

# Reactie op: Referentieperiode voor vaststellen van reguleringsrente netbeheerders

Bij het vaststellen van de geregeleerde inkomsten van energienetbeheerders maakt de Autoriteit Consument & Markt (ACM) gebruik van historische gegevens. Een van die gegevens betreft de hoogte van de risicovrije rente als onderdeel van de vergoeding voor kapitaalkosten. In het conceptbesluit voor de komende reguleringsperiode kiest de ACM voor een referentieperiode van drie jaar (ACM, 2013). Dessing *et al.* (2013) stellen dat deze periode te kort is, waardoor de inkomsten van de netbeheerders onvoldoende zullen zijn om de werkelijke rentekosten te dekken. Zij pleiten voor een langere referentieperiode, omdat de netbeheerders via *maturity-matching* de looptijd van de leningen afstemmen op de levensduur van de activa, die tientallen jaren bedraagt. Bij een langere referentieperiode zouden de geregeleerde inkomsten beter aansluiten op de werkelijke rentekosten. De auteurs gaan echter voorbij aan een aantal aspecten van de tariefregulering. Een belangrijk aspect is dat het hier gaat om *price-cap*-regulering, waarbij de toegestane inkomsten afhankelijk zijn van de kosten van een efficiënte netbeheerder, dat wil zeggen een netbeheerder die zo efficiënt mogelijk opereert. Dit betekent dat de geregeleerde inkomsten niet per se een vergoeding hoeven te vormen voor de werkelijke (rente)kosten van de netbeheerders. De reden hiervoor is dat de netbeheerders zo geprikkeld worden om doelmatig te opereren. Hierdoor kunnen de geregeleerde partijen alleen via kostenbeslissingen hun winst maximaliseren of hun risico minimaliseren. Het niveau van de geregeleerde inkomsten is alleen van belang voor de financiële ruimte die netbeheerders krijgen, maar deze inkomsten laten de optimale (financierings)beslissingen van de netbeheerders ongemoeid (Vogelsang, 2002). Netbeheerders zullen, ongeacht de lengte van de referentieperiode die in de regulering wordt toegepast, zoeken naar die samenstelling van hun leningenportefeuille die hun kosten minimaliseert bij een bepaald risiconiveau. Wel kan er een indirect effect zijn, namelijk via de invloed van de referentieperiode op het risico over de hoogte van de toegestane inkomsten.

Dessing *et al.* (2013) gaan vooral in op de vergoeding van de kosten van het vreemd vermogen, maar de vergoeding voor de kosten van het eigen vermogen is niet minder belangrijk. Deze kosten worden bepaald door het rendement dat door beleggers wordt geëist, gegeven het systematische-risicoprofiel van de netbeheerders. Dit geëiste rendement hangt onder meer af van het rendement dat op de marktportfolio bovenop de risicovrije rente kan worden gerealiseerd. Dit geëiste rendement is per definitie een *ex ante* grootheid, wat betekent dat de risicovrije rente gedurende de *komende* reguleringsperiode moet worden geschat. De toekomstige risicovrije-rentevoet is uiteraard onbekend, maar kan worden benaderd met historische gegevens. Uit onderzoek van Hartog van Banda en Mulder

## MACHIEL MULDER

Hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen en specialist reguleringseconomie bij de Autoriteit Consument & Markt

(2013) over de periode 1998–2012 blijkt dat een korte referentieperiode tot de kleinste voorspelfout leidt. Voor verschillende landen vormt zelfs de dagrente de beste schatter van de toekomstige rente, wat in lijn is met de efficiënte-markthypothese die stelt dat alle marktinformatie in de huidige prijzen zit. Voor Nederland bleek een referentieperiode van drie jaar tot de geringste voorspelfout te leiden.

De risicovrije rente speelt daarnaast een rol bij de kosten van het vreemd vermogen. Deze kosten zijn opgebouwd uit de rente op risicovrije leningen, een risico-opslag voor leningen aan deze ondernemingen en een opslag voor transactiekosten. De risicovrije rente wordt door ACM gemeten via de rente op tienjarige staatsobligaties van Nederland en Duitsland. Anders dan bij het eigen vermogen speelt bij het vreemd vermogen dat netbeheerders financieringscontracten hebben die in voorgaande jaren tegen de toen geldende rentes zijn afgesloten. Om te voorkomen dat de vergoeding voor de rentekosten hiermee geen rekening houdt, is het nodig de risicovrije rente niet op de dagrente te baseren, maar op rentes over een wat langere referentieperiode. Deze langere periode hoeft niet gelijk te zijn aan de levensduur van de activa, zoals Dessing *et al.* (2013) zelf ook aangeven.

Met de referentieperiode van drie jaar wordt een vergoeding voor rentekosten verkregen die dicht ligt bij de rentepercentages die gemiddeld op bestaande schulden worden betaald. De rentepercentages die energienetbeheerders in 2012 gemiddeld betaalden over hun leningenportefeuille exclusief achtergestelde leningen (4,1 procent voor bijvoorbeeld TenneT en 4,3 procent voor GTS (jaarverslagen 2012)), waren slechts een fractie hoger dan het rentepercentage dat met de door ACM voorgestelde methode wordt verkregen (3,85 procent). Door nieuwe financieringen vanaf 2013 tegen de huidige lage rentes zal het gemiddelde feitelijke rentepercentage dalen, zodat de materiële betekenis van de door Dessing *et al.* (2013) genoemde *mismatch* gering lijkt.

## LITERATUUR

- ACM (2013) *Besluit CM/DE/2013/103999/227*. Den Haag: ACM.
- Dessing, B., M. Damstra, R. Haffner en P. Nillesen (2013) Referentieperiode voor vaststellen van reguleringsrente netbeheerders. *ESB*, 98(4660), 308–311.
- Hartog van Banda, M. en M. Mulder (2013) Forecasting the yield on 10-year state bonds as part of the WACC for regulated industries. *International Research Journal of Applied Finance*, 4(2), 174–185.
- Vogelsang, I. (2002) Incentive regulation, investments and competition in public utility markets: a 20-year perspective. *Journal of Regulatory Economics*, 22(1), 5–27.