben hiertegen beroep aangetekend. Het CBb heeft in zijn uitspraak van 4 juli 2023<sup>15</sup> bepaald dat de ACM bij de risicovrije rente een bodemwaarde dient te hanteren van 0,5% (zie ook paragraaf 7.4.1 van het besluit).

#### *Voornemen tot nacalculatie*

14. De ACM ziet dat er in het verleden grote verschillen waren tussen de geschatte risicovrije rente en de werkelijke risicovrije rente. De ACM ziet geen betere schatter voor de risicovrije rente. De ACM is daarom voornemens de risicovrije rente na te calculeren. Dit licht zij nader toe in paragraaf 8.3.8 van het besluit.

#### *Opnieuw schatten van de risicovrije rente: ex nunc*

- 14a. Vanwege de uitspraak van het CBb dat de ACM bij de bepaling van risicovrije rente een looptijd van twintig jaar dient te gebruiken en daarbij een bodemwaarde van 0,5% dient te hanteren, dient de ACM de risicovrije rente opnieuw te schatten. Het algemene uitgangspunt is dat het bestuursorgaan het besluit vaststelt op basis van de meest actuele gegevens. Dit staat bekend als *ex nunc*. Van dit algemene uitgangspunt kan een bestuursorgaan afwijken als dat uit de wet of uit de aard van het te

<sup>12</sup> S. Wright, R. Mason en D. Miles, *A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K.*, in opdracht van de economische toezichthouders in de UK en de Office of Fair Trading, 2003.

<sup>13</sup> M. Mulder, *Prediction errors of determining the risk-free interest rate for a 5-years regulatory period*, 21 maart 2016.

<sup>14</sup> Methodebesluit GTS 2022-2026, ACM/UIT/542662, 28 januari 2021.

<sup>15</sup> ECLI:NL:CBB:2023:316, r.o. 23.1 en 23.2.

nemen besluit voortvloeit. Bij het nemen van gewijzigde methodebesluiten ligt het volgens het CBb niet in de rede van dit uitgangspunt af te wijken.<sup>16</sup>

- 14b.** De ACM dient een schatting te maken van de risicovrije rente voor ieder van de jaren 2022-2026. Zoals eerder aangegeven hanteert de ACM een referentieperiode van drie jaar voor het schatten van de risicovrije rente. Overeenkomstig de in het vorig randnummer genoemde rechtspraak dient de ACM hierbij een peildatum te gebruiken voor de aanvang van de periode waarvoor de rente geschat wordt. De ACM hanteert daarom de volgende referentieperiodes:
- 2022: 1 januari 2019 tot en met 31 december 2021
  - 2023: 1 januari 2020 tot en met 31 december 2022
  - 2024, 2025 en 2026: 1 november 2020 tot en met 31 oktober 2023.

### Conclusie

- 15.** [Vervallen]

- 15a.** De ACM heeft op basis van gegevens uit Bloomberg een nieuwe schatting van de risicovrije rente bepaald.<sup>17</sup> De waarden staan aangegeven in de tweede kolom van de onderstaande tabel. Voor de jaren 2022 en 2023 is de berekende rente lager dan de bodemwaarde van 0,5%. Daarom hanteert de ACM voor die jaren deze bodemwaarde. De waarde van de risicovrije rente die de ACM in de WACC-berekeningen gebruikt staan in de derde kolom weergegeven.

**Tabel 0** Schatting risicovrije rente

	Schatting van de risicovrije rente o.b.v. gegevens van Bloomberg	Schatting van de risicovrije rente na toepassing van de bodemwaarde
2022	0,02%	0,50%
2023	0,43%	0,50%
2024 tot en met 2026	1,22%	1,22%

## 1.2 Marktrisicopremie

16. De marktrisicopremie is het rendement dat beleggers in de markt eisen als vergoeding voor het extra risico dat investeren in de marktportefeuille met zich meebrengt ten opzichte van een risicovrije investering.
17. De marktrisicopremie die beleggers eisen voor extra risico boven de risicovrije rente is niet observeerbaar. Ook achteraf is niet goed vast te stellen wat de marktrisicopremie was die geëist werd.<sup>18</sup> De marktrisicopremie is daardoor veel moeilijker te schatten dan de rente op obligaties.
18. De marktrisicopremie kan worden gebaseerd op de historisch gerealiseerde (ex post) marktrisicopremie en/of de verwachtingen over de toekomstige (ex ante) marktrisicopremie. In 2012

<sup>16</sup> Zie uitspraak van het CBb van 8 december 2016, ECLI:NL:CBB:2016:374, r.o. 1.4.2, onder verwijzing naar de uitspraak van het CBb van 8 november 2012, ECLI:NL:CBB:BY2307, r.o. 3.5.4.

<sup>17</sup> De waarde die hiervoor in het rapport van Brattle staat is niet meer van toepassing omdat de ACM de risicovrije rente opnieuw bepaalt vanwege de uitspraak van het CBb.

<sup>18</sup> Dat is anders dan bij obligaties. Bij obligaties zijn de toekomstige betalingen van de couponrente en de terugbetaling van de hoofdsom bekend. Dat betekent dat met gebruikmaking van de koers van de obligatie het intern rendement (yield-to-maturity) uitgerekend kan worden. Dit intern rendement wordt aangeduid als de rente. Bij de bepaling van de risicovrije rente en de rente voor de kostenvoet vreemd vermogen maakt de ACM hier gebruik van. Bij aandelen is dit niet mogelijk, omdat de toekomstige kasstromen niet bekend zijn. Die hangen af namelijk af van de winstgevendheid van de onderneming.

heeft Brattle advies gegeven over de bepaling van de marktrisicopremie. Brattle heeft in dat rapport geadviseerd om de historische gegevens over de marktrisicopremie als anker te gebruiken en die te beoordelen in de context van gegevens over toekomstverwachtingen. Hierna gaat de ACM in op het gebruik van historische gegevens en verwachtingen voor de bepaling van de marktrisicopremie. Daarna gaat de ACM nog in op de geografische locatie voor de bepaling van de marktrisicopremie en de wijze van middelen. Maar eerst gaat de ACM in op een andere manier van het bepalen van de marktrisicopremie waar netbeheerders voor gepleit hebben, de total market return benadering.

### 1.2.1 Total market return benadering

19. Volgens netbeheerders<sup>19</sup> bestaat er een inverse relatie tussen de marktrisicopremie en de risicovrije rente, met andere woorden: als de risicovrije rente daalt, stijgt de marktrisicopremie en andersom. Netbeheerders pleiten er daarom voor om de zogenoemde *Total Market Return* benadering (hierna: TMR-benadering) te hanteren om de marktrisicopremie te bepalen. TMR wordt ook wel aangeduid als het marktrendement.<sup>20</sup> De TMR-benadering houdt in dat de marktrisicopremie bepaald wordt door eerst de TMR te bepalen en de huidige risicovrije rente daarvan af te trekken. Netbeheerders stellen dat met de TMR-benadering recht wordt gedaan aan de inverse relatie tussen de marktrisicopremie en de risicovrije rente. Namelijk als de risicovrije rente lager is, dan is bij een gegeven TMR de marktrisicopremie hoger, en vice versa. Dus dan is er ook bij de toepassing van de methode sprake van een inverse relatie tussen de marktrisicopremie en de risicovrije rente. Dit in tegenstelling tot de benadering van de ACM waarbij zij de risicovrije rente en de marktrisicopremie afzonderlijk bepaalt. De hoogte van de risicovrije rente heeft dan geen invloed op de vastgestelde marktrisicopremie.
20. De ACM zal de TMR-benadering niet hanteren. Allereerst concludeert de ACM dat de TMR-benadering geen robuuste en algemeen geaccepteerde economisch-theoretische onderbouwing heeft. Ten tweede concludeert de ACM dat ook vanuit het empirisch onderzoek niet eenduidig blijkt dat er een inverse relatie bestaat tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie en evenmin dat de TMR constant zou zijn. Ten derde constateert de ACM dat de TMR-benadering niet vaak wordt toegepast. Hieronder gaat de ACM in op deze drie punten.

#### *Economisch-theoretisch*

21. Netbeheerders geven de volgende toelichting op de inverse relatie tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie.<sup>21</sup> "Intuïtief is dit goed te volgen is. Immers in tijden van financiële crises en grote marktonzekerheid zullen investeerders meer hun toevlucht zoeken in veilig, vastrentend schuld papier, waardoor rentes dalen. Koersen op aandelenmarkten dalen dan ook, wat impliciet betekent dat investeerders een hogere premie vereisen."
22. De ACM acht deze intuïtieve verklaring niet overtuigend. Het is vrij eenvoudig een andere intuïtieve verklaring te noemen die even logisch lijkt, maar leidt tot een andere conclusie over het verband tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie. Bijvoorbeeld, als de rente daalt, zal een deel van de beleggers toch graag meer rendement willen realiseren en om die reden overstappen naar aandelen.<sup>22</sup> Hierdoor stijgt de koers van de aandelen. Dat betekent dan, ceteris paribus, dat de

<sup>19</sup> Netbeheer Nederland, Reactie Netbeheer Nederland op de voorgestelde WACC door de ACM, 29 april 2020.

<sup>20</sup> In de onderstaande tekst worden veel verschillende begrippen gebruikt die (ongeveer) hetzelfde betekenen: marktrendement, aandelenrendement, equity returns, total market return. In het onderstaande wordt geen aandacht besteed aan de vraag of het om nominale of reële rendementen gaat. Dit is niet relevant voor de argumentatielijnen. (De marktrisicopremie wordt overigens in reële termen uitgedrukt, dus exclusief inflatie.)

<sup>21</sup> Reactie Netbeheer Nederland, 29 april 2020, p. 4.

<sup>22</sup> Dit kan aangeduid worden als een substitutie-effect.



marktrisicopremie daalt. Met andere woorden, als de rente daalt, daalt ook de marktrisicopremie. De ACM concludeert dat een economisch-theoretische onderbouwing van de relatie tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie nooit zo simpel zal zijn als de netbeheerders presenteren. Als er een relatie tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie bestaat, behoeft deze op z'n minst een degelijke economisch-theoretische onderbouwing. De ACM heeft daarom nader onderzoek gedaan naar de economisch-theoretische verklaringen van de determinanten van de marktrisicopremie.

23. De intuïtie waaraan de netbeheerders refereren betreft een zogenaamde conditionele inschatting van de marktrisicopremie. Het idee achter conditionele inschattingen is dat de hoogte van de marktrisicopremie afhankelijk is van economische omstandigheden en in de tijd wijzigt afhankelijk van de wijziging van deze omstandigheden.<sup>23</sup> Hieronder licht de ACM toe dat de literatuur over conditionele inschattingen niet concludent is.
24. Het Consumption CAPM model (C-CAPM) is een voorbeeld van zo'n conditionele inschatting. Netbeheerders verwijzen voor de onderbouwing van de TMR-benadering voornamelijk naar een reeks adviezen van Wright en collega's voor de toezichthouders in het Verenigd Koninkrijk. Wright e.a. zijn van mening dat de expected market return (de TMR dus) beter verklaarbaar is op basis van theorie dan de marktrisicopremie.<sup>24</sup> Voor de economisch-theoretische verklaring refereren deze auteurs in hun vroegste advies aan een theoretisch model – het Consumption CAPM – als mogelijke ondersteuning van de TMR-benadering. Het C-CAPM is een voorbeeld van een theorie met een conditionele inschatting van de marktrisicopremie.<sup>25</sup> De conclusies van Wright e.a. op dit punt zijn echter dubbelzinnig. Enerzijds concluderen ze dat het C-CAPM mogelijk helpt om het CAPM te verbeteren en dat het C-CAPM aandelenrendementen beter weergeeft, maar ze geven ook aan dat het C-CAPM geen goede verklaring geeft voor de risicovrije rente en de marktrisicopremie en nog niet goed uitontwikkeld is.<sup>26</sup> De ACM constateert dat uit ander wetenschappelijk onderzoek blijkt dat het C-CAPM geen goede voorspellingen geeft van de aandelenrendementen.<sup>27</sup> De ACM concludeert dat het C-CAPM geen algemeen aanvaarde theorie is.
25. De intuïtieve verklaring die netbeheerders noemen, heeft betrekking op het gedrag van risicoaverse beleggers in tijden van crisis. Naast risicoaversie worden in de literatuur diverse andere economische factoren voorgesteld die de hoogte van de marktrisicopremie kunnen beïnvloeden.<sup>28</sup> De ACM constateert dat hoewel er veel onderzoek is gedaan naar de determinanten van de marktrisicopremie, er geen overeenstemming bestaat over de uitkomsten. Brattle geeft het volgende aan:<sup>29</sup>

*"Unfortunately, there is no easy or agreed-upon way to estimate the conditional MRP. There are a number of papers that argue that the MRP is variable and depends on a broad set of economic circumstances."*

<sup>23</sup> B. Villadsen, M.J. Vilbert, A. Harris en A.L. Kolbe (allen werkzaam bij Brattle), *Risk and return for regulated industries*, Academic Press, 2017, p.68-71. Hierna aangeduid als Brattle 2017.

<sup>24</sup> Zie bij voorbeeld. S. Wright, R. Mason en D. Miles, *A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K.*, in opdracht van de economische toezichthouders in de UK en de Office of Fair Trading, 2003, p. 13. Hierna aangeduid als Wright e.a. 2003.

<sup>25</sup> Het C-CAPM legt een verband tussen het marginaal nut van (het afzien van) consumptie, risicoaversie bij beleggers en het geëiste rendement op aandelen.

<sup>26</sup> Zie Wright e.a. 2003, p. 18/9 en 64/65.

<sup>27</sup> Zie N.G. Mankiw en M.D. Shapiro, Risk and return: consumption versus market beta, *The Review of Economic and Statistics*, vol. 68(3), augustus 1986, p. 452-459, en J.Y. Campbell en J.H. Cochrane, Explaining the poor performance of consumption-based asset pricing models, *Journal of Finance*, vol. 55, no. 6, December 2000, p. 2863-2878.

<sup>28</sup> Brattle 2017, p. 10-21. Damodaran noemt naast risicoaversie en consumentenpreferenties ook economisch risico, inflatie en rente, informatie, liquiditeit, risico op catastrofe, overheidsbeleid en politiek, monetair beleid en gedragscomponenten en irrationeel gedrag. Zie A. Damodaran, *Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications – The 2020 edition*, maart 2020, p. 10-21. Hierna aangeduid als Damodaran 2020.

<sup>29</sup> Brattle 2017, p. 68/9.

26. Brattle vat deze literatuur vervolgens als volgt samen:<sup>30</sup>  
*"The above discussion is illustrative, not comprehensive. Given all this work, we wish we could say that the economics profession has arrived at an agreed-upon way to quantify whether, and if so, how the MRP changes over time, how it changes due to economic conditions, the mix of investment opportunities, investor risk preferences, or due to something else entirely. However, we cannot. Until that happens, if it ever does, the use of conditional MRPs will be controversial, and the estimates themselves are likely to be quite volatile."*
27. McKenzie en Partington<sup>31</sup> hebben op verzoek van de Australian Economic Regulator onderzoek gedaan naar de relatie tussen de risicovrije rente en de marktriscopremie. McKenzie en Partington geven aan dat er in het wetenschappelijk onderzoek theoretische modellen ontwikkeld zijn die een relatie leggen tussen economische parameters en het verwachte aandelenrendement. Dit wetenschappelijk onderzoek levert tegenstrijdige uitkomsten op. Een aantal van deze theoretische onderzoeken heeft als resultaat dat de risicopremie<sup>32</sup> contracyclisch is, dat wil zeggen dat de risicopremie hoger is als het slecht gaat met de economie en lager als het goed gaat met de economie. Maar een aantal andere theoretische onderzoeken levert het tegenovergestelde resultaat op: als het goed gaat met de economie verwachten beleggers hogere rendementen en als het slecht gaat met de economie verwachten ze lagere rendementen. De ACM constateert dat dit onderzoek geen eenduidige theoretische verklaring geeft voor de relatie tussen de risicovrije rente en de marktriscopremie.
28. De ACM onderschrijft de conclusie van Brattle en ziet dus onvoldoende economisch-theoretische onderbouwing om het hanteren van de TMR-benadering te rechtvaardigen.

#### *Empirisch*

29. De kern van de argumentatie van Wright e.a. voor de TMR-benadering is dat volgens hen de TMR constanter is dan de marktriscopremie,<sup>33</sup> waardoor het makkelijker is om de TMR te schatten (en daar dan de marktriscopremie van af te leiden door de risicovrije rente van de TMR af te trekken) dan om de marktriscopremie direct te schatten.<sup>34</sup> Centraal in de onderbouwing van de argumentatie van Wright e.a. dat de TMR constanter is dan de marktriscopremie, staat een grafiek met aandelenrendementen en rendementen van staatsobligaties in de Verenigde Staten over een zeer lange tijdsperiode.<sup>35</sup> Op basis van deze grafiek concluderen Wright e.a. dat de TMR vrij constant is, in ieder geval constanter dan de marktriscopremie.<sup>36</sup> Netbeheerders refereren ook hieraan.
30. De ACM heeft die grafiek bestudeerd en stelt vast dat die vooral laat zien dat zowel de TMR als de rendementen op staatsobligaties erg fluctueren, terwijl het hier nota bene om 30-jaars voortschrijdende gemiddelden gaat, waarin jaarlijks optredende fluctuaties al voor een deel uitgemiddeld worden. Ook stelt de ACM vast dat de marktriscopremie niet in deze grafiek is afgebeeld, zodat het niet goed mogelijk is om een conclusie te trekken over de vraag of de TMR dan wel de marktriscopremie constanter is.

<sup>30</sup> Brattle 2017, p. 71.

<sup>31</sup> Zie paragraaf 1.3.2 van McKenzie en G. Partington, *Review of the AER's overall approach to the risk free rate and the market risk premium, Report to the AER*, 28 februari 2013. Dit advies wordt hierna aangegeven als McKenzie en Partington 2013.

<sup>32</sup> McKenzie en Partington schrijven 'risicopremie', maar het gaat om in feite om de marktriscopremie cq. de extra rendementseis op aandelen bovenop de risicovrije rente.

<sup>33</sup> Wright e.a. 2003, p. 13.

<sup>34</sup> Zie Wright e.a. 2003, p. 4.

<sup>35</sup> Voor de meest recente versie van deze grafiek, zie S. Wright, P. Burns, R. Mason, D. Pickford en A. Hewitt, *Estimating the cost of capital for implementation of price controls by UK regulators, an update on Mason, Miles and Wright (2003)*, in opdracht van de CAA, Ofcom, Ofgem en de Utility Regulator, 2018, p. 38.

<sup>36</sup> Wright e.a. 2003, p. 31/2; Wright e.a. 2018, p. 37/8.

31. Verder stelt de ACM vast dat het uitmiddelen over een aantal jaren niet de juiste aanpak is om te bepalen of een bepaald rendement relatief constant is. Daarvoor moet juist geen gebruik gemaakt worden van langjarige gemiddelden, maar van kortcyclische gegevens. Damodaran presenteert een vergelijkbare grafiek als Wright e.a. maar dan met de jaarlijkse observaties, dus zonder voortschrijdende middeling.<sup>37 38</sup> De ACM stelt vast dat in die grafiek zeer duidelijk te zien is dat de jaarlijkse aandelenrendementen (dus de TMR) veel meer fluctueren dan de jaarlijkse rendementen van staatsobligaties. Dit is in tegenspraak met de conclusie van Wright e.a. De ACM concludeert dat het centrale argument van Wright e.a. dat de TMR constanter is dan de marktrisicopremie, geen steun vindt in empirische gegevens.
32. Voorts noemen netbeheerders enkele artikelen met empirisch onderzoek waaruit een inverse relatie tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie zou blijken. De ACM heeft deze studies bekeken, en hierbij ook de onderzoeken betrokken die aangehaald worden door Brattle in hun advies uit 2012 voor de ACM en in hun boek uit 2017.<sup>39</sup> De ACM constateert dat het gaat om een vrij beperkt aantal studies en waar in een aantal gevallen sprake is van methodologische beperkingen of tekortkomingen. Bovendien stelt de ACM vast dat er andere onderzoeken zijn die tot andere conclusies komen. Een analyse van Dimson, Marsh en Staunton geeft aan dat er op lange termijn een *positief* verband bestaat tussen equity returns en risicovrije rente.<sup>40</sup> Voorts vindt Damodaran bij zijn laatste update van onderzoek naar de marktrisicopremie in een regressie geen relatie tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie.<sup>41</sup> Dit sluit aan bij het eerder genoemde citaat uit Brattle dat het wetenschappelijk onderzoek naar de determinanten van de marktrisicopremie tot heden niet tot een duidelijk beeld daarvan heeft geleid.
33. McKenzie en Partington in 2013 bespreken ook een aantal empirische onderzoeken naar de relatie tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie.<sup>42</sup> Ook dit onderzoek heeft tegenstrijdige uitkomsten. Het theoretisch en het empirisch onderzoek overziend, geven McKenzie en Partington aan dat ze het mogelijk achten dat de relatie tussen de marktrisicopremie en de risicovrije rente varieert over de tijd.<sup>43</sup>
34. McKenzie en Partington trekken een heldere conclusie:<sup>44</sup>
- "Based on the foregoing discussion, we conclude that the relation between the MRP [marktrisicopremie, red.] and the level of interest rates is an open question and that the relation, if any, is not sufficiently well established to form the basis for a regulatory adjustment to the MRP. Finally we raise a question. If it is the case that when interests go down the MRP goes up, the corollary is that when interest rates go up the MRP goes down. We wonder if during the period that*

<sup>37</sup> Damodaran 2020, p.36. Over deze grafiek vermeldt Damodaran "It is difficult to make much of this data other than to state the obvious, which is that stock returns are volatile, which is at the core of the demand for an equity risk premium in the first place."

<sup>38</sup> Overigens bevat deze grafiek van Damodaran ook niet de marktrisicopremie.

<sup>39</sup> In voetnoot 42 op p.37 refereert Brattle 2012 naar het boek van R.A. Morin, *New Regulatory Finance*, Public Utilities Report, 2006, p.128-129. Dit boek beschrijft zeven empirische studies. In voetnoot 99 op p.69 en p.92 refereert Brattle 2017 naar drie onderzoeken. Waar mogelijk heeft de ACM de onderzoeken waar NBNL en Brattle naar refereren, opgezocht en zelf bestudeerd.

<sup>40</sup> E. Dimson, P. Marsh en M. Staunton, *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020*, Credit Suisse Research Institute, 2020, p. 23. De auteurs schrijven "When real interest rates are low, expected future returns on all risky assets are also lower, and vice versa."

<sup>41</sup> Damodaran 2020, p.107/8.

<sup>42</sup> Er is vrijwel geen overlap met de empirische onderzoeken die hiervoor al besproken zijn door de ACM.

<sup>43</sup> Dit past ook bij de bevindingen uit de jaarlijkse updates van Damodaran, *Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications*, en uit onderzoeken van Harris (1986) en Harris en Marston (1992, 1993, 2001). Beide hebben een reeks van onderzoeken gepubliceerd waarin hun dataset telkens uitgebreid wordt met recentere gegevens en waarbij de relatie tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie blijkt te verschillen afhankelijk van de lengte van de datareeks. De onderzoeken van Harris & Marston uit 1986, 1992 en 1993 worden aangehaald door NBNL en in het boek van Morin dat door Brattle 2012 wordt aangehaald. Het onderzoek uit 2001 heeft de ACM gevonden.

<sup>44</sup> Zie p.28 van McKenzie en Partington 2013.

*government bond rates were about 14% or 15% the consultants would have argued for a negative risk premium and if they had, would this view have been accepted by the regulated businesses?*

35. De ACM concludeert dat op basis van het empirisch onderzoek niet blijkt dat de equity returns (ofwel de TMR) stabiel is dan de marktrisicopremie, en dat ook niet eenduidig blijkt dat er een negatieve relatie bestaat tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie. De ACM concludeert dat de TMR-benadering dus geen bruikbare basis biedt om de marktrisicopremie te bepalen, en ziet daarom geen aanleiding haar methode aan te passen.

#### *Praktijk*

36. Netbeheerders noemen een aantal landen waar de energietoezichthouder de TMR-benadering zou gebruiken. De ACM wijst erop dat het hanteren van de TMR-benadering geen standaard gebruik is onder toezichthouders in de EU. De Europese Commissie heeft in haar recente bekendmaking over de WACC voor de telecomregulering aangegeven dat het CAPM de voorkeur verdient boven alternatieve benaderingen zoals de TMR-benadering.<sup>45</sup>

#### *Conclusie*

37. Op basis van hetgeen de ACM hierboven heeft toegelicht, komt de ACM tot de conclusie dat er geen goede onderbouwing is voor het gebruik van de TMR-benadering en dat deze in de praktijk nauwelijks gebruikt wordt. De ACM zal dus geen gebruik maken van de TMR-benadering om de marktrisicopremie te bepalen, en de marktrisicopremie rechtstreeks blijven bepalen op basis van gegevens van Dimson, Marsh en Staunton. Dit wordt hierna nader toegelicht.

## **1.2.2 Historische marktrisicopremie**

### *Historische gegevens*

38. De marktrisicopremie wordt bepaald door factoren en omstandigheden op de kapitaalmarkt. Op basis van historische gegevens valt af te leiden welke premie beleggers in het verleden konden realiseren ter compensatie voor deze factoren. Bij het bepalen van de historische marktrisicopremie is het van belang uit te gaan van een zo lang mogelijke tijdsperiode met betrouwbare data. Door het gebruik van een lange tijdreeks reflecteert de marktrisicopremie velerlei omstandigheden die zich op de kapitaalmarkt hebben voorgedaan en die zich mogelijk in de toekomst voor kunnen doen. Door een lange periode te hanteren wordt voorkomen dat de marktrisicopremie wordt vertekend door specifieke omstandigheden die zich gedurende een relatief korte tijdsperiode hebben voorgedaan. Daarom wordt een langjarig historisch gemiddelde als de beste schatter gezien van de voor de toekomst (door beleggers) verwachte marktrisicopremie.
39. De ACM maakt voor de bepaling van de historische marktrisicopremie daarom net als in de vorige twee reguleringsperiodes gebruik van het onderzoek van Dimson, Marsh en Staunton (hierna: DMS).<sup>46</sup> Dit is een omvangrijk onderzoek naar de hoogte van de marktrisicopremie in 23 landen gedurende de periode 1900-2019, en is de standaard bron voor de bepaling van de marktrisicopremie.

<sup>45</sup> Europese Commissie, *Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector*, 2019/C 375/01, 6 november 2019, randnummer 14, en Europese Commissie, *Commission staff working document accompanying the Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector*, SWD(2019) 397 final, 5 november 2019, p. 10.

<sup>46</sup> E. Dimson, P. Marsh en M. Staunton, *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020*, Credit Suisse Research Institute, 2020.

### *Toekomstverwachtingen*

40. Naast het gebruik van historische gegevens kunnen ook gegevens over toekomstverwachtingen worden gebruikt bij het vaststellen van de marktrisicopremie. De ACM acht toekomstverwachtingen om twee redenen relevant. Ten eerste dient er in de WACC geanticipeerd te worden op de te verwachten ontwikkelingen. Het gebruik van gegevens over toekomstverwachtingen is hiermee in lijn. De tweede reden is dat met het gebruik van gegevens over toekomstverwachtingen kan worden getoetst of de markt inschat of zich er de komende jaren een wijziging zal voordoen in de factoren en omstandigheden die een aanpassing van de historisch gerealiseerde marktrisicopremie rechtvaardigt.
  
41. Brattle heeft in haar advies voor de ACM uit 2012 het gebruik van toekomstgerichte gegevens voor de bepaling van de marktrisicopremie onderzocht en kwam tot de volgende overwegingen. Een eerste manier is om gebruik te maken van verwachtingen van financiële experts zoals die blijken uit enquêtes. Dergelijke enquêtes zijn over het algemeen niet betrouwbaar. Financiële experts hebben geen duidelijke mening over lange termijn ontwikkelingen en hebben vaak last van overdreven optimisme of pessimisme en gevoeligheid voor marktsentimenten. Verder worden de resultaten uit deze enquêtes in sterke mate bepaald door de formulering van de vragen en de samenstelling van de groep van experts. Brattle raadde daarom het gebruik van enquêtes af. Een tweede manier om de marktrisicopremie te bepalen is deze te baseren op de verwachtingen zoals die blijken uit dividend growth models (DGM-modellen).<sup>47</sup> Brattle constateerde dat DGM-modellen voor de korte termijn tot betere voorspellingen van de marktrisicopremie kunnen leiden dan via historische gemiddelden mogelijk is, omdat ze gebaseerd zijn op de economische omstandigheden van dat moment. Maar de resultaten van DGM-modellen zijn daardoor nogal veranderlijk van jaar tot jaar, wat in een reguleringscontext een nadeel is. Daarbij komt dat de resultaten van dit type modellen ook afhangen van (subjectieve) inschattingen van financiële analisten en in dat opzicht dezelfde nadelen hebben als de hiervoor genoemde enquêtes. Brattle concludeerde dat het beter is om de uitkomsten DGM-modellen niet direct in de schatting van de marktrisicopremie te verwerken, maar wel met deze uitkomsten rekening te houden bij de vraag of de historische marktrisicopremie aangepast moet worden. Brattle concludeerde daarom in 2012 dat langjarige historische gemiddelden een stabiel anker vormen om verwachte rendementen voor de toekomst op te baseren.

### *Weging van historische gegevens en toekomstgerichte gegevens*

42. Het onderzoek van DMS geeft aan dat het gebruik van de historische marktrisicopremie als schatter tot een overschatting van de toekomstige marktrisicopremie kan leiden. Reden hiervoor is dat over de tijd de drempels voor handel in aandelen lager zijn geworden en de diversificatie van de beleggingsportefeuille hierdoor eenvoudiger is geworden. Hiernaast heeft in het verleden een stijging in de koers/dividend-ratio plaatsgevonden, die volgens DMS niet naar de toekomst toe geëxtrapoleerd zou moeten worden. Deze twee factoren zijn volgens het onderzoek van DMS factoren die eenmalig zijn voorgekomen en in de toekomst niet opnieuw zullen plaatsvinden. Daarom

---

<sup>47</sup> Dit zijn netto contante waarde modellen. Hierin worden de toekomstige dividenden geschat, eventueel andere kasstromen die ten gunste zijn van aandeelhouders (bijvoorbeeld inkoop van aandelen door de onderneming), en wordt het intern rendement bepaald waarbij de contante waarde van deze geschatte toekomstige kasstromen gelijk is aan de koers van het aandeel. Deze modellen kunnen ook op het niveau van de gehele markt gebaseerd worden. Deze modellen lijken qua opzet dus op de wijze waarop de rente van obligaties via de yield-to-maturity berekend wordt, met als verschil dat bij obligaties de toekomstige kasstromen bekend zijn, terwijl die bij aandelen onbekend zijn en dus geschat moeten worden. Deze schattingen moeten tot ver in de toekomst gedaan worden omdat aandelen geen looptijd hebben. Dat maakt het schatten van deze kasstromen erg moeilijk.

zou de marktriscopremie op basis van historische gegevens neerwaarts gecorrigeerd moeten worden voor deze factoren.<sup>48</sup>

43. Brattle stelt vast dat de historische marktriscopremie in 2017 5,11% was en in 2018 daalde naar 4,95% en in 2019 op datzelfde niveau bleef. Brattle heeft onderzocht of dat patroon ook blijkt van de uitkomsten uit DGM-modellen. Brattle heeft hiervoor twee DGM-modellen gebruikt, dat van Bloomberg en dat van KPMG. Deze DGM-modellen laten per 2018 geen daling van de marktriscopremie zien: het model van Bloomberg laat per 2018 een stijging van de marktriscopremie zien en in 2019 weer een daling. In het model van KPMG blijft de marktriscopremie per 2018 vrijwel ongewijzigd, maar daalt deze per 2019. Dit geeft geen ondersteuning dat de marktriscopremie per 2018 gedaald zou zijn, zoals de historische gegevens aangeven, en dat deze daling een anomalie kan zijn. Brattle geeft aan dat de belangrijkste achtergrond van de daling in 2018 was dat in december 2018 de aandelenkoersen flink gedaald zijn. Brattle adviseert daarom de marktriscopremie vast te stellen op 5,0%. Dat is ook in lijn met het gemiddelde van de historische marktriscopremies vanaf 2015. Verder stelt Brattle vast dat dit goed aansluit bij de waarden van de marktriscopremies zoals andere energietoezichthouders in Europa die vaststellen. Tot slot overweegt Brattle dat zij de ACM eerder geadviseerd heeft dat er geen garanties zijn dat de historische marktriscopremie precies gelijk is aan marktriscopremie die beleggers nu verwachten. De historische marktriscopremie kan een overschatting zijn vanwege ontwikkelingen in het verleden die in de toekomst niet meer aan de orde zullen zijn, waarvoor een neerwaartse aanpassing nodig is. Tegelijkertijd zijn de uitkomsten van de DGM-modellen doorgaans hoger dan de historische uitkomsten. Ook in dat opzicht vindt Brattle dat een marktriscopremie van 5,0% redelijk is.
44. De ACM volgt de conclusie van Brattle en baseert de marktriscopremie, net als in de vorige twee reguleringsperiodes, op de historische gemiddelden waarop geen neerwaartse aanpassing is toegepast.<sup>49</sup> Op grond van de uitkomsten uit de toekomstgerichte bronnen past de ACM deze neerwaartse aanpassing niet toe voor de bepaling van de marktriscopremie.

#### *Geografische locatie*

45. In 2012 heeft Brattle ook advies uitgebracht over de geografische afbakening voor de bepaling van de marktriscopremie. Brattle gaf in dat rapport aan dat financiële markten in toenemende mate globaal georiënteerd zijn. Dit geldt ook voor de Nederlandse markt, die onderdeel is van de Eurozone. Brattle adviseerde daarom bij de marktriscopremie een Europees perspectief te hanteren.<sup>50</sup> De ACM heeft dat advies opgevolgd en heeft destijds ervoor gekozen om de marktriscopremie te baseren op de Eurozonelanden<sup>51</sup> die opgenomen zijn in het onderzoek van DMS. Brattle geeft in haar advies over de WACC voor GTS aan dat het waarschijnlijk is dat een Nederlandse belegger zich richt op de Eurozone, omdat hij daarmee valutarisico vermijdt. De ACM volgt dit advies van Brattle.

<sup>48</sup> Zie ook A.W.A. Boot en J. Ligterink, Regulering van rendementen, snappen we het wel echt?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jaargang 85, oktober 2011, p.521-529.

<sup>49</sup> Deze wijze van vaststelling sluit aan bij de wijze waarop de marktriscopremie werd bepaald in de methodebesluiten 2014-2016. In de uitspraken van 5 maart 2015 achtte het CBb deze keuze deugdelijk onderbouwd, en zag het geen aanleiding om de methode op dit punt onrechtmatig te achten (zie ECLI:NL:CBB:2015:44, r.o. 2.1 tot en met 2.5 en ECLI:NL:CBB:2015:45, r.o. 1.7 tot en met 1.12).

<sup>50</sup> Zie paragraaf 2 van Brattle 2012.

<sup>51</sup> Zie Brattle, *The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation*, 4 maart 2013, paragraaf 6.7.

46. De ACM weegt de marktriscopremies van de Eurozonelanden met gebruik van hun marktkapitalisaties. Marktkapitalisatie is de waarde van alle aandelen op de markt tezamen. Weging van de marktriscopremie van een land met de marktkapitalisatie reflecteert dat een belegger meer mogelijkheden heeft om te beleggen in landen met een grotere marktkapitalisatie dan in landen met een kleinere marktkapitalisatie.

*Meetkundig en rekenkundig gemiddelde*

47. Uit literatuur<sup>52</sup> blijkt dat wetenschappers verdeeld zijn over de vraag of de historische marktriscopremie op basis van het meetkundig of rekenkundig gemiddelde dient te worden bepaald. Daarom stelt de ACM de marktriscopremie vast op basis van resultaten van beiden gemiddelden en telt voor beide 50% mee.

*Conclusie*

48. De ACM volgt het advies van Brattle en stelt de marktriscopremie vast op 5,0%.

### 1.3 Systematisch risico

49. De kostenvoet eigen vermogen is mede afhankelijk van het systematisch risico van de onderneming. Het systematisch risico van een onderneming is het risico dat een belegger loopt door te investeren in de aandelen van deze onderneming ten opzichte van het risico van het investeren in de markt als geheel. Het systematisch risico is gelijk aan de mate waarin het rendement van de aandelen van een onderneming samenhangt met het rendement van de markt als geheel. Investeerders – de vermogensverschaffer dus – kunnen dit risico niet ontlopen door hun investeringsportefeuille te spreiden over meerdere bedrijven. Daarom dienen zij een vergoeding voor dit risico te ontvangen. Het systematisch risico is de mate waarin de rendementen van de aandelen van een onderneming meebewegen met de rendementen van de markt als geheel. Het systematisch risico van een onderneming kan geschat worden met behulp van een regressie van het aandelenrendement van de bewuste onderneming ten opzichte van het marktrendement. De *equity bèta* uit deze regressie geeft de omvang van het systematisch risico weer.<sup>53</sup>
50. In deze paragraaf licht de ACM toe op welke wijze zij de equity bèta van GTS bepaalt. Eerst zal de ACM in paragraaf 1.3.1 ingaan op het gebruik van een vergelijkingsgroep voor de bepaling van de equity bèta en de samenstelling van deze vergelijkingsgroep. Daarna behandelt de ACM in paragraaf 1.3.2 de wijze waarop de regressies van de bèta's van de ondernemingen in de vergelijkingsgroep gedaan wordt en welke wijzigingen de ACM daarin heeft aangebracht. In paragraaf 1.3.3 behandelt de ACM de drie stappen bij het berekenen van de bèta.

#### 1.3.1 Vergelijkingsgroep

51. Voor ondernemingen die beursgenoteerd zijn is het mogelijk de equity bèta op basis van een regressie te schatten. De Nederlandse netbeheerders zijn echter niet beursgenoteerd. Het is dus niet mogelijk de equity bèta van de Nederlandse netbeheerders rechtstreeks te bepalen. Daarom maakt de ACM voor het vaststellen van de equity bèta van de Nederlandse netbeheerders gebruik van een

<sup>52</sup> A. Damodaran, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2016 Edition*, working paper, 2016 (zie p.33-34); D.C. Indro en W.Y. Lee, Biases in arithmetic and geometric averages as estimates of long-run expected returns and risk premia, *Financial Management*, vol. 26, no.4, winter 1997, p.81-90; P. Fernandez, The Equity Premium in 150 Textbooks, *Journal of Financial Transformation*, 2009, vol. 27, p.14-18; S. Wright en A. Smithers, *The Cost of Equity Capital for Regulated Companies: A Review for Ofgem*, 2014 (zie p.8-11).

<sup>53</sup> Het risico van de markt als geheel wordt het marktrisiko genoemd. Het systematisch risico van de markt is 1.

vergelijkingsgroep die bestaat uit beursgenoteerde ondernemingen met activiteiten die zoveel mogelijk overeenkomen met de gereguleerde activiteiten van de Nederlandse netbeheerders. De ondernemingen in de vergelijkeningsgroep worden aangeduid als peers.

52. De ACM hanteert de volgende criteria bij het vaststellen van de vergelijkeningsgroep voor de bèta:
  - Het risicoprofiel van de ondernemingen in de vergelijkeningsgroep is vergelijkbaar met het risicoprofiel van de Nederlandse netbeheerders;
  - De bid-ask spread van de aandelen van de ondernemingen in de vergelijkeningsgroep is maximaal 1%; en
  - De vergelijkeningsgroep bestaat uit een voldoende aantal ondernemingen om een goede schatting te maken.
53. De ACM heeft Brattle gevraagd om op basis van deze criteria een vergelijkeningsgroep te bepalen. Hierna licht de ACM de criteria toe en gaat in op de keuzes van Brattle.
54. Het eerste criterium is het belangrijkste criterium bij het samenstellen van de vergelijkeningsgroep voor de bèta en heeft betrekking op het risicoprofiel van de ondernemingen. Het risicoprofiel bepaalt de omvang van het systematisch risico en dus van de equity bèta die de ACM gebruikt bij de bepaling van de kostenvoet eigen vermogen. Het risicoprofiel van een onderneming is afhankelijk van de aard van de activiteiten en de wijze van regulering van een onderneming. Binnen de energiesector kan het risicoprofiel van activiteiten sterk verschillen. Zo verschillen de risico's van activiteiten als het produceren van en handelen in gas of elektriciteit van de risico's die met het beheren van een gastransportnet of een elektriciteitsnet gepaard gaan. Bovendien zijn de eerstgenoemde activiteiten vaak niet gereguleerd. Dit betekent dat ondernemingen uit de vergelijkeningsgroep bij voorkeur gereguleerde energienetbeheerders zijn.
55. Het tweede criterium gaat over de vraag of de aandelen van de ondernemingen die zijn geselecteerd in de vergelijkeningsgroep voor de bèta in voldoende mate verhandelbaar (liquide) zijn. Als de aandelen van de onderneming niet voldoende liquide zijn, zal de equity bèta uit de regressie een onderschatting van het systematische risico opleveren. Daarom moeten alleen ondernemingen voor de vergelijkeningsgroep geselecteerd worden waarvan de aandelenhandel voldoende liquide is. Om ervoor te zorgen dat de vergelijkeningsgroep alleen voldoende liquide ondernemingen bevat, hanteert de ACM een liquiditeitscriterium. Op advies van Frontier Economics hanteert de ACM als criterium dat de bid-ask spread maximaal 1% mag zijn.<sup>54</sup> Dit is een wijziging ten opzichte van het methodebesluit 2017-2021. In paragraaf 7.4.1 van het besluit licht de ACM de keuze voor de bid-ask spread als liquiditeitscriterium en de grenswaarde van 1% toe.
56. Het derde criterium houdt in dat de vergelijkeningsgroep uit een voldoende aantal ondernemingen bestaat om een goede schatting te maken. Hoe meer observaties de vergelijkeningsgroep bevat, hoe minder invloed 'outliers' zullen hebben op het gemiddelde (of de mediaan) van de vergelijkeningsgroep. Bovendien is met een grotere groep de standaardfout kleiner. De ACM acht het daarom van belang dat de vergelijkeningsgroep een voldoende aantal ondernemingen bevat. Brattle geeft aan dat bij de omvang van de vergelijkeningsgroep een afweging gemaakt moet worden tussen aan de ene kant het toevoegen van meer ondernemingen aan de vergelijkeningsgroep, waardoor de statistische fout beperkt wordt, en anderzijds het toevoegen van ondernemingen aan de vergelijkeningsgroep die

<sup>54</sup> Frontier Economics, *Criteria to select peers for efficient beta estimation. A report for the ACM*, 8 januari 2020.



minder vergelijkbaar zijn. Brattle is van mening dat wanneer er eenmaal zes à zeven ondernemingen in de vergelijkingsgroep zitten, de omvang van de statistische fout maar weinig daalt als er nog een onderneming wordt toegevoegd. Uiteindelijk komt Brattle uit op een vergelijkingsgroep van zeven ondernemingen. Dat is dezelfde omvang als in de vorige reguleringsperiode. Brattle acht een vergelijkingsgroep van zeven ondernemingen van voldoende omvang. De ACM sluit zich hierbij aan.<sup>55</sup>

57. Brattle heeft zeven ondernemingen geselecteerd die aan de hiervoor genoemde criteria voldoen. De ondernemingen die Brattle heeft geselecteerd zijn goed vergelijkbaar met GTS. Brattle stelt namelijk vast dat ze een groot deel van hun omzet uit gereguleerd energienetbeheer ontvangen. De handel in de aandelen van deze ondernemingen is verder voldoende liquide. Dit heeft Brattle beoordeeld op basis van de bid-ask spread.
58. Brattle heeft ook nog twee aanvullende analyses gedaan. Allereerst heeft Brattle gekeken of er tijdens de referentieperiode geen overnameactiviteiten rondom de ondernemingen waren.<sup>56</sup> Door overnameactiviteiten kan de bèta het systematisch risico van de desbetreffende onderneming onderschatten. Ten tweede heeft Brattle als extra controle de liquiditeitscriteria gebruikt die de ACM in de vorige reguleringsperiodes hanteerde.<sup>57</sup> Uit die controle volgt geen aanleiding tot twijfel aan de liquiditeit van de ondernemingen die Brattle heeft geselecteerd voor de vergelijkingsgroep. Verder beperkt Brattle de vergelijkingsgroep tot ondernemingen die gedurende de referentieperiode een investment grade credit rating hebben.
59. De ACM volgt deze analyse van Brattle. De vergelijkingsgroep in deze reguleringsperiode bestaat daardoor uit dezelfde zeven ondernemingen die in de vorige reguleringsperiode in de vergelijkingsgroep zaten, namelijk Elia, Enagas, Red Electrica, REN, Snam, Terna en TC Pipelines.

### 1.3.2 Statistische aspecten van de regressies

60. De ACM gebruikt de equity bèta's van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep om de bèta van de Nederlandse netbeheerders te bepalen. De eerste stap is dus om de equity bèta's van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep te bepalen. Dat gebeurt met behulp van regressies. Bij deze regressies kunnen statistische problemen bestaan of zijn er andere argumenten om de uitkomst van de regressie (de equity bèta) aan te passen of om dat juist niet te doen. De ACM heeft onderzoek gedaan naar de wijze waarop de regressies van de bèta's van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep worden gedaan. Naar aanleiding van dit onderzoek heeft de ACM wijzigingen in de methode aangebracht. Het gaat hierbij om drie onderwerpen: marktimperfecties, autocorrelatie en heteroskedasticiteit, en de Vasiček-correctie.

#### *Datafrequentie en marktimperfecties in de data*

61. De eerste wijziging van de regressies van de equity bèta's betreft hoe om te gaan met de weerslag van marktimperfecties in de data. Vanaf het methodebesluit 2014-2016 gebruikt de ACM dagdata voor de regressie. De ACM past dit nu als volgt aan. De ACM hanteert dagdata, tenzij de statistische

<sup>55</sup> Zie ook uitspraak van het CBb van 24 juli 2018, ECLI:NL:CBB:2018:348, r.o. 2.3.10.

<sup>56</sup> De ACM bepaalt de equity bèta's van de bedrijven uit de vergelijkingsgroep op basis van een referentieperiode van drie jaar. De keuze van de referentieperiode komt later aan de orde.

<sup>57</sup> Dat was: op minimaal 90% van de beursdagen handel en omzet groter dan 100 miljoen euro.

toetsing uitwijst dat er bij het gebruik van dagdata marktimperfecties zijn. In dat geval gebruikt de ACM weekdata voor de regressie. Hieronder licht de ACM deze wijziging toe.<sup>58</sup>

62. Bij de regressie moet een keuze gemaakt worden over de datafrequentie, bijvoorbeeld dagdata of weekdata. Als de koers van een aandeel op ieder moment alle informatie bevat die relevant is voor de waarde van de onderneming, dan leveren zowel dagdata als weekdata een zuivere schatting van het systematisch risico op. Dit betekent dat de schatting van de bèta bij beide datafrequenties gemiddeld genomen goed is en dus niet te hoog of te laag. In die situatie heeft het gebruik van dagdata de voorkeur, omdat er dan meer waarnemingen zijn waardoor de schattingsfout kleiner is en de schatting dus preciezer is. Dit betekent dat de schatting op basis van dagdata gemiddeld genomen minder ver van de echte onbekende waarde ligt dan de schatting op basis van weekdata. Financiële markten zijn de laatste decennia veel efficiënter geworden. Daardoor wordt informatie veel sneller in de koersen verwerkt dan vroeger, wat het mogelijk maakt om gegevens met een hogere datafrequentie te gebruiken. Daar maakt de ACM gebruik van.
63. Dagdata zijn echter gevoeliger voor marktimperfecties dan weekdata. Marktimperfecties hebben tot gevolg dat relevante informatie niet snel of niet op de juiste wijze in de koers van een aandeel verwerkt is. Er zijn allerlei kortdurende marktimperfecties. Voorbeelden zijn beperkte liquiditeit, transactiekosten, het gebruik van limit orders,<sup>59</sup> informatieasymmetrie en overreactie op informatie en vervolgens correctie daarop. Dagdata hebben eerder last van dergelijke kortdurende marktimperfecties dan weekdata. Door marktimperfecties wordt informatie namelijk niet altijd direct en juist in de koers van een aandeel verwerkt (van het bewuste aandeel of van de aandelen die deel uitmaken van de marktindex die in de regressie gebruikt wordt). Doordat marktimperfecties slechts kortdurend tot gevolg hebben dat de relevante informatie nog niet of niet juist in de koers is verwerkt, is dit na een uur, een paar uur, of een dag naar verwachting weer glad gestreken. De kans dat marktimperfecties in weekdata tot uiting komen, is dus vele malen kleiner dan bij dagdata het geval is. De marktimperfecties zijn namelijk kortdurend. Dat kan dan net wel een versturende invloed hebben op de regressie met dagdata, maar niet of nauwelijks op de regressie op basis van weekdata.
64. Als er marktimperfecties zijn in de dagdata, dan kan beter gebruik gemaakt worden van weekdata. Bij marktimperfecties is de schatting van de bèta met een regressie met alleen het markttrendement van de dag zelf namelijk geen goede schatting voor het systematisch risico. Deze schatting is dan namelijk niet zuiver (zuiver betekent dat een schatting gemiddeld genomen goed is en dus niet te hoog of te laag). De bèta op basis van weekdata geeft dan wel een zuivere schatting van het systematisch risico en is dan een betere keuze. Weekdata leveren wel minder precieze schattingen op, doordat er minder datapunten zijn, maar dit nadeel weegt minder zwaar, omdat het gebruik van dagdata geen zuivere schattingen oplevert.
65. De ACM concludeert het volgende.
  - Met behulp van een regressie met de markttrendementen van de dag zelf, de dag ervoor en de dag erna kan worden getoetst of er marktimperfecties zijn. Als er geen marktimperfecties zijn,

<sup>58</sup> Zie ook ACM, *Regressies bèta en marktimperfecties (Dimson)*, ACM/UIT/532604, 7 mei 2020.

<sup>59</sup> Daarbij wordt een order uitgevoerd als deze tegen een vooraf bepaalde prijs uitgevoerd kan worden. Dit levert sprongen in de koers op.

heeft het gebruik van dagdata in de bèta-regressie de voorkeur omdat de schatting van de bèta dan nauwkeuriger is. De schatting van de bèta zit dan gemiddeld genomen dichterbij de echte onbekende waarde die men wil schatten dan bij het gebruik van weekdata. Dat komt door het gebruik van meer datapunten. Als er wel marktperfecties zijn, levert een enkelvoudige regressie op basis van dagdata geen zuivere schatting van de bèta op. Dan verdient het de voorkeur om weekdata te gebruiken. Er is bij het gebruik van weekdata weliswaar minder precisie dan bij het gebruik van dagdata, maar de schatting van de bèta is wel zuiver.

- De ACM past daarom de methode als volgt aan. Als één of meer van de toetsen op de regressie met daarin het marktrendement van de dag zelf, de dag ervoor en de dag erna statistisch significant zijn, dan gebruikt de ACM de bèta uit de regressie met weekdata. De ACM hanteert drie toetsen voor marktperfecties op de regressie met het marktrendement van de dag zelf, de dag ervoor en de dag erna: (a) een t-toets of de coëfficiënt van het marktrendement van de dag ervoor statistisch significant is, (b) een t-toets of de coëfficiënt van het marktrendement van de dag erna statistisch significant is, en (c) een F-toets of deze twee coëfficiënten gezamenlijk statistisch significant zijn.

#### *Autocorrelatie en heteroskedasticiteit*

66. De tweede wijziging bij de regressies van de bèta betreft de omgang met autocorrelatie en heteroskedasticiteit in de residuen. Tot op heden had de ACM geen eenduidige keuze gemaakt over de wijze waarop zij omgaat met autocorrelatie en heteroskedasticiteit in de residuen. Consultants hadden daardoor de ruimte om op verschillende manieren om te gaan met autocorrelatie en heteroskedasticiteit. De ACM wijzigt de methode en specificeert deze nader. Hieronder licht de ACM dit toe.<sup>60</sup>
67. Autocorrelatie is de samenhang (correlatie) tussen de huidige waarde en historische (of toekomstige) waarden van een parameter. Bij regressies voor de bèta gebruikt de ACM zogenaamde panel-data. Dat zijn data over dezelfde parameters (aandelenrendement en marktrendement) op verschillende momenten in de tijd. Bij dit soort data kan er autocorrelatie in de residuen zijn. Een residu is het verschil tussen de geschatte waarde op basis van de regressie en de observatie zelf. Eén van de voorwaarden voor efficiëntie<sup>61</sup> van een OLS-regressie<sup>62</sup> is dat deze residuen onafhankelijk van elkaar zijn. Dat betekent dat het residu van de observatie op moment  $t$  onafhankelijk is van het residu van de observatie op moment  $t-1$ , en op moment  $t-2$ , etc.
68. Heteroskedasticiteit houdt in dat de variantie van de residuen niet gelijk is over verschillende subsets van waarnemingen. De variantie is de gekwadrateerde afwijking van het verschil tussen de schatting op basis van de regressie en de observatie. Een voorbeeld van heteroskedasticiteit is als de variantie bij hogere rendementen groter is en bij lagere rendementen kleiner, of als de variantie wat langer geleden kleiner is en de variantie in een recentere periode groter is.
69. Als er autocorrelatie of heteroskedasticiteit is, dan is de OLS-schatter niet efficiënt, dat wil zeggen met de minste spreiding rond de geschatte waarde. Maar bij zowel autocorrelatie als

<sup>60</sup> Zie ook ACM, *Regressies beta peers voor de WACC*, ACM/UIT/528296, 7 februari 2020, paragraaf 3.

<sup>61</sup> Een schatter is efficiënt als deze de minste spreiding rond de geschatte waarde heeft.

<sup>62</sup> OLS staat voor ordinary least squares, in het Nederlands de kleinste kwadraten methode. Dit is een standaard vorm van regressie.

heteroskedasticiteit<sup>63</sup> geldt dat de bèta-schatting die verkregen wordt met een enkelvoudige<sup>64</sup> OLS-regressie wel zuiver is (niet systematisch te hoog of te laag) en consistent is (convergeert naar de juiste waarde als meer data gebruikt wordt). Het formuleren van een aangepaste regressie waarbij er geen sprake meer is van autocorrelatie en heteroskedasticiteit is lastig. Een dergelijk aangepaste regressie resulteert daarnaast alleen in een betere schatting – die dus zuiver, consistent en efficiënt is – als daarbij ook voldaan wordt aan de additionele voorwaarden die bij die specifieke regressie gelden. Vaak is dat niet het geval, waardoor de aangepaste regressie geen verbetering is ten opzichte van de enkelvoudige OLS-regressie.<sup>65</sup> De ACM kiest ervoor om als er autocorrelatie of heteroskedasticiteit in de residuen is, de bèta uit de OLS-regressie te gebruiken. Deze bèta is weliswaar niet efficiënt, maar is wel zuiver en consistent. De ACM hecht in de eerste plaats belang aan dat een schatter zuiver is, zodat de schatting niet systematisch te hoog of te laag is. Dat is belangrijker dan dat een schatter efficiënt is, omdat de geschatte waarde dan wel systematisch te hoog of te laag kan zijn. Daarbij is deze schatter ook consistent, en convergeert dus naar de juiste waarde als meer data gebruikt wordt.<sup>66</sup>

#### *Vasiček-correctie*

70. De derde wijziging van de regressie van de bèta betreft de Vasiček-correctie. De ACM past de Vasiček-correctie niet langer toe. Hieronder licht de ACM dit toe.<sup>67</sup>
71. De Vasiček-formule is gebaseerd op Bayesiaanse statistiek. De essentie van Bayesiaanse statistiek is dat gebruik wordt gemaakt van kennis die al bestaat om een OLS-schatting te verbeteren. De gedachte van een dergelijke 'correctie' is dat de met de OLS-regressie geschatte waarde van de bèta wordt verbeterd door ook rekening te houden met de waarde die voorafgaand aan de schatting het meest aannemelijk wordt geacht (de 'prior'). De ACM gebruikte de Vasiček-formule om de OLS-schatting van de bèta van iedere peer aan te passen. Hierbij gebruikte de ACM een prior van 1. Een prior van 1 komt overeen met het systematisch risico van de markt als geheel.
72. De ACM is tot de conclusie gekomen dat er geen goede prior te bepalen valt. De ACM gebruikte altijd een prior van 1. Het is echter evident dat voor de meeste gereuleerde sectoren een bèta van 1 geen juiste verwachting is van de waarde die voorafgaand aan de schatting het meest aannemelijk moet worden geacht, aangezien de bèta van gereuleerde ondernemingen lager is dan 1.<sup>68</sup> Dat komt doordat in gereuleerde sectoren de vraag relatief ongevoelig is voor de conjunctuur, waardoor het rendement ook relatief ongevoelig is voor de conjunctuur. Een alternatief dat voor de hand ligt is de bèta van dezelfde onderneming uit de vorige reguleringsperiode als prior te hanteren. Echter, ook die oude schatting kan een schattingsfout bevatten waardoor de schatting van het systematisch risico niet verbeterd wordt. De ACM is tot de conclusie gekomen dat er onvoldoende voorkennis is om een goede waarde voor de prior te bepalen. Daarom zal de ACM de Vasiček-formule niet meer toepassen.

<sup>63</sup> De test voor autocorrelatie betreft de Breusch-Godfrey test, die autocorrelatie op alle lags gezamenlijk detecteert. De test voor heteroskedasticiteit betreft de White test.

<sup>64</sup> Enkelvoudig betekent dat alleen het marktrendement van de dag zelf als onafhankelijke variabele is opgenomen in de regressie.

<sup>65</sup> In geval wel een goede regressie bepaald kan worden waarbij ook aan alle voorwaarden voldaan wordt, dan is de bèta uit die regressie hoger of lager dan de bèta uit de oorspronkelijke OLS-regressie.

<sup>66</sup> In het geval er sprake is van autocorrelatie of heteroskedasticiteit moet de robuuste standaardfout gerapporteerd worden. Voor autocorrelatie is dat de Newey-West schatter en voor heteroskedasticiteit is dat de Huber-White schatter van de standaardfout.

<sup>67</sup> Zie ook ACM, *Regressies beta peers voor de WACC*, ACM/UIT/528296, 7 februari 2020, paragraaf 5.

<sup>68</sup> Als een prior van 1 gehanteerd wordt, dan wordt de bèta richting de 1 getrokken. Aangezien de bèta's in gereuleerde sectoren lager dan 1 zijn, worden deze bèta's door toepassing van de Vasiček-formule hoger.

### 1.3.3 Bepaling van de equity bèta van GTS

73. Het is belangrijk om onderscheid te maken tussen de equity bèta en de asset bèta.<sup>69</sup> De equity bèta is een weergave van het systematisch risico van de aandelen van een onderneming, terwijl de asset bèta het systematisch risico weergeeft van de aandelen als ware het bedrijf gefinancierd met 100% eigen vermogen. De hoogte van de equity bèta is dus afhankelijk van de wijze van financiering van een onderneming en van het tarief van de winstbelasting dat op de onderneming van toepassing is.
74. De ACM bepaalt de equity bèta voor netbeheerders in drie stappen. Eerst bepaalt de ACM de equity bèta van iedere onderneming in de vergelijkingsgroep. De ACM bepaalt vervolgens voor ieder bedrijf uit de vergelijkingsgroep de asset bèta door de equity bèta te corrigeren voor de financieringsstructuur en de belastingvoet die op dat bedrijf van toepassing is. De ACM bepaalt vervolgens de asset bèta van de Nederlandse netbeheerders door de mediaan van de asset bèta's van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep te nemen. Ten slotte bepaalt de ACM de equity bèta van de Nederlandse netbeheerders en in dit geval van GTS door deze mediane asset bèta te corrigeren voor de door de ACM vastgestelde parameters gearing (paragraaf 0) en belastingvoet (paragraaf 0) voor de Nederlandse netbeheerders. Die stappen licht de ACM hieronder nader toe.

#### *Stap 1: berekening equity bèta's van peers*

75. Om de equity bèta van de Nederlandse netbeheerders te bepalen, bepaalt de ACM eerst de equity bèta's van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep. De equity bèta van elke onderneming uit de vergelijkingsgroep wordt bepaald met behulp van een regressie die het verband tussen het rendement op de aandelen van de desbetreffende onderneming en het rendement op de markt als geheel oplevert.
76. Ten aanzien van deze regressie moet een aantal keuzes worden gemaakt. Ten eerste moet er een keuze gemaakt worden over de marktindex die gebruikt wordt om het marktrendement te bepalen. Brattle hanteert voor ondernemingen in de Eurozone de STOXX EUROPE 600 index en voor het Amerikaanse bedrijf de S&P 500. Brattle geeft aan dat deze indices de meest gebruikte indices zijn voor de Eurozone en de Verenigde Staten van Amerika zijn en dat ze representatief zijn voor de Eurozone en de Amerikaanse aandelenmarkten. De ACM volgt Brattle in deze keuze. Daarnaast moet er een keuze gemaakt worden over de referentieperiode en de datafrequentie. Vanuit het oogpunt van consistentie tussen parameters, acht de ACM het wenselijk om aan te sluiten bij de referentieperiode die zij bij de risicovrije rente gebruikt. Daarom gebruikt de ACM ook voor de bèta een referentieperiode van drie jaar, net als bij de risicovrije rente.

#### *Stap 2: bepaling van de asset bèta*

77. In randnummer 73 is beschreven dat de hoogte van de equity bèta mede afhankelijk is van de belastingvoet die voor de onderneming geldt en de vermogensverhouding van een onderneming. Om bèta's van ondernemingen in de vergelijkingsgroep voor de bèta vergelijkbaar te maken, wordt eerst de asset bèta van iedere onderneming in de vergelijkingsgroep berekend. Bij de berekening van de asset bèta wordt gecorrigeerd voor de gemiddelde vermogensstructuur en de belastingvoet van de bewuste onderneming over de periode 2017-2019. Voor deze correcties wordt de Modigliani-Miller-methode toegepast.<sup>70</sup> Uit onderzoek<sup>71</sup> blijkt dat de Modigliani-Miller-methode de meest geschikte

<sup>69</sup>  $\beta_e = \frac{(1-g)+g \times (1-T)}{(1-g)} \times \beta_a$ , waarbij  $\beta_e$  = de equity bèta,  $\beta_a$  = de asset bèta,  $g$  = gearing en  $T$  = de belastingvoet.

<sup>70</sup> Andere methoden die kunnen worden toegepast, zijn bijvoorbeeld de Miller-methode en de Miles-Ezzel-methode. Deze methoden genereren ongeveer dezelfde resultaten.

<sup>71</sup> P. Fernandez, *Levered and unlevered Beta*, IESE Business School Research Paper, januari 2003.

methode is omdat deze methode bij wijziging van bijvoorbeeld de belastingvoet consistentere resultaten oplevert in vergelijking met andere methoden. Verder is de Modigliani-Miller-methode passend omdat deze methode expliciet rekening houdt met belastingen.

78. Voor de bepaling van de asset bèta voor de Nederlandse netbeheerders neemt de ACM de mediaan van de asset bèta's. De mediaan is in dit geval relevant, omdat de waarden van de asset bèta's van de vergelijkingsgroep voor de bèta mogelijk niet statistisch normaal verdeeld zijn. Door de asset bèta op de mediaan te baseren, wordt voorkomen dat de bèta ten onrechte wordt beïnvloed door een uitschieter van de asset bèta van een onderneming binnen de vergelijkingsgroep voor de bèta.
79. Brattle heeft de hiervoor genoemde berekeningsmethoden toegepast en rapporteert dat dit leidt tot de volgende bèta's voor de ondernemingen in de vergelijkingsgroep. De mediane asset bèta's van de peers is 0,39.

**Tabel 1 Hoogte bèta's van de vergelijkingsgroep**

Bedrijf	Land	Equity bèta	Asset bèta
Elia	België	0,68	0,39
Enagas	Spanje	0,72	0,45
Red Electrica	Spanje	0,54	0,38
REN	Portugal	0,66	0,29
Snam	Italië	0,93	0,58
Terna	Italië	0,74	0,47
TC Pipelines	USA	0,61	0,39
<b>Mediaan</b>			<b>0,39</b>

*Stap 3: berekening equity bèta's van de Nederlandse Netbeheerders*

80. De ACM berekent de equity bèta van de Nederlandse netbeheerders door de mediane asset bèta van de vergelijkingsgroep met behulp van de Modigliani-Miller-methode (gegeven de door de ACM vastgestelde parameters gearing en belastingvoet) om te zetten in een equity bèta voor de Nederlandse netbeheerders. Brattle berekent dat de equity bèta voor GTS 0,63 bedraagt.

*Geen aanpassing vanwege de energietransitie*

81. De ACM heeft onderzocht of de energietransitie een wijziging in het systematisch risico van GTS of van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep veroorzaakt, waardoor de bèta's van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep mogelijk niet representatief zijn voor het systematisch risico van GTS. De ACM is van oordeel dat dit niet het geval is en past dus geen correctie op de bèta toe. In paragraaf 7.4.1 van het besluit licht de ACM dit nader toe.

## 1.4 Conclusie

82. Op basis van de risicovrije rente (die afhangt van het jaar, zie tabel 0), de marktrisicopremie van 5,00% en de equity bèta van 0,63 bepaalt de ACM de kostenvoet eigen vermogen (na belasting). Met gebruikmaking van de door de ACM vastgestelde belastingvoet (zie paragraaf 3.2) bepaalt de ACM de kostenvoet eigen vermogen vóór belasting. De uitkomsten van deze berekeningen zijn opgenomen in tabellen 5 en 5a.

## 2 Kostenvoet vreemd vermogen

83. De kostenvoet vreemd vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen.<sup>72</sup>
84. De ACM hanteert bij de bepaling van de WACC een normatieve benadering om op die manier de vermogenskosten van een efficiënt gefinancierde netbeheerder te bepalen. Daarom baseert de ACM de kostenvoet vreemd vermogen op gegevens van de financiële markten. Door gebruik te maken van de rente die op financiële markten geldt voor vergelijkbare schulden als die van netbeheerders, benadert de ACM de efficiënte kosten van vreemd vermogen van netbeheerders zo goed mogelijk.
85. De kostenvoet vreemd vermogen betreft de vergoeding die netbeheerders nodig hebben om vreemd vermogen te kunnen aantrekken. De hoogte van de kostenvoet vreemd vermogen hangt af van de bedrijfstak waarin de onderneming actief is, de looptijd van de lening en de kredietwaardigheid van de onderneming. Hieronder gaat de ACM in op deze onderwerpen. Verder komt aan bod dat de ACM met behulp van het trapjesmodel rekening houdt met de bestaande leenportefeuille en de opslag voor transactiekosten.

### *Obligatie-index, looptijd en kredietwaardigheid*

86. De kostenvoet vreemd vermogen hangt onder meer af van de bedrijfstak waarin de onderneming actief is. Daarom baseert de ACM de kostenvoet vreemd vermogen op de rente van obligaties van nutsondernemingen die op de beurzen verhandeld worden. Dataservices zoals Bloomberg stellen indices samen op basis van kredietwaardigheid, bedrijfstak en geografische locatie. De ACM hanteert een index met de obligaties van Europese nutsbedrijven. Naar het oordeel van de ACM geeft de rentevoet van een index met de obligaties van Europese nutsbedrijven een representatief beeld van de kostenvoet vreemd vermogen van de Nederlandse netbeheerders.
87. De ACM hanteert de 'single A-rating' als uitgangspunt voor de kredietwaardigheid bij de bepaling van de kostenvoet vreemd vermogen.<sup>73</sup> Het hanteren van een A-rating voldoet aan de eisen uit het Besluit Financieel Beheer Netbeheerder.<sup>74</sup> Daarnaast is het hanteren van een A-rating in overeenstemming met vorige methodebesluiten.
88. Naast de sector en de kredietwaardigheid is ook de looptijd van de obligatie-index van belang voor de hoogte van de kostenvoet vreemd vermogen. Net als bij staatsobligaties geldt ook bij bedrijfsobligaties dat er normaliter een positieve relatie bestaat tussen de looptijd van de obligatie en het geëiste rendement. Deze positieve relatie is onder meer te verklaren door een groter inflatierisico en een verhoogde kans op faillissement (met andere woorden: wanbetaling) bij obligaties met een langere looptijd. De ACM gebruikt een resterende looptijd van tien jaar voor het bepalen van de hoogte van de kostenvoet van het vreemd vermogen.<sup>75</sup> Obligaties met dergelijke looptijden worden

<sup>72</sup>  $WACC = g \cdot k_{VV} + (1 - g) \cdot \frac{k_{EV}}{(1-T)}$  waarbij  $g$  = gearing en  $k_{VV}$  = kostenvoet vreemd vermogen,  $k_{EV}$  = kostenvoet eigen vermogen en  $T$  = belastingvoet.

<sup>73</sup> De ACM sluit aan bij de rating methode van Standard & Poors.

<sup>74</sup> Besluit Financieel Beheer Netbeheerder, Stb. 2008, 330, laatstelijk gewijzigd bij Besluit van 2 september 2010, Stb. 2010, 682.

<sup>75</sup> Dataservices als Bloomberg bepalen voor zo'n obligatie-index de rentetermijncurve (yield curve). In een index zijn obligaties opgenomen van een bepaalde sector en van een bepaalde kredietwaardigheid, maar met uiteenlopende resterende looptijden. De dataservice bepaalt dan een rentetermijncurve op basis van de rentes van al deze obligaties. Daardoor is het mogelijk om

veel verhandeld, wat betekent dat daarvoor een goede prijsvorming is en de obligatie-index hiervoor een betrouwbare rente oplevert.. Ten slotte geeft de keuze voor een resterende looptijd van tien jaar netbeheerders de ruimte om te kiezen voor kortere of langere looptijden van hun financiering.

*Bestaande leenportefeuille: trapjesmodel*

89. De ACM houdt bij het bepalen van de kostenvoet vreemd vermogen rekening met de bestaande leenportefeuille. Hiervoor hanteert de ACM het trapjesmodel. Dit trapjesmodel is van toepassing voor zover het benodigd vermogen van een netbeheerder niet groter is dan het huidige benodigd vermogen van die netbeheerder. Voor zover het benodigd vermogen groter is dan het huidige benodigd vermogen past de ACM alleen de schatting voor nieuwe leningen toe.
90. Het benodigd vermogen bepaalt de ACM op basis van de GAW. Er kunnen twee situaties zijn: (a) de GAW in een toekomstig jaar en dus ook het benodigd vermogen in dat toekomstige jaar is gelijk aan of lager dan het huidige benodigd vermogen, en (b) de GAW in een toekomstig jaar en dus het benodigd vermogen in dat toekomstige jaar is hoger dan het huidige benodigd vermogen.<sup>76</sup> Voor zover de GAW en dus het benodigd vermogen niet hoger is dan het huidige benodigd vermogen, hanteert de ACM de WACC bestaand vermogen. Deze WACC is gebaseerd op het trapjesmodel. Voor zover het benodigd vermogen hoger is dan het huidige benodigd vermogen, hanteert de ACM voor het meerdere de WACC nieuw vermogen.
91. Het benodigd vermogen bestaat deels uit vreemd vermogen. Voor zover het benodigd vermogen gelijk is aan of lager is dan het huidige benodigd vermogen, houdt de ACM rekening met het feit dat leningen die in het verleden zijn aangegaan, doorlopen in de toekomst. Dit doet de ACM met behulp van het trapjesmodel. De ACM veronderstelt hierbij dat netbeheerders zich met tienjarige leningen financieren en dat ieder jaar een tiende deel van deze leningen geherfinancierd moet worden. Voor zover een jaarlaag uit het verleden nog aanwezig is in een toekomstig reguleringsjaar, baseert de ACM de kostenvoet vreemd vermogen van die jaarlaag op de gemiddelde rente van de obligatie-index van nutsbedrijven in dat jaar.
92. Bijvoorbeeld: in het jaar 2022 zijn er nog zeven oude jaarlagen, namelijk 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 en 2019. Voor ieder van deze jaren bepaalt de ACM de kostenvoet vreemd vermogen op basis van de genoemde obligatie-index in ieder van die jaren. Op deze manier stelt de ACM de efficiënte kostenvoet vreemd vermogen voor ieder van deze jaarlagen vast. Dit past bij het uitgangspunt dat de ACM de WACC baseert op de WACC van een efficiënt gefinancierde netbeheerder. Voor de jaren 2020,<sup>77</sup> 2021 en 2022 is er geen al bestaande jaarlaag. Daarom moet de ACM voor deze jaren een schatting van de kostenvoet vreemd vermogen maken. Voor deze drie jaarlagen hanteert de ACM voor de bepaling van de kostenvoet vreemd vermogen dezelfde benadering als bij de WACC nieuw vermogen.

---

de rente van iedere gewenste resterende looptijd af te lezen van deze rentetermijncurve. Zoals hierboven toegelicht kiest de ACM het punt op de rentetermijncurve met tien jaar resterende looptijd.

<sup>76</sup> Het huidige benodigd vermogen bepaalt de ACM met gebruikmaking van één of meer basisjaren.

<sup>77</sup> De kostenvoet vreemd vermogen voor de jaarlaag 2020 moet geschat worden, omdat de WACC-bepaling voor GTS medio 2020 plaatsvindt. Voor de regionale netbeheerders en TenneT zal de jaarlaag 2020 deel uitmaken van de bestaande leenportefeuille en zal de kostenvoet vreemd vermogen bepaald worden op basis van de gemiddelde rente van de eerder genoemde obligatie-index in 2020.



**Tabel 2 Samenstelling leenportefeuille GTS op basis van trapjesmodel**

Afgesloten in	Referentieperiode	2022	2023	2024	2025	2026
2013	1 januari – 31 december 2013	10%				
2014	1 januari – 31 december 2014	10%	10%			
2015	1 januari – 31 december 2015	10%	10%	10%		
2016	1 januari – 31 december 2016	10%	10%	10%	10%	
2017	1 januari – 31 december 2017	10%	10%	10%	10%	10%
2018	1 januari – 31 december 2018	10%	10%	10%	10%	10%
2019	1 januari – 31 december 2019	10%	10%	10%	10%	10%
2020	16 juni 2017 – 15 juni 2020	10%	10%	10%	10%	10%
2021	16 juni 2017 – 15 juni 2020	10%	10%	10%	10%	10%
2022	16 juni 2017 – 15 juni 2020	10%	10%	10%	10%	10%
2023	16 juni 2017 – 15 juni 2020		10%	10%	10%	10%
2024	16 juni 2017 – 15 juni 2020			10%	10%	10%
2025	16 juni 2017 – 15 juni 2020				10%	10%
2026	16 juni 2017 – 15 juni 2020					10%
	Aandeel bestaande leningen	70%	60%	50%	40%	30%
	Aandeel nieuwe leningen	30%	40%	50%	60%	70%
	Totale portefeuille	100%	100%	100%	100%	100%

#### Nieuw vermogen

93. De kostenvoet vreemd vermogen voor bestaand vermogen, en daarmee de WACC bestaand vermogen, is ieder jaar van de reguleringsperiode anders doordat er ieder volgend jaar een oude jaarlaag wegvalt en vervangen wordt door een nieuwe jaarlaag. Doordat de ACM in dit methodebesluit de GAW op basis van 'doorrollen en bijschatten' bepaalt en deze GAW ieder reguleringsjaar anders kan zijn, bepaalt de ACM een WACC bestaand vermogen voor ieder van de jaren uit de reguleringsperiode.
94. De ACM bepaalt de kostenvoet vreemd vermogen voor de nieuwe jaarlagen bij de toepassing van het trapjesmodel en voor de WACC nieuw vermogen op dezelfde wijze als de risicovrije rente, namelijk met een referentieperiode van drie jaar.

#### Rente

95. Brattle heeft berekend wat de rentevoet op de index van Europese nutsbedrijven is voor de historische jaarlagen die relevant zijn voor de toepassing van het trapjesmodel in de WACC bestaand vermogen, en voor de nieuwe jaarlagen die relevant zijn voor de WACC nieuw vermogen en voor de WACC bestaand vermogen voor zover er toekomstige jaarlagen zijn.

**Tabel 3 Rente obligatie-index Europese nutsbedrijven**

Afgesloten in	Referentieperiode	2022	2023	2024	2025	2026
2013	1 januari – 31 dec 2013	2,70%				
2014	1 januari – 31 dec 2014	2,03%	2,03%			
2015	1 januari – 31 dec 2015	1,38%	1,38%	1,38%		
2016	1 januari – 31 dec 2016	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	
2017	1 januari – 31 dec 2017	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%
2018	1 januari – 31 dec 2018	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%
2019	1 januari – 31 dec 2019	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
2020	16 juni 2017 – 15 juni 2020	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
2021	16 juni 2017 – 15 juni 2020	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
2022	16 juni 2017 – 15 juni 2020	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
2023	16 juni 2017 – 15 juni 2020		1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
2024	16 juni 2017 – 15 juni 2020			1,01%	1,01%	1,01%
2025	16 juni 2017 – 15 juni 2020				1,01%	1,01%
2026	16 juni 2017 – 15 juni 2020					1,01%
	Aandeel bestaande leningen	70%	60%	50%	40%	30%
	Aandeel nieuwe leningen	30%	40%	50%	60%	70%
	Totale portefeuille	100%	100%	100%	100%	100%
	Rente op de obligatie-index Europese nutsbedrijven					
	... in WACC bestaand vermogen	1,34%	1,17%	1,07%	1,03%	1,03%
	... in WACC nieuw vermogen	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%

96. Voor eerdere besluiten heeft de ACM onderzocht of een extra opslag voor transactiekosten nodig is. De ACM concludeert dat de transactiekosten die gepaard gaan met financiering met vreemd vermogen een verhoging van de renteopslag met 10 tot 20 basispunten kunnen rechtvaardigen. De ACM past hierbij het gemiddelde toe en daarmee een verhoging van de renteopslag van 0,15%-punt. De ACM past deze opslag ook deze reguleringsperiode toe omdat deze nog steeds relevant is.
97. De kostenvoet vreemd vermogen bestaat uit de rente op de obligatie-index van Europese nutsbedrijven zoals weergegeven in de laatste twee regels van tabel 3 en de opslag voor transactiekosten zoals weergegeven in het vorige randnummer. Dit resulteert in een kostenvoet vreemd vermogen zoals in de tabel 4 is weergegeven. De kostenvoet vreemd vermogen voor de WACC nieuw vermogen is ieder jaar van de reguleringsperiode hetzelfde. De kostenvoet vreemd vermogen voor de WACC bestaand vermogen is ieder jaar anders.

**Tabel 4 Kostenvoet vreemd vermogen GTS**

Jaar	2022	2023	2024	2025	2026
... in WACC bestaand vermogen	1,49%	1,32%	1,22%	1,18%	1,18%
... in WACC nieuw vermogen	1,16%	1,16%	1,16%	1,16%	1,16%

*Voornemen tot nacalculatie*

98. De ACM ziet dat er in het verleden grote verschillen waren tussen de geschatte rente op basis van de obligatie-index van Europese nutsbedrijven en de werkelijke rente op deze index. De ACM ziet geen betere schatter voor deze rente. De ACM is daarom voornemens de rente in de kostenvoet

---

vreemd vermogen na te calculeren. Dit licht zij nader toe in paragraaf 8.3.8 van het gewijzigde methodebesluit.

### 3 Gearing, belastingvoet en inflatie

99. Naast de kostenvoet eigen vermogen en de kostenvoet vreemd vermogen zijn ook de gearing en het belastingpercentage van belang voor het berekenen van de WACC. De ACM licht deze twee parameters in de volgende twee paragrafen toe. Daarna licht de ACM ook de schatting van de inflatie toe.

#### 3.1 Gearing

100. 'Gearing' betreft de mate waarin een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, uitgedrukt als fractie van het totale vermogen. Aangezien de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen, is het belangrijk om de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen vast te stellen. Daarnaast is de gearing van belang bij het berekenen van de equity bèta, zoals in paragraaf 1.3.3 van deze bijlage is uitgelegd. De ACM zal in deze paragraaf toelichten hoe zij de gearing bepaalt en wat de hoogte van de gearing is.
101. De ACM is voor de bepaling van de gearing op zoek naar een efficiënte financiering met daarnaast een gezonde financiële positie van de netbeheerder. In hoeverre een bepaalde vermogensverhouding efficiënt is, is mede afhankelijk van de activiteiten die een onderneming uitvoert en kan dus per sector verschillen. Daarom bepaalt de ACM de gearing op basis van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep.
102. De ACM gaat uit van de gemiddelde gearing per peer in de afgelopen drie jaren, consistent met de referentieperiode voor de kostenvoet vreemd vermogen. De ACM hanteert de gearing op basis van netto schuld.<sup>78</sup> De efficiënte gearing voor de Nederlandse netbeheerders bepaalt de ACM op basis van de mediaan van de gemiddelde gearing van iedere peer.
103. Voorheen nam de ACM de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep met een credit rating in de A-range als uitgangspunt voor de bepaling van de gearing van een gezonde netbeheerder. Dit is met de huidige vergelijkingsgroep niet mogelijk, aangezien slechts twee ondernemingen uit de vergelijkingsgroep aan dit criterium voldoen. Dat was bij de WACC voor de reguleringsperiode 2017-2021 ook al het geval. Brattle geeft aan dat de gearing van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep gebruikt kan worden om de gearing van de Nederlandse netbeheerders te bepalen. De Nederlandse netbeheerders zullen namelijk met een gearing op basis van de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep een betere credit rating kunnen behalen dan de ondernemingen uit de vergelijkingsgroep omdat de Nederlandse netbeheerders profiteren van de stabiliteit van het Nederlandse reguleringsraamwerk en van de hogere credit rating van de Nederlandse staat. Brattle berekent de gearing voor GTS op 44,62%. De ACM sluit zich hierbij aan.
104. De ACM stelt vast dat een gearing van 44,62% onder het maximumniveau ligt dat netbeheerders op grond van het Besluit Financieel Beheer Netbeheerders is toegestaan.

#### Conclusie

105. Gegeven het bovenstaande stelt de ACM de gearing vast op 44,62%.

<sup>78</sup> Netto schuld, niet bruto schuld, uitspraak CBb van 28 november 2019 (ECLI:NL:CBB:2019:636), r.o. 1.1.

### 3.2 Belastingvoet

106. De belastingvoet betreft het gemiddeld geldende (marginale) tarief voor de vennootschapsbelasting voor Nederlandse ondernemingen gedurende de reguleringsperiode 2022-2026. De belastingvoet is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de nominale WACC vóór belasting ook een compensatie moet bevatten voor de te betalen vennootschapsbelasting. Daarnaast is de belastingvoet van belang bij het berekenen van de equity bèta.
107. Het kabinet had plannen om met ingang van 2021 het tarief voor de vennootschapsbelasting te verlagen; deze gaan echter niet door. De vennootschapsbelasting blijft op 25%. Daarom stelt de ACM de belastingvoet voor de WACC vast op 25%. Dit is een wijziging ten opzichte van het ontwerpbesluit.

### 3.3 Inflatie

108. Nu de ACM voor GTS de nominale WACC in plaats van de reële WACC hanteert, is het voor de WACC voor GTS niet nodig om de inflatie te schatten. Voor het indexeren van kosten naar het prijspeil van ieder reguleringsjaar in de komende reguleringsperiode is echter wel een schatting van de inflatie nodig. Voor deze indexering heeft de ACM altijd de CPI gebruikt.<sup>79</sup> De schatting hiervan dient zo goed mogelijk de verwachte inflatie voor de komende reguleringsperiode te reflecteren. Op verzoek van de ACM heeft Brattle daarom de inflatie voor die jaren geschat.
109. Bij het vaststellen van de schatters voor de inflatie maakt de ACM een afweging tussen robuustheid en representativiteit. De ACM beschikt daarbij over twee soorten bronnen die geschikt zijn om deze schatting op te baseren. Ten eerste kan de ACM de werkelijke inflatie uit het verleden gebruiken. Ten tweede kan de ACM voorspellingen van gerenommeerde instanties zoals centrale banken en planbureaus gebruiken. Hierna licht de ACM toe hoe zij deze bronnen gebruikt en weegt.
110. Voorspellingen van gerenommeerde instanties zijn representatief voor de toekomst. Het nadeel van het gebruiken van deze voorspellingen voor de regulering is dat er slechts weinig schattingen beschikbaar zijn en daardoor ook niet altijd van recente datum zijn. Deze voorspellingen zijn daarom onvoldoende robuust om als enige basis voor de inflatieschatting te gebruiken.
111. De ACM kan ook gebruik maken van de werkelijke inflatiecijfers zoals het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) die rapporteert. Deze cijfers kan de ACM middelen over meerdere jaren. Daardoor ontstaat een robuuste schatter. Echter naarmate meer jaren uit het verleden worden betrokken wordt deze schatter steeds minder representatief. De ACM gebruikt daarom voor haar schatting het gemiddelde van de werkelijke CBS inflatie zoals het CBS die rapporteert over een periode van drie jaar.
112. De ACM ziet geen aanleiding om meer gewicht toe te kennen aan de voorspellingen van instanties of het gemiddelde inflatiecijfer over de afgelopen drie jaar en weegt daarom beide cijfers even zwaar. Door het betrekken van inflatievoorspellingen van instanties enerzijds en gerealiseerde inflatiecijfers anderzijds, komt de ACM tot een goede balans tussen representativiteit en robuustheid. De ACM

<sup>79</sup> En dus niet de HICP (harmonized index of consumer prices). CPI (consumentenprijsindex) en HICP hebben verschillende grondslag voor de berekening van de inflatie.

---

bepaalt de inflatieschatting daarom voor de helft op de realisaties van de Nederlandse inflatie en voor de andere helft op voorspellingen van gerenommeerde instanties.

113. Brattle heeft berekend dat de historische inflatie in Nederland voor de periode juni 2017 tot en met mei 2020 1,78% was. Brattle baseert de voorspelling van de Nederlandse inflatie op de langetermijnschatting van het Centraal Plan Bureau (CPB). Deze voorspelling betreft Nederland en de CPI en bedraagt 1,6% voor ieder van de jaren 2022 tot en met 2026.
114. Brattle berekent het gemiddelde van de historische inflatie over de afgelopen drie jaar en de inflatieschatting van het CPB op 1,69%.
115. Zoals hierboven toegelicht gebruikt de ACM de inflatie alleen in het x-factormodel bij de indexering van kosten naar het prijspeil van een toekomstig jaar. Daarvoor rondt de ACM de inflatieschatting af op één decimaal.

*Conclusie*

116. Op basis van het bovenstaande stelt de ACM de inflatie vast op 1,7%.

## 4 Vaststelling van de hoogte van de WACC

117. Tabellen 5 en 6 geven een overzicht van de hoogte van ieder van de parameters van de WACC, zoals die in de paragrafen hiervoor zijn beschreven. Tevens geeft tabel 5 de daaruit resulterende nominale WACC vóór belasting weer voor bestaand vermogen en tabel 6 voor nieuw vermogen.<sup>80</sup>

**Tabel 5 WACC bestaand vermogen GTS reguleringsperiode 2022-2026**

	2022	2023	2024	2025	2026
Rente obligatie-index nutsbedrijven	1,34%	1,17%	1,07%	1,03%	1,03%
Transactiekosten	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
<b>Kostenvoet vreemd vermogen (vóór belasting)</b>	<b>1,49%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,22%</b>	<b>1,18%</b>	<b>1,18%</b>
Risicovrije rente	0,50%	0,50%	1,22%	1,22%	1,22%
Marktrisicopremie	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Asset bèta	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
Equity bèta	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
<b>Kostenvoet eigen vermogen (na belasting)</b>	<b>3,67%</b>	<b>3,67%</b>	<b>4,39%</b>	<b>4,39%</b>	<b>4,39%</b>
Kostenvoet eigen vermogen (vóór belasting)	4,89%	4,89%	5,85%	5,85%	5,85%
Vermogensverhouding (vreemd vs totaal vermogen)	44,62%	44,62%	44,62%	44,62%	44,62%
Belastingvoet	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
<b>Nominale WACC vóór belasting</b>	<b>3,37%</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,79%</b>	<b>3,77%</b>	<b>3,77%</b>

**Tabel 5a WACC nieuw vermogen GTS reguleringsperiode 2022-2026**

	2022	2023	2024	2025	2026
Rente obligatie-index nutsbedrijven	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
Transactiekosten	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
<b>Kostenvoet vreemd vermogen (vóór belasting)</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,16%</b>
Risicovrije rente	0,50%	0,50%	1,22%	1,22%	1,22%
Marktrisicopremie	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Asset bèta	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
Equity bèta	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
<b>Kostenvoet eigen vermogen (na belasting)</b>	<b>3,67%</b>	<b>3,67%</b>	<b>4,39%</b>	<b>4,39%</b>	<b>4,39%</b>
Kostenvoet eigen vermogen (vóór belasting)	4,89%	4,89%	5,85%	5,85%	5,85%
Vermogensverhouding (vreemd vs totaal vermogen)	44,62	44,62	44,62	44,62	44,62
Belastingvoet	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
<b>Nominale WACC vóór belasting</b>	<b>3,23%</b>	<b>3,23%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>

118. In de tabellen 5 en 5a zijn alle waarden voor presentatiedoeleinden op twee decimalen aangegeven. Maar de ACM maakt deze berekeningen met gebruikmaking van onafgeronde waarden. De onafgeronde waarden zijn terug te vinden in het WACC-model dat bij deze bijlage is gepubliceerd.<sup>81</sup> De ACM rondt de nominale WACC vóór belasting af op één decimaal. Deze op een decimaal

<sup>80</sup> Bij het oorspronkelijke methodebesluit was sprake van één WACC nieuw vermogen. Doordat er geen trapjesmodel is bij nieuw vermogen en doordat alle parameters voorafgaand aan de periode geschat werden, zijn die voor alle jaren gelijk en resulteert er dus één WACC nieuw vermogen. Nu er voor het gewijzigd methodebesluit een herschatting van de risicovrije rente moet plaatsvinden en doordat die door toepassing van het ex nunc principe (zie randnummers 14a en 14b) verschilt voor de verschillende jaren, is de WACC nieuw vermogen ook verschillend door de jaren heen.

<sup>81</sup> ACM/UIT/607297.

---

afgeronde nominale WACC waardes gebruikt de ACM in de berekening van de toegestane inkomsten in het x-factormodel.

119. Op basis van bovenstaande stelt de ACM de nominale WACC vóór belasting voor bestaand vermogen vast op:

- 3,4% voor 2022
- 3,3% voor 2023
- 3,8% voor 2024
- 3,8% voor 2025
- 3,8% voor 2026.

120. De nominale WACC vóór belasting voor nieuw vermogen stelt de ACM vast op:

- 3,2% voor 2022
- 3,2% voor 2023
- 3,8% voor 2024
- 3,8% voor 2025
- 3,8% voor 2026.



## 5 Internationale vergelijking

121. Het vaststellen van een WACC die in lijn is met de WACC's van andere Europese toezichthouders is geen doel op zich. Een vergelijking van de WACC die de ACM vaststelt met de WACC's die andere toezichthouders hebben vastgesteld kan echter wel dienen als een controle op de plausibiliteit van de WACC die de ACM heeft vastgesteld.

122. Bij de voorbereiding van het methodebesluit van 28 januari 2021<sup>82</sup> heeft de ACM een internationale vergelijking uitgevoerd en daarbij gekeken naar de op dat moment meest recente WACC's die waren vastgesteld door Europese toezichthouders in twaalf buurlanden. Het uitgangspunt van de vergelijking was de nominale WACC na belasting, omdat dit de beste afspiegeling is van het rendement dat een investeerder vraagt. De resultaten van de internationale vergelijking staan in Tabel 6 aan het eind van dit besluit.

123. Uit die internationale vergelijking bleek dat de WACC die de ACM in het methodebesluit van 28 januari 2021 had vastgesteld lager was dan de WACC's die andere toezichthouders destijds hanteerden. De belangrijkste oorzaak hiervan was de risicovrije rente. Hier liggen drie redenen aan ten grondslag. De eerste reden is de peildatum. Gegeven dat de rentes destijds daalden, leverde een recentere peildatum een lagere uitkomst op. De peildatum die ACM hanteerde, is de recentste peildatum hetgeen dus leidt tot een lagere uitkomst. De tweede reden is de gebruikte obligaties. De methode die de ACM hiervoor hanteert, te weten Nederlandse en Duitse staatsobligaties met een resterende looptijd van tien jaar en een referentieperiode van drie jaar, ligt in lijn met de keuzes van andere toezichthouders. Die hanteren vaak een combinatie van de staatsobligaties van het eigen land en van Duitsland of een selectie van landen met een hoge kredietwaardigheid. Maar in het geval van Nederland heeft de eigen staatsobligatie de hoogst mogelijke credit rating, wat dus tot een relatief lage uitkomst leidt. De derde reden betreft quantitative easing. Toezichthouders uit sommige landen, zoals Spanje, voegen een premie toe vanwege quantitative easing of hanteren een bodem bij de risicovrije rente. Veel toezichthouders doen dit echter niet. De ACM had in het methodebesluit uitgebreid toegelicht waarom zij geen aanpassing deed voor quantitative easing. Vanwege de uitspraak van het CBb van 4 juli 2023<sup>83</sup> hanteert de ACM in dit gewijzigd methodebesluit een bodemwaarde van 0,5% en een looptijd van twintig jaar. Naast de risicovrije rente was de kostenvoet voor het vreemd vermogen relatief laag. Ook hier geldt dat de uitkomst relatief laag was door gebruik van een recentere peildatum. Daarnaast geldt dat de toezichthouders meer uiteenlopende methoden hanteren van het vaststellen van de kostenvoet vreemd vermogen, waardoor ook verschillen kunnen ontstaan. Wat betreft de marktrisicopremie en de bèta loopt de WACC van de ACM niet uit de pas met die van andere toezichthouders.

124. De internationale vergelijking van WACC's die Europese toezichthouders hebben vastgesteld, gaf de ACM geen aanleiding tot aanpassing van de door methodiek die de ACM in het methodebesluit van 28 januari 2021 heeft gehanteerd. De geconstateerde verschillen in uitkomsten kunnen grotendeels worden herleid tot enkele fundamentele keuzes over het bepalen van de risicovrije rente en de kosten van vreemd vermogen. Die verschillen heeft de ACM in het voorgaande randnummer toegelicht. De ACM heeft haar keuzes in dit methodebesluit toegelicht en onderbouwd. Uit de internationale vergelijking zijn toen geen redenen naar boven gekomen waarom andere keuzes op dit vlak, zoals andere toezichthouders hebben gemaakt, tot een betere uitkomst zouden leiden.

<sup>82</sup> Methodebesluit GTS 2022-2026, ACM/UIT/542662, 28 januari 2021.

<sup>83</sup> ECLI:NL:CBB:2023:316.

---

Vanwege de uitspraak van het CBb van 4 juli 2023<sup>84</sup> geoordeeld heeft de ACM de risicovrije rente bepaald met een resterende looptijd van twintig jaar en met toepassing van een bodemwaarde van 0,5%. In paragraaf 1.1 heeft de ACM dit nader toegelicht, in tabel 0 zijn de waarden voor de risicovrije rente in de verschillende jaren te vinden en in randnummers 119 en 120 de WACC's die hieruit resulteren.

---

<sup>84</sup> ECLI:NL:CBB:2023:316.

Tabel 6 Internationale vergelijking<sup>85</sup>

	Denemarken	Duitsland	Finland	Frankrijk	Ierland	Noorwegen	Oostenrijk	Portugal	Spanje	Vlaanderen	Zweden	Zwitserland	Nederland
Datum besluit	jan-18	okt-16	nov-15	jan-20	dec-20	dec-18	apr-20	mei-19	nov-19	aug-20	jun-19	mrt-20	feb-21
Reguleringsperiode	2018-2022	2019-2024	2020-2023	2020-2023	2021-2025	2019	2021-2024	2020-2023	2021-2026	2021-2024	2020-2023	2021	2022-2026
TSO / DSO	DSO	TSO & DSO	TSO & DSO	TSO & DSO	TSO & DSO	TSO	TSO	TSO & DSO	TSO	DSO	TSO & DSO	TSO & DSO	TSO
Elektriciteit / Gas	E	E + G	E + G	G	E	E	G	G	G	E & G	E	E	G
Risicovrije rente Kvv	0,54%	0,00%	1,12%	1,70%	nvt	1,79%	0,56%	0,57%	nvt	1,30%	0,90%	0,50%	nvt
Risico-opslag Kvv	1,07%	1,13%	1,26%	0,90%	nvt	0,77%	0,85%	2,75%	nvt	0,69%	1,44%	0,75%	nvt
Transactiekosten Kvv	0,08%	0,15%	0,00%	0,00%	0,15%	0,00%	0,20%	0,00%	nvt	0,15%	0,00%	0,50%	0,15%
Kvv (nominaal, pre-tax)	1,69%	1,28%	2,38%	2,60%	3,33%	2,56%	1,61%	3,32%	2,24%	2,14%	2,34%	1,75%	1,28%
Gearing (D / (D + E))	50,00%	60,00%	42,50%	50,00%	55,00%	60,00%	60,00%	50,00%	50,00%	60,00%	49,00%	60,00%	44,62%
Belastingvoet	22,00%	18,30%	20,00%	28,02%	12,50%	22,00%	25,00%	31,50%	25,00%	25,00%	20,80%	18,00%	25,00%
Risicovrije rente Kev (nominaal, post-tax)	0,54%	2,49%	1,12%	1,70%	0,98%	3,73%	1,08%	0,57%	3,03%	0,09%	0,90%	2,50%	0,16%
Market risk premium	5,50%	3,80%	5,00%	5,24%	6,73%	5,00%	4,50%	6,50%	4,64%	4,81%	6,68%	5,00%	5,00%
Asset bèta	0,35	0,37	0,46	0,49	0,38	0,40	0,40	0,38	0,42	0,39	0,29	0,40	0,39
Equity bèta	0,70	0,83	0,73	0,84	0,84	0,88	0,85	0,64	0,74	0,83	0,51	0,89	0,63
Andere premies	nvt	nvt	1,38%	nvt	nvt	nvt	nvt	nvt	nvt	nvt	nvt	nvt	nvt
Kev (nominal, post-tax)	4,39%	5,64%	6,16%	6,12%	6,93%	8,11%	4,91%	4,71%	6,44%	4,08%	4,31%	6,96%	3,33%
WACC (nominaal, pre-tax)	3,66%	3,53%	5,44%	5,55%	5,88%	5,69%	3,58%	5,10%	5,44%	3,46%	3,92%	4,45%	3,03%
WACC (nominaal, post-tax)	2,85%	2,88%	4,35%	3,99%	4,72%	4,44%	2,69%	3,49%	4,06%	2,59%	3,11%	3,65%	2,27%

<sup>85</sup> De WACC voor Nederland in deze tabel is de WACC zoals de ACM die in het methodebesluit van 28 januari 2021 (ACM/UIT/542662) heeft vastgesteld. De WACC die de ACM in dit gewijzigde methodebesluit hanteert en de opbouw daarvan is te vinden in de len 5 en 5a.

125. Noten bij tabel 6:

- Als meerdere WACC's zijn gerapporteerd, heeft de ACM de meest recente WACC gehanteerd die ten tijde van de voorbereiding van het methodebesluit van 28 januari 2021 bekend was. Als er dan nog meerdere WACC's zijn, heeft de ACM de WACC met de recentste referentieperiode gebruikt. Als er dan nog meerdere WACC's zijn, is per parameter het gemiddelde genomen.
- De WACC voor Nederland betreft de WACC bestaand vermogen met de gemiddelde kostenvoet vreemd vermogen over 2022-2026. Het betreft de WACC zoals die in het methodebesluit van 28 januari 2021 was bepaald.
- Sommige toezichthouders hanteren een bandbreedte voor de parameters van de WACC; in dat geval is per parameter de midpoint genomen. Sommige landen rapporteren de rentes en de WACC in reële termen. Deze waarden heeft de ACM omgezet in nominale waarden.
- Denemarken hanteert een andere formule voor (re)levering, de uitkomst daarvan is in de tabel verwerkt. Duitsland bepaalt alleen de kostenvoet eigen vermogen. Voor de vergelijking heeft de ACM in deze tabel de kostenvoet vreemd vermogen voor Nederland ingevuld.
- Waarden die hoger zijn dan de Nederlandse waarden zoals de ACM die in het methodebesluit van 28 januari 2021 had vastgesteld, heeft de ACM rood gemarkeerd, als ze lager zijn, heeft de ACM ze groen gemarkeerd. Bij gelijke waarde heeft de ACM de waarde niet gemarkeerd. Bij rente en risico-opslag voor de kostenvoet vreemd vermogen heeft de ACM geen markering opgenomen omdat de Nederlandse kostenvoet vreemd vermogen niet op die manier opgesplitst is.