

## Inhoud

<b>1</b>	<b>SITUATIESCHETS .....</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>DE KAPITAALKOST .....</b>	<b>5</b>
2.1	NOODZAAK VAN KAPITAALKOSTENVERGOEDING .....	5
2.2	DE ROL VAN DE KAPITAALKOST IN DE TARIEFMETHODE .....	5
<b>3</b>	<b>ALGEMENE UITGANGSPUNTEN .....</b>	<b>6</b>
3.1	TRANSPARANTIE EN STABILITEIT IN DE REGULERING .....	6
3.2	POSITIE VAN DE NIEUWKOMER VERSUS EMBEDDED DEBT .....	6
3.3	PUNTSCHATTINGEN .....	7
3.4	WACC IS NORMATIEF .....	7
3.5	OMSTANDIGHEDEN TOTSTANDKOMING .....	7
<b>4</b>	<b>BEREKENING VAN DE KAPITAALKOST .....</b>	<b>8</b>
<b>5</b>	<b>DE RAB .....</b>	<b>9</b>
5.1	IMMATERIËLE VASTE ACTIVA .....	9
5.2	MATERIËLE VASTE ACTIVA .....	9
5.3	RAB VAN EEN BOEKJAAR .....	10
<b>6</b>	<b>NETTOBEDRIJFSKAPITAAL .....</b>	<b>11</b>
6.1	BEREKENING NETTOBEDRIJFSKAPITAAL .....	11
6.2	ROL VAN NETTOBEDRIJFSKAPITAAL IN KAPITAALKOSTVERGOEDING .....	12
6.2.1	<i>Regulering in andere landen.....</i>	<i>12</i>
6.2.2	<i>Nettobedrijfskapitaal in tariefmethodologie volgens tarieven-KB's 2008.....</i>	<i>13</i>
6.3	VISIE VREG .....	14
6.4	ONDERZOEK OVER DE PLAFONNERING VAN HET NETTOBEDRIJFSKAPITAAL .....	15
6.5	VERMOGENSKOSTENVOET VOOR NETTOBEDRIJFSKAPITAAL .....	17
<b>7</b>	<b>DE VOORRAAD GROENESTROOM- EN WARMTEKRACHTCERTIFICATEN. ....</b>	<b>18</b>
7.1	INLEIDING .....	18
7.2	VERMOGENSKOSTVERGOEDING VOORRAAD NIET-GEÏMMOBILISEERDE CERTIFICATEN .....	18
7.3	VERMOGENSKOSTVERGOEDING GEÏMMOBILISEERDE CERTIFICATEN .....	21
7.3.1	<i>Vermogenskostvergoeding tariefmethodologie bij geplafonneerde vermogenskostvergoeding Vlaams Gewest .....</i>	<i>22</i>
7.3.2	<i>Vergoeding Vlaams Gewest bij verkoop van geïmmobiliseerde certificaten.....</i>	<i>24</i>
<b>8</b>	<b>REGULATOIRE REKENINGEN .....</b>	<b>26</b>
8.1	REGULATOIR ACTIEF EN PASSIEF (VORIGE TARIEFMETHODOLOGIEËN) .....	26
8.1.1	<i>Inleiding.....</i>	<i>26</i>
8.1.2	<i>Regulatoir actief .....</i>	<i>27</i>
8.1.3	<i>Regulatoir passief .....</i>	<i>28</i>

8.1.4	<i>Uitwerking in formules</i> .....	28
8.2	REGULATOIRE SALDI (TARIEFMETHODOLOGIE VREG) -----	29
8.2.1	<i>Regulatoir saldo i.v.m. exogene kosten</i> .....	29
8.2.1.1	Positief regulatoir saldo i.v.m. exogene kosten .....	29
8.2.1.2	Negatief regulatoir saldo i.v.m. exogene kosten .....	29
8.2.1.3	Uitwerking in formules.....	30
8.2.2	<i>Regulatoir Saldo i.v.m. niet-exogene kosten: volumeverschillen</i> .....	30
8.2.2.1	Positief regulatoir saldo i.v.m. niet-exogene kosten: volumeverschillen.....	30
8.2.2.2	Negatief regulatoir saldo i.v.m. niet-exogene kosten: volumeverschillen .....	30
8.2.2.3	Uitwerking in formules.....	31
<b>9</b>	<b>DE GEWOGEN GEMIDDELDE KAPITAALKOST OF WACC.....</b>	<b>32</b>
9.1	NOMINALE WACC-----	32
9.2	FORMULE VAN DE WACC-----	32
9.3	KOST VAN HET EIGEN VERMOGEN -----	32
9.3.1	<i>CAPM</i> .....	32
9.3.2	<i>Risicovrije rente</i> .....	33
9.3.3	<i>Marktrisicopremie</i> .....	36
9.3.3.1	Tarieven-KB's 2008 .....	36
9.3.3.2	Historische gegevens.....	36
9.3.3.3	Ex-ante marktrisicopremie .....	37
9.3.3.4	Conclusie.....	38
9.3.4	<i>Gearing</i> .....	38
9.3.5	<i>Bèta</i> .....	41
9.3.6	<i>Kost eigen vermogen</i> .....	43
9.4	KOST VAN HET VREEMD VERMOGEN -----	43
9.4.1	<i>Weging heden en verleden</i> .....	43
9.4.2	<i>Componenten van de kost van vreemd vermogen</i> .....	47
9.4.2.1	Risicovrije rente .....	47
9.4.2.1.1	Heden .....	47
9.4.2.1.2	Verleden .....	47
9.4.2.2	Rentepremie .....	48
9.4.2.2.1	Heden .....	48
9.4.2.2.2	Verleden .....	48
9.4.2.3	Transactiekosten.....	49
9.4.3	<i>Kost vreemd vermogen</i> .....	50
9.5	WACC-----	51
<b>10</b>	<b>BELASTINGEN .....</b>	<b>52</b>
10.1	VREEMD VERMOGEN-----	52
10.2	EIGEN VERMOGEN-----	52
10.3	VLAAMSE DISTRIBUTIENETBEHEERDERS-----	52
10.3.1	<i>Vennootschapsbelasting</i> .....	52

---

<i>10.3.2 Wijziging van vennootschapsbelasting.....</i>	<i>53</i>
10.3.2.1 Wijziging van vennootschapsbelasting 2015 t.o.v. 2014.....	53
10.3.2.2 Wijziging van vennootschapsbelasting 2016 t.o.v. 2015.....	53
<i>10.3.3 Rechtspersonenbelasting.....</i>	<i>53</i>
<b>11</b>	<b>EXOGENE EN NIET-EXOGENE KAPITAALKOSTEN..... 55</b>

## **1 Situatieschets**

Het voorliggend rapport maakt integraal deel uit van de tariefmethodologie van de VREG ter vaststelling van de distributietarieven van de Vlaamse elektriciteits- en aardgasdistributienetbeheerders voor de reguleringsperiode 2015-2016.

## 2 De kapitaalkost

### 2.1 Noodzaak van kapitaalkostenvergoeding

De distributienetbeheerder wordt als onderneming geconfronteerd met een kapitaalkost. Dit is de vergoeding die hij verschuldigd is aan de partijen die in het bedrijf met eigen middelen investeren. De partijen zijn o.a. de aandeelhouders, die rekenen op een dividend als vergoeding voor hun inbreng, de commerciële banken, die bovenop de kapitaalaflossing van hun lening een interestbetaling eisen en de obligatiehouders, die o.a. rekenen op de periodieke betaling van de coupon van hun obligatie. Het moet altijd de bedoeling van de ontvangende onderneming zijn om het aangetrokken kapitaal nuttig aan te wenden als activa of als werkkapitaal om de nodige opbrengsten te genereren waaruit deze vergoedingen kunnen betaald worden. Het aangetrokken kapitaal dient alleen voor de gereguleerde activiteiten van de distributienetbeheerder en wordt niet voor niet-gereguleerde activiteiten gebruikt.

De distributienetbeheerders zijn monopolies die hun inkomsten en opbrengsten verkrijgen onder een economische regulering onder toezicht van een regulator. Het is dan de taak van de regulator om met de kapitaalkost rekening te houden bij de vaststelling van de distributienettarieven.

### 2.2 De rol van de kapitaalkost in de tariefmethode

De rol van de kapitaalkostenvergoeding in de door de VREG voorgestelde tariefmethode werd verduidelijkt in het consultatiedocument over de tariefmethodologie.

Voor de lezer kan de VREG het proces bondig, maar enigszins met verlies aan nuancering, als volgt beschrijven. De VREG wenst eerst de wacc voor de volgende reguleringsperiode te bepalen, deze dan toe te passen op de relevante activa van de distributienetbeheerders in de afgelopen jaren en te kijken hoe aldus de kapitaalkosten volgens die wacc jaarlijks evolueerden. Deze kosten en andere niet-exogene kostenevoluties bij de netbeheerders worden vervolgens aan geactualiseerde waarde als vorm van nacalculatie omgezet in nieuwe inkomsten uit distributienettarieven voor de daaropvolgende reguleringsperiode, waarbij aan elke distributienetbeheerder inkomsten worden toegewezen o.a. in overeenstemming met zijn bijdrage in de recente waargenomen kostenontwikkelingen.

## 3 Algemene uitgangspunten

### 3.1 Transparantie en stabiliteit in de regulering

De VREG stelt uit een vergelijking tussen landen en sectoren vast dat binnen een economische regulering het oordeel van de regulator een belangrijke rol speelt in de bepaling van de kapitaalkost. Ondanks het feit dat er algemeen een overeenstemming blijkt te zijn over de te hanteren formules, zal elke regulator kiezen voor bepaalde, soms andere data met daarbij eigen veronderstellingen en interpretaties. Het uiteindelijke resultaat, het wacc-percentage, kan op meer dan één manier bereikt worden.

De VREG wenst te vermijden dat hij in zijn tariefmethodologie op een louter willekeurige wijze zou handelen. Zoals reeds gemeld in de consultatie over de tariefmethodologie, wenst de VREG in de wijze van berekening stabiliteit en transparantie. De VREG zal zijn beslissingen in dit rapport stapsgewijs motiveren. De VREG zal ook trachten een analyse op te stellen die repetitief kan toegepast worden per reguleringsperiode, alhoewel onverwachte gebeurtenissen in de kapitaalmarkt nooit volledig kunnen uitgesloten worden en ertoe kunnen leiden dat bepaalde data later toch op een andere manier zullen geïnterpreteerd worden.

### 3.2 Positie van de nieuwkomer versus embedded debt

Voor de berekening van de financieringskost in de voorgestelde tariefmethode zou men zich voor de distributienetbeheerders een concurrentiële omgeving kunnen inbeelden waarin op elk ogenblik een nieuwkomer zijn intrede in de markt kan doen. Deze nieuwkomer zal zich op het ogenblik van zijn intrede kunnen financieren met de kost van het kapitaal op dat ogenblik. Een regulator kan vanuit dit perspectief beslissen om de kapitaalkost voor de distributienetbeheerders te bepalen voor het huidige moment, om hen aldus in competitie te brengen met een denkbeeldige nieuwkomer.

De kapitaalkost is de vergoeding die een investeerder verwacht op het ogenblik van zijn investering (ex ante). Wat betreft het eigen vermogen lijkt het evident dat een aandeelhouder een vergoeding wenst die passend is bij de huidige marktomstandigheden. Voor het vreemd vermogen zou de regulator ook een vergoeding kunnen voorzien in overeenstemming met de huidige kapitaalmarkten, m.a.w. hij zou de historische lange termijnleningen op de balansen van de netbeheerders kunnen negeren en louter een rentevoet bepalen voor het aantrekken van nieuw kapitaal. Bepaalde regulatoren volgen die visie. De regulator van de netbeheerders in het Verenigd Koninkrijk (Ofgem) daarentegen voorziet een bijzondere rentevoet om ook rekening te houden met de kost van de historische leningen (de zgn. 'embedded debt'). De activa van de netbeheerders hebben meestal een lange levensduur en idealiter, volgens de zgn. gouden balansregel, zijn de looptijden van de schulden hiermee in evenwicht. De VREG wenst dan ook in bepaalde mate rekening te houden met de leningen die door de netbeheerders werden aangegaan voor de lange termijn en wenst dus niet louter te veronderstellen dat zij al hun bestaande leningen periodiek, per nieuwe reguleringsperiode, zouden kunnen herfinancieren aan actuele rentevoeten. De efficiëntieprikkel mag daarbij evenwel niet te sterk afgebouwd worden. Hierop wordt verder ingegaan onder de kost van het vreemd vermogen (onder par. 9.4).

### 3.3 Puntchattingen

Binnen een studie over de wacc wordt de regulator geconfronteerd met uiteenlopende data. Voor elk onderdeel van de wacc zou een boven- en ondergrens kunnen bepaald worden. De regulator kan dan finaal, alle componenten bij elkaar, twee waarden voor de wacc bekomen, één lage waarde die samenvalt met het optreden van de ondergrenzen en één hoge waarde die samenvalt met de bovengrenzen.

De VREG meent dat het opbouwen van een lage en een hoge wacc een bijzonder beeld kan geven, omdat beide waarden overeenstemmen met eerder uitzonderlijke gebeurtenissen waarbij de onderdelen van de wacc samenvallen met hun minimale of maximale waarde. De uiteindelijke spreiding tussen een minimale en maximale wacc kan bijzonder groot zijn. Het is moeilijk om hieruit finaal op transparante en objectieve wijze een goede puntchatting voor de wacc te kiezen. De VREG wenst daarom te werken met puntchattingen per onderdeel waaruit finaal één waarde voor de wacc volgt. Op die manier kan volgens de VREG beter verantwoord worden hoe de waarde van die wacc werd bepaald. Het geheel van de puntchattingen per onderdeel van de wacc zal dus finaal leiden tot één wacc-waarde.

### 3.4 Wacc is normatief

De VREG gaat bij de vaststelling van de vermogenskostenvoet uit van een efficiënt gefinancierde distributienetbeheerder in plaats van de werkelijke vermogenskosten.

In de tariefmethodologie wenst de VREG de distributienetbeheerders een efficiëntieprikkel te geven. Een gevolg daarvan is o.a. dat er geen strikte ex-post nacalculatie is voor de werkelijke kosten, waaronder de financiële kosten, van de netbeheerders voor de vaststelling van de nettarieven. In plaats daarvan wordt voor elke distributienetbeheerder voor het geheel van zijn relevante activa ex-ante een kapitaalkost voorzien. De VREG wenst dat de kost realistisch en efficiënt is. Hiermee wordt bedoeld dat hij in overeenstemming is met de verwachtingen van investeerders, met de eisen die ze stellen wat betreft de vergoeding voor hun ingebracht kapitaal. Een te hoge vergoeding zou immers aanleiding kunnen geven tot overinvesteringen en een te lage wacc tot onderinvesteringen. De VREG wenst de vergoeding te bepalen op een niveau dat tot geen van de beide scenario's aanleiding geeft.

### 3.5 Omstandigheden totstandkoming

De VREG ontving de bevoegdheid over de distributienettarieven op 1 juli 2014. De huidige distributienettarieven zijn geldig tot einde 2014, zodat de VREG al tegen dan nieuwe distributienettarieven moet goedgekeurd hebben. De VREG zal in de toekomst een beroep doen op nieuw intern of extern onderzoek m.b.t. de vaststelling van de kapitaalkost waaruit nieuwe inzichten kunnen volgen waarmee dan in de reguleringsperiode vanaf 2017 kan rekening gehouden worden. De VREG beschouwt de nu voorliggende methodiek als volledig.

## 4 Berekening van de kapitaalkost

Hierbij vooruitlopend op de conclusies in de volgende paragrafen, wordt in de tariefmethodologie voor een bepaalde distributienetbeheerder  $i$  voor een bepaald jaar  $j$  uit het recente verleden zijn kapitaalkost, voor opname in de berekening van de toegelaten inkomens voor de distributienetbeheerders i.v.m. hun niet-exogene kosten in het eerste jaar van een nieuwe reguleringsperiode, als volgt berekend (hier nog zonder actualisatie naar huidige waarde):

$$KK_{j,i} = (RAB_{j,i} \times wacc_n) + (NBK_{j,i} \times k_{VV})$$

formule 1

Met hierin:

- $KK_{j,i}$  De normale kapitaalkost voor distributienetbeheerder  $i$ , te gebruiken in de berekening en de vaststelling van het toegelaten inkomen uit periodieke distributienettarieven voor niet-exogene kosten voor elke distributienetbeheerder in het eerste jaar van de volgende reguleringsperiode.(EUR)
- $RAB_{j,i}$  Het gereguleerd actief (de Regulatory Asset Base of RAB) van distributienetbeheerder  $i$  in het vorige kalenderjaar  $j$ , berekend als het gemiddelde van zijn RAB in het begin en op het einde van jaar  $j$ . De inhoud van de RAB wordt in detail gespecificeerd in par. 5.(EUR)
- $wacc_n$  De nominale waarde van de door de VREG vastgestelde gewogen gemiddelde kapitaalkost (wacc) voor de volgende reguleringsperiode. De samenstelling van de nominale waarde van de wacc wordt in detail gespecificeerd in par. 9.(%)
- $NBK_{j,i}$  Het nettobedrijfskapitaal van distributienetbeheerder  $i$  in het vorige kalenderjaar  $j$ , berekend als het gemiddelde van zijn nettobedrijfskapitaal in het begin en op het einde van jaar  $j$ . De inhoud en hoogte van het nettobedrijfskapitaal wordt in detail gespecificeerd in par. 6.(EUR)
- $k_{VV}$  De door de VREG vastgestelde kostenvoet van het vreemd vermogen in de volgende reguleringsperiode. De samenstelling van deze kostenvoet wordt in detail gespecificeerd in par. 9.4.(%)

In dit rapport wordt eerst onderzocht welke activa behoren tot de RAB (par. 5.) en welke activa op een andere wijze worden behandeld wat betreft hun financieringskost, zoals het nettobedrijfskapitaal (par. 6, 7 en 8). Daarna wordt de wacc berekend die op de RAB van toepassing is (par. 9.). Vervolgens wordt de invloed onderzocht van belastingen (par. 10). Tenslotte is er een schematisch overzicht van de berekening en wijze van doorrekening van de kapitaalkosten via de distributienettarieven (par. 11).



## 5 De RAB

De kapitaalkost van een gereguleerd netwerkbedrijf wordt typisch bepaald in functie van de activa die de onderneming bezit in het kader van zijn gereguleerde activiteiten. Voor de Vlaamse distributienetbeheerder werd het gereguleerd actief in de vorige tariefmethodologie de RAB genoemd, de afkorting van het Engelse Regulatory Asset Base. De VREG gebruikt deze afkorting hier ook, evenwel met een verschillende inhoud, zoals hieronder verduidelijkt.

In een tariefmethodologie dient een vergoeding te worden voorzien voor de kapitaalverschaffers van het kapitaal waarmee de gereguleerde activa door een onderneming werden aangeschaft. Het kapitaal kan zowel afkomstig zijn van aandeelhouders (eigen vermogen) als van andere bronnen zoals banken of obligatiehouders (vreemd vermogen). In de door de VREG voorgestelde tariefmethode wordt voor de RAB een integrale kapitaalkost, d.w.z. voor eigen én vreemd vermogen, voorzien.

Wat betreft de waardering van de activa hieronder vermeld wordt de lezer verwezen naar het hoofdstuk over de regulatorische boekhoudkundige voorschriften opgenomen in het document van de VREG over de tariefmethodologie 2015-2016. De VREG behoudt zich daarnaast het recht voor om de waardering van bepaalde activa aan te passen indien een distributienetbeheerder in de periode 2010-2013 zijn waarderingsregels ervoor heeft aangepast en een correctie noodzakelijk is voor de juiste bepaling van het toegelaten inkomen in de volgende reguleringsperiode.

### 5.1 Immateriële vaste activa

Behoren tot de RAB: De geactiveerde kosten voor onderzoek en ontwikkeling (zoals deze in het kader van de projecten voor slimme meters, slimme netten, slimme gebruikers en clearing house) (MAR<sup>1</sup> 210), concessies, octrooien, licenties, knowhow, merken en soortgelijke rechten (211) en vooruitbetalingen (213).

Behoort niet tot de RAB: goodwill (212).

### 5.2 Materiële vaste activa

Behoren tot de RAB: De rubrieken 22 t.e.m. 27 van het MAR (terreinen en gebouwen, installaties, machines en uitrusting, meubilair en rollend materieel, leasing en soortgelijke rechten, overige materiële vaste activa, activa in aanbouw en vooruitbetalingen).

De VREG ziet volgende redenen voor de opname van de activa in aanbouw in de RAB:

- het vermijden van tariefschokken, mogelijk wanneer grote investeringsprojecten worden opgeleverd,
- het maakt cash flow beschikbaar voor de distributienetbeheerder voor de projecten en
- het feit dat het gerapporteerde activa in aanbouw in voorgaande jaren betreft.

<sup>1</sup> MAR is Minimumindeling van het Algemeen Rekeningenstelsel.

De bestaande activa worden gewaardeerd aan hun historische aanschaffingswaarde<sup>2</sup> plus de meerwaarden (op de historische indexatie en de iRAB toegelaten onder de CREG). De bewegingen zijn:

- In min
  - de tussenkomsten van netgebruikers
  - de subsidies
  - de gerealiseerde afschrijvingen en waardeverminderingen
  - de desinvesteringen:
    - de desinvesteringen van activa aan hun historische aanschaffingswaarde plus
    - de afboekingen van de resterende meerwaarden op de activa volgens een vast jaarlijks percentage bij benadering gelijk aan het waargenomen gemiddelde jaarlijkse ritme van desinvesteringen. De distributienetbeheerder zal om de vier jaar deze bedragen aftoetsen aan de werkelijke meerwaarde met betrekking tot de buitendienststellingen en zal indien nodig het percentage aanpassen.
- In plus
  - nieuwe activa (vervangings- en uitbreidingsinvesteringen) aan aanschaffingswaarde.

Bij een door de regulator toegelaten opwaartse herziening van de RAB meerwaarden in een bepaald boekjaar zal, indien dit boekjaar deel uitmaakt van de beschouwde referentieperiode ter bepaling van de trend van de sectorkosten, deze door de regulator toegelaten opwaartse herziening en de hiermee gepaard gaande afschrijvingen ook worden overgenomen in de jaren die aan dit boekjaar voorafgaan en eveneens deel uitmaken van deze beschouwde referentieperiode. Deze methodiek wordt toegepast teneinde te vermijden dat louter een door de regulator toegelaten opwaartse herziening van de RAB meerwaarden in de loop van een referentieperiode ervoor zou zorgen dat de sectorkosten in de beschouwde referentieperiode ter bepaling van de toegelaten inkomsten voor niet-exogene kosten een stijgende trend ondergaan.

### 5.3 RAB van een boekjaar

De wacc wordt in de tariefmethodologie toegepast op de RAB voor een bepaald afgelopen kalenderjaar. Deze RAB is het gemiddelde van de RAB aan het begin en het einde van dat jaar:

$$RAB_j = \frac{(RAB_{31/12/j-1} + RAB_{31/12/j})}{2}$$

*formule 2*

De RAB op balansdatum  $31/12/j$  is de som van de immateriële vaste activa (volgens 5.1) en de materiële vaste activa (volgens 5.2).

<sup>2</sup> De aanschaffingswaarde kan zijn de vervaardigingsprijs, de inbrengwaarde of de aankoopwaarde plus geactiveerde bijkomende kosten.

## 6 Nettobedrijfskapitaal

Een onderneming kan een behoefte hebben aan nettobedrijfskapitaal om verschillen in tijdstippen tussen uitgaven en inkomsten op korte termijn te kunnen opvangen. De VREG onderzoekt in dit gedeelte in welke mate deze tijdelijke tekorten binnen de economische regulering kunnen in rekening gebracht worden voor de berekening van de kapitaalkost alsook aan welke kapitaalkostenvoet.

### 6.1 Berekening nettobedrijfskapitaal

Op basis van de boekhoudkundige balans wordt het nettobedrijfskapitaal in de financiële wereld berekend als:

$$\text{nettobedrijfskapitaal} = \text{vlottende activa} - \text{vreemd vermogen korte termijn}$$

formule 3

Dit wordt weergegeven op volgende Figuur 1.

BALANS	
actief	passief
VASTE ACTIVA	EIGEN VERMOGEN
	VREEMD VERMOGEN LANGE TERMIJN
VLOTTENDE ACTIVA	VREEMD VERMOGEN KORTE TERMIJN

↑  
NETTO-  
BEDRIJFS-  
KAPITAAL  
↓

**Figuur 1 Nettobedrijfskapitaal**

In de berekening van het nettobedrijfskapitaal worden de vorderingen op meer dan één jaar (29<sup>3</sup>) bij de vaste activa gerekend. De vlottende activa omvatten de voorraden en bestellingen in uitvoering (3), de vorderingen op ten hoogste één jaar (40/41), de geldbeleggingen (50/53) en liquide middelen (54/58) plus de overlopende rekeningen van het actief (490/1). Het vreemd vermogen op korte termijn omvat alle schulden op ten hoogste één jaar (42/48), dus inclusief de schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen, plus de overlopende rekeningen van het passief (492/3).

<sup>3</sup> Volgens MAR.

Rekening houdend met het feit dat er in de door de VREG voorgestelde tariefmethode voor de distributienetbeheerders een specifieke behandeling is voor de kosten m.b.t. de certificaten (par. 7), het regulatorisch actief (par. 8) en nieuwe regulatorische saldi (par. 8.2), wordt het nettobedrijfskapitaal op balansdatum in de door de VREG voorgestelde tariefmethode als volgt berekend (Tabel 1):

**Tabel 1 Berekening nettobedrijfskapitaal in tariefmethodologie VREG**

Nettobedrijfskapitaal op 31/12/XX	
Balans 31/12/XX	
Actief: in plus	Passief: in min
Vlottende activa (3, 40/41, 50...58)	Schulden op ten hoogste één jaar (42...48)
Overlopende rekeningen (490/1)	Overlopende rekeningen (492/3)
Exclusief:	
- voorraad groenestroom- en warmtekrachtcertificaten	
- regulatorisch actief (indien >0)	
- regulatorische saldi (indien >0)	

Het nettobedrijfskapitaal is gerelateerd aan de operationele in- en uitgaande geldstromen. De aanwezigheid van een positief nettobedrijfskapitaal in een onderneming kan een vorm van geruststelling bieden in die zin dat de schulden op korte termijn relatief snel zouden kunnen afbetaald worden met de aanwezige vlottende activa. Nochtans is die veronderstelling niet altijd correct omdat ook moet rekening gehouden worden met de snelheid waarmee de onderneming de vlottende activa kan omzetten in geld en met de termijnen waarbinnen de schulden moeten afbetaald worden.

Een onderneming kan geconfronteerd worden met een negatief bedrijfskapitaal, wanneer de cashuitgaven aan de schuldeisers in de tijd volgen op de inkomsten van klanten. Deze situatie is bijvoorbeeld mogelijk bij supermarkten. Maar ook de Vlaamse distributienetbeheerders, met vrij stabiele maandelijkse inkomsten vanuit de energieleveranciers, zouden met een negatief bedrijfskapitaal kunnen werken.

De balansen van Vlaamse distributienetbeheerders vertonen als voorraden hoofdzakelijk bestellingen (werk) in uitvoering. Bijkomend wenst de VREG op te merken dat de voorraden, geboekt in de balansen van de werkmaatschappij, eveneens in rekening van het nettobedrijfskapitaal kunnen worden genomen en dit volgens het relatief aandeel van elke distributienetbeheerder in deze voorraden.

## 6.2 Rol van nettobedrijfskapitaal in kapitaalkostenvergoeding

### 6.2.1 Regulering in andere landen

De Nederlandse toezichthouder ACM voorziet in zijn economische regulering van de regionale netbeheerders geen inkomsten voor de kapitaalkost van het bedrijfskapitaal. Zijn houding is principieel dat de inkomsten uit de distributienettarieven reeds zijn afgestemd op de operationele kosten (binnen de tariefmethodologie) zodat er geen behoefte is aan bijkomend werkingskapitaal. Uit de balansen eind 2012 blijkt dat sommige Nederlandse regionale netbeheerders een negatief nettobedrijfskapitaal hadden. Ook in het Verenigd Koninkrijk (Ofgem) wordt het nettobedrijfskapitaal principieel niet opgenomen in de RAB. In Duitsland wordt het wel opgenomen in de RAB maar met een plafonnering, als incentive voor de netbeheerders om het onder controle te houden, als

efficiëntieprikkel voor de ondernemingen. Ook in andere landen<sup>4</sup> wordt vaak een toelage in de RAB voorzien voor het nettobedrijfskapitaal.

### **6.2.2 Nettobedrijfskapitaal in tariefmethodologie volgens tarieven-KB's 2008**

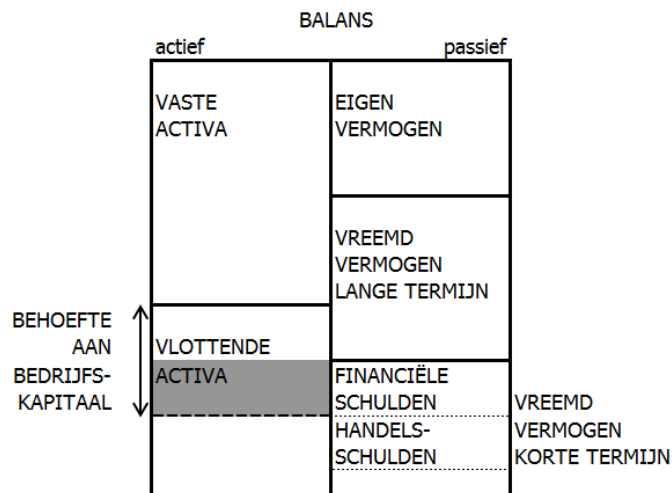
In de vorige tariefmethodologie voor de Vlaamse distributienettarieven volgens de inmiddels opgeheven tarieven-KB's 2008 werd, zowel voor gas als elektriciteit, gewerkt met de behoefte aan bedrijfskapitaal<sup>5</sup>. Ze maakte deel uit van de RAB van de Vlaamse distributienetbeheerders. De VREG wenst in verband hiermee volgende zaken op te merken:

- De opname van de behoefte aan bedrijfskapitaal in de RAB en de berekening ervan werd opgelegd in een Koninklijk Besluit. Het is niet zo dat de toenmalige regulator dit eerst had onderzocht en vervolgens hiertoe een gemotiveerd besluit had genomen. De richtlijnen van de CREG over de billijke vergoeding vermeldten enkel het nettobedrijfskapitaal.<sup>6</sup>
- In tegenstelling tot de algemene gedachte bij de bepaling van een RAB, had deze RAB geen belang voor de kapitaalkost van het vreemd vermogen. De RAB werd alleen gebruikt ter bepaling van de kost van het eigen vermogen. Voor het vreemd vermogen werden de werkelijke kosten (intresten) doorgerekend aan de klanten.
- Niet het nettobedrijfskapitaal maar dus een andere waarde, de behoefte aan bedrijfskapitaal, werd gedefinieerd en berekend. De berekening verschilt van deze van het nettobedrijfskapitaal op dit punt: de financiële schulden, deze op lange termijn die binnen het jaar vervallen en deze met een totale looptijd korter dan een jaar, worden niet in mindering gebracht van de vlottende activa. Dit geeft een waarde die groter is dan het nettobedrijfskapitaal (zie verder Figuur 2). De leningen op ten hoogste één jaar, die in normale omstandigheden staan tegenover de operationele inkomsten op korte termijn, werden dus a.h.w. behandeld zoals schulden op meer dan één jaar die nog niet zijn vervallen. Dat geeft de indruk dat er veel méér bedrijfskapitaal in de onderneming aanwezig of nodig is dan werkelijk het geval is.

<sup>4</sup> CEER, Regulatory aspects of Energy Investment Conditions in European Countries, 4/7/2013, p. 5: "Many countries also include working capital in the RAB, albeit with specific rules for its determination and inclusion."

<sup>5</sup> Bv. Koninklijk besluit van 2 september 2008 betreffende de regels met betrekking tot de vaststelling van en de controle op het totaal inkomen en de billijke winstmarge, de algemene tariefstructuur, het saldo tussen kosten en ontvangsten en de basisprincipes en procedures inzake het voorstel en de goedkeuring van de tarieven, van de rapportering en kostenbeheersing door de beheerders van distributienetten voor elektriciteit Art. 1 36°

<sup>6</sup> CREG, bv. Richtlijnen 030618-CDC-218 m.b.t. de billijke winstmarge toepasselijk op de transmissie- en de distributienetbeheerders van elektriciteit actief op het Belgisch grondgebied, 18 juni 2003.



**Figuur 2 "Behoeftte aan bedrijfskapitaal" volgens tarieven-KB's 2008**

- Het bedrijfskapitaal is een dynamisch gegeven binnen een onderneming en heeft o.a. te maken met timing van in- en uitgaande cashstromen. Het is dus niet zeker of de toestand van het nettobedrijfskapitaal zoals ze wordt weergegeven op balansdatum, representatief is voor de situatie gedurende het boekjaar. De tariefmethodologie volgens de tarieven-KB's 2008 liet een mogelijkheid aan de gereguleerde ondernemingen tot beïnvloeding van de kost van hun eigen vermogen. Indien aangenomen wordt dat de ondernemingen streven naar winstmaximalisatie, was het interessant om de behoefte aan bedrijfskapitaal op balansdatum te maximaliseren. Zo kon men de niet-financiële korte termijnschulden zoals de handelsschulden maximaal aflossen met geld van nieuwe financiële schulden op korte termijn (waarvan de rentelasten voor rekening van de klanten zijn). Hierdoor kon de ogenblikkelijke waarde van de "behoefte aan bedrijfskapitaal" op balansdatum stijgen, bijgevolg ook van de RAB en bijgevolg ook van de vergoeding voor het eigen vermogen. Dit kon leiden tot een hoger dividend voor de aandeelhouders maar dus ook tot hogere distributienettarieven voor de netgebruikers.

### 6.3 Visie VREG

In de financiële wereld wordt het nettobedrijfskapitaal beschouwd als een indicatie over de wijze waarop de onderneming aan haar betaalverplichtingen op korte termijn kan voldoen. Het kan ook geïnterpreteerd worden als een buffer voor onvoorziene uitgaven op korte termijn. Alhoewel beide benaderingen zoals reeds vermeld genuanceerd moeten worden, kan een nettobedrijfskapitaal dus een effect hebben op de wijze waarop investeerders in de kapitaalmarkt de distributienetbeheerders beoordelen, alhoewel het vermoedelijk geen doorslaggevende factor is in hun beoordeling van de gereguleerde ondernemingen.

De VREG wenst rekening te houden met enerzijds het regulatorisch risico indien nu wordt afgeweken van de historie van de regulering van de Vlaamse distributienetbeheerders waarin een positief nettobedrijfskapitaal enigszins werd aangemoedigd (par. 6.2.2) en anderzijds met de aanwezigheid van nettobedrijfskapitaal in de ondernemingen vandaag, waarvoor zij een financiering nodig hebben. Het scenario van het volledig negeren van het bedrijfskapitaal in de tariefregulering, zoals in het Verenigd Koninkrijk en Nederland wordt toegepast, en dus het veronderstellen dat de distributienetbeheerders hun onder de vorige tariefmethodologie aangehouden nettobedrijfskapitaal vrijwel onmiddellijk zouden kunnen wegwerken, zou het regulatorisch risico verhogen. De kapitaalkostenvergoeding voor het nettobedrijfskapitaal die vroeger voorzien was, zou immers plots én

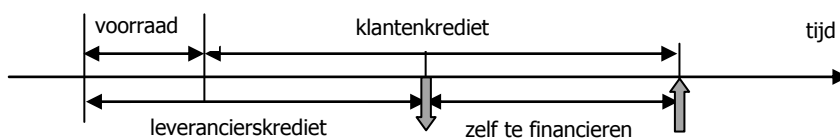
volledig wegvallen. Tegenover de besparing voor de klant door het niet opnemen van de financieringskost van het nettobedrijfskapitaal door de VREG staat dan een verhoogd regulatorisch risico waarvoor investeerders in een distributienetbeheerder een grotere algemene kapitaalkostenvergoeding kunnen eisen. De VREG is dan van mening dat, alvast bij wijze van overgangsmaatregel voor de reguleringsperiode 2015-2016 en vanuit het voorzichtigheidsprincipe m.b.t. de financiering van de distributienetbeheerders, in zijn tariefmethodologie best verondersteld wordt dat er Vlaamse distributienetbeheerders zullen zijn met een positief nettobedrijfskapitaal en dat daarvoor een aanvaardbare vergoeding moet voorzien worden. De VREG onderzoekt nu in de volgende paragrafen 6.4 en 6.5 wat die aanvaardbare vergoeding is.

## 6.4 Onderzoek over de plafonnering van het nettobedrijfskapitaal

Het aanhouden van nettobedrijfskapitaal heeft voor de onderneming dus een kapitaalkost. Deze kost zal een distributienetbeheerder wensen te recupereren bij zijn klanten via de distributietarieven. De VREG wenst ervoor te zorgen dat de kost voor de distributienetgebruiker onder controle blijft en zal daarom in zijn regulering een incentive inbouwen om de omvang en de invloed van het nettobedrijfskapitaal te beperken. De netbeheerders krijgen dan een prikkel om o.a. de werken in uitvoering tijdig en vlot af te ronden, om een goed werkend debiteurenbeheer toe te passen, om hun betalingstermijnen met leveranciers kritisch te analyseren of te heronderhandelen en om desgevallend overtollige liquiditeiten in het bedrijf ofwel te investeren ofwel uit te keren.

Omdat het nettobedrijfskapitaal in verband wordt gebracht met de liquiditeit van de onderneming, kan gebruik gemaakt worden van de financiële ratio's betreffende de omzetbaarheid van schulden en vorderingen, via respectievelijk de crediteuren- en debiteurenrotatie, waaruit het gemiddeld aantal dagen leveranciers- en klantenkrediet kan afgeleid worden. Samen met de ratio voor de voorraadrotatie kan men zich een beeld vormen van het gemiddeld aantal dagen dat een bedrijf moet overbruggen tussen uitgaande en inkomende cashstromen.

Het aantal dagen zelf te financieren is gelijk aan het aantal dagen voorraad plus het klantenkrediet min het aantal dagen leverancierskrediet. Dit wordt schematisch weergegeven in Figuur 3.



**Figuur 3 Zelf te financieren periode.**

Op basis van de jaarrekeningen over 2012 van de distributienetbeheerders (elektriciteits- en gasdistributie inclusief andere activiteiten), berekende de VREG het gemiddeld aantal dagen leveranciers- en klantenkrediet en voorraadrotatie<sup>7</sup>. De VREG berekende volgende cijfers (Tabel 2):

<sup>7</sup> Formules volgens M. Jegers en H. Theunisse, Elementen van boekhouden en analyse van jaarrekeningen, vijfde editie, VUBPRESS.

**Tabel 2 Berekening dagen voorraad en kredieten**

Jaarrekening 2012	Gemengde distributienetbeheerders	Zuivere distributienetbeheerders	Gemengde en zuivere distributienetbeheerders
Voorraadperiode	11 dagen	4 dagen	10 dagen
Klantenkrediet	40 dagen	14 dagen	36 dagen
Leverancierskrediet	17 dagen	37 dagen	20 dagen
Zelf te financieren	34 dagen	-19 dagen	26 dagen

De VREG stelt het nettobedrijfskapitaal voor een bepaald boekjaar gelijk aan het gemiddelde van het nettobedrijfskapitaal bij het begin en het einde van dat jaar, evenwel met een plafonnering van de waarde van het nettobedrijfskapitaal per balansdatum tot 1/14<sup>de</sup> (benadering van verhouding 26/365 uit Tabel 2) van de jaarlijkse omzet<sup>8</sup> voor die activiteit, exclusief de opbrengsten uit de verkoop van de groenestroom- en warmtekrachtcertificaten. De opbrengsten uit verkoop van certificaten zijn onregelmatig, immers verbonden aan de toestand op de certificatenmarkt, en zijn niet gerelateerd aan een handelsactiviteit. Zij compenseren de gemaakte aankoopkosten voor de certificaten van de distributienetbeheerder. Voor de aankoopkosten die niet op korte termijn gerecupereerd kunnen worden door verkoop van certificaten, voorziet de VREG een andere wijze van financiering van de kapitaalkost (par. 7). De VREG dient deze twee benaderingen van elkaar te scheiden en de opbrengsten uit de verkoop van certificaten mag aldus niet leiden tot een hoger toegelaten kapitaalkostenvergoeding voor het nettobedrijfskapitaal.

In het geval het nettobedrijfskapitaal negatief is, kan dit er op wijzen dat de onderneming haar RAB gedeeltelijk financiert met financiële leningen op korte termijn. Deze leningen zullen dan regelmatig moeten vervangen worden door nieuwe leningen, wat een herfinancieringsrisico met zich meebrengt voor de distributienetbeheerder. Het is beter wanneer een negatief nettobedrijfskapitaal ontstaat doordat een onderneming bewust haar vlottende activa heeft afgebouwd en haar niet-financiële schulden heeft doen toenemen door bijvoorbeeld het heronderhandelen van haar afbetalingstermijnen met de leveranciers. In beide scenario's kan de onderneming dan een voordeel doen aangezien de kapitaalkostenvergoeding van de VREG voor de RAB over minder kapitaalverschaffers moet verdeeld worden. De VREG zal deze efficiëntieprikkels geven in de reguleringsperiode 2015-2016. Een negatief nettobedrijfskapitaal leidt er dan niet toe dat een distributienetbeheerder in de tariefmethodologie minder kapitaalkostenvergoeding ontvangt. Het wordt gelijk verondersteld aan de waarde nul.

Aldus is

$$NBK_{j,i} = \frac{NBK_{31/12/j-1,i} + NBK_{31/12/j,i}}{2}$$

formule 4

Met hierin

$NBK_{j,i}$  het nettobedrijfskapitaal van distributienetbeheerder  $i$  in het vorige kalenderjaar  $j$ , waarvoor in de tariefmethodologie een kapitaalkostenvergoeding wordt voorzien volgens formule 1; (EUR)

$NBK_{31/12/XX}$  het nettobedrijfskapitaal (EUR) van distributienetbeheerder  $i$  op balansdatum 31/12/XX, volgens de berekening aangegeven in Tabel 1, waarbij geldt:

<sup>8</sup> MAR 70 en 74 volgens de jaarrekening



$$0 \leq NBK_{31/12/XX} \leq \frac{1}{14} \times \left[ \text{omzet}_{\text{excl. opbrengsten uit verkoop GSC \& WKC}}^{\text{jaarrekening XX}} \right]$$

formule 5

Met hierin:

$\text{omzet}_{\text{excl. opbrengsten uit verkoop GSC \& WKC}}^{\text{jaarrekening XX}}$

de omzet (EUR) van de distributienetbeheerder voor die geregleerde activiteit in jaar *XX*, berekend als de som van opbrengsten geboekt op de boekhoudrekeningen 70 en 74 met in min, voor de activiteit elektriciteitsdistributie, de opbrengsten uit de verkoop van groenestroom- en warmtekrachtcertificaten<sup>9</sup>.

## 6.5 Vermogenskostenvoet voor nettobedrijfskapitaal

Het nettobedrijfskapitaal ziet de VREG dus als een middel voor een onderneming om tijdelijke operationele verschillen tussen uitgaven en inkomsten te overbruggen. De VREG meent dat distributienetbeheerders de mogelijkheid hebben hun nettobedrijfskapitaal te beheersen. Zij hebben belangrijke stabiele en periodieke inkomsten uit distributienettarieven gefactureerd aan de leveranciers waardoor via financiële planning kan onderzocht worden in hoeverre het tijdstip van de uitgaven zou moeten aangepast worden. De VREG kan daarom het nettobedrijfskapitaal bij een distributienetbeheerder niet als een permanent nettobedrijfskapitaal erkennen. Daarom is het volgens de VREG ook niet aangewezen om de financiering ervan als een permanent vermogen te erkennen, m.a.w. de VREG kan geen vergoeding volgens de wacc voorzien voor het nettobedrijfskapitaal omdat dit een gewogen vergoeding is die deels gebaseerd is op een vergoeding voor de aandeelhouders. De VREG ziet zoals vermeld een verband tussen het nettobedrijfskapitaal en het operationeel beheer, waarbij de onderneming voor de noodzakelijke financiering van een optredend verschil in timing tussen uitgaven en inkomsten snel en vlot een beroep doet op het kapitaal van vreemd vermogensverschaffers. Daarom zal de VREG het nettobedrijfskapitaal vergoeden aan de **kostenvoet vreemd vermogen** die onderdeel uitmaakt van de wacc ( $k_{VV}$  in formule 1, berekening en waarde zie verder in par. 9.4). Deze kapitaalkost voor het nettobedrijfskapitaal wordt aldus mee opgenomen in de bevorderende regulering m.b.t. de niet-exogene kosten, wat een bijkomende prikkel kan inhouden voor de distributienetbeheerder om het nettobedrijfskapitaal af te bouwen.

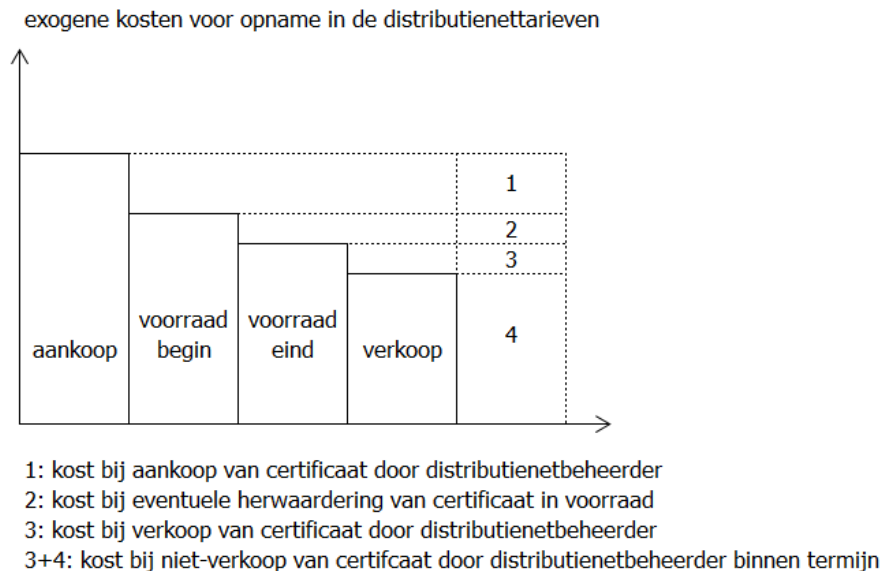
<sup>9</sup> Opbrengsten eigen aan het jaar, d.w.z. zonder de invloed van overboekingen van opbrengsten van resultatenrekening naar balans en omgekeerd.

## 7 De voorraad groenestroom- en warmtekrachtcertificaten.

### 7.1 Inleiding

Op de balansen van de Vlaamse distributienetbeheerders bevindt zich aan de activazijde de voorraad groenestroom- en warmtekrachtcertificaten. Het Energiedecreet verplicht de Vlaamse distributienetbeheerders om onder bepaalde omstandigheden en aan bepaalde prijzen groenestroom- en warmtekrachtcertificaten te kopen die hen door producenten worden aangeboden. Het bleek relatief moeilijk voor de distributienetbeheerders om deze certificaten vlot door te verkopen op de certificatenmarkt, zodat zich in de afgelopen jaren een voorraad heeft gevormd. De voorraad certificaten bevat een zeker financieel risico voor de distributienetbeheerder. Een certificaat kan worden ingeleverd bij de VREG in het kader van de certificatenverplichting tot ca. tien jaar na zijn toekenning aan de producent. Indien de distributienetbeheerder het certificaat niet binnen deze termijn heeft kunnen verkopen, verliest het zijn waarde. Deze waardevermindering zal binnen de voorgestelde tariefmethode als exogene kost doorgerekend worden in de distributienettarieven.

Voor de berekening van de kapitaalkost wordt de voorraad certificaten gewaardeerd overeenkomstig de waardering in de jaarrekening van de distributienetbeheerder. Dit sluit aan bij de behandeling in de tariefmethode van de kosten voor certificaten m.b.t. de inkomsten uit distributienettarieven voor exogene kosten (weergegeven in Figuur 4).



**Figuur 4 Kosten i.v.m. certificaten (schematisch voorbeeld)**

### 7.2 Vermogenskostvergoeding voorraad niet-geïmmobiliseerde certificaten

In de door de VREG voorgestelde tariefmethode zijn de kosten voor aankoop van certificaten exogene kosten. De VREG beschouwt de kapitaalkosten voor de certificaten bijgevolg eveneens als kosten die moeten worden doorgerekend via de distributienettarieven voor exogene kosten.

De kapitaalkosten voor de certificaten verschillen van deze van andere gereguleerde activa omdat het geen activa zijn die behoren tot de kerntaken van een netwerkbeheerder. Het zijn geen activa die een distributienetbeheerder uit eigen beweging heeft aangeschaft als investering. De VREG garandeert in zijn voorgestelde tariefmethode aan de distributienetbeheerder dat de kosten bij aan- en verkoop van de certificaten integraal ten laste zijn van de distributienetgebruikers. Het risico voor hen is m.a.w. minimaal. De voorraad certificaten<sup>10</sup> kan beschouwd worden als een tijdelijke situatie. Het doel voor de netbeheerder is en blijft om de certificaten zo snel als mogelijk aan een redelijke prijs door te verkopen. In die zin is de financiering van de voorraad certificaten een noodzakelijk gevolg van een verschil in timing tussen de uitgaven voor de aankoop en de inkomsten uit de verkoop. Voor de financiering van de voorraad certificaten kan men niet de wacc toepassen omdat het niet over een typisch investeringsactivum gaat. Het is meer gepast om de **wettelijke rentevoet in burgerlijke en handelszaken**<sup>11</sup> toe te passen, berekend als het gemiddelde van de EURIBOR-rentevoet op 1 jaar<sup>12</sup> tijdens de maand december van het voorafgaande jaar afgerond naar het hoger gelegen kwart percent en verhoogd met 2 percent.

De VREG ziet volgende redenen om te werken met een wettelijke rentevoet:

1. De wettelijke rentevoet is (o.a.) van toepassing in transacties tussen een handelaar en een particulier. De VREG meent dat er een parallel is met de situatie tussen de distributienetbeheerder en de distributienetgebruiker. De voorraad certificaten vertegenwoordigt de resterende nog niet gecupereerde aankoopkosten van de certificaten. Deze kosten zijn in de tariefmethodologie exogeen, d.w.z. de distributienetbeheerder heeft de garantie dat, indien hij de certificaten niet kan verkopen, hij deze resterende kosten via de distributienettarieven integraal van de distributienetgebruikers kan vorderen. De onderneming ondergaat nu een tijdelijke vertraging in die gegarandeerde ontvangsten uit de verkoop van de certificaten door omstandigheden op de certificatenmarkt. Indien echter de vertraging aanhoudt, zal het certificaat op een bepaald moment zijn waarde verliezen en wordt het dan overeenkomstig zijn laatste boekwaarde als exogene kost in de distributienettarieven doorgerekend. Door deze vertraging in recuperatie wordt de distributienetbeheerder a.h.w. geconfronteerd met een betalingsachterstand, vanuit de certificatenmarkt of vanuit de distributienettarieven.
2. De wetgever heeft geoordeeld dat de wettelijke rentevoet een compensatie (schadevergoeding) biedt aan een onderneming voor het effect van de betalingsachterstand.
3. De VREG oordeelt dat de wettelijke rentevoet een passende kapitaalkostvergoeding betekent voor een distributienetbeheerder die zich op efficiënte wijze financiert voor deze activa.
4. De vaststelling van de wettelijke rentevoet door de FOD Financiën is periodiek, objectief en haar berekening is zeer transparant naar looptijd, rentebasis en renteopslag.

In formulevorm wordt de kapitaalkostvergoeding voor de voorraad groenestroom- en warmtekrachtcertificaten, uitgezonderd de voorraad geïmmobiliseerde certificaten, dan als volgt geschreven:

$$FK_{cent,j,i} = R_{cent,j,i} \times r_{w,j}$$

formule 6

<sup>10</sup> Met "voorraad certificaten" in deze paragraaf wordt bedoeld de voorraad aan niet-geïmmobiliseerde certificaten. Voor de geïmmobiliseerde certificaten is er een aparte regeling (volgende paragraaf 7.3).

<sup>11</sup> De wettelijke basis van de wettelijke rentevoet in burgerlijke en handelszaken vindt men terug in de Wet van 5 mei 1865 betreffende de lening tegen interest.

<sup>12</sup> Beschikbaar op de website van de Nationale Bank van België

Met hierin:

$FK_{cert,j,i}$  De financieringskost (EUR) in jaar  $j$  van de voorraad niet-geïmmobiliseerde groenestroom- en warmtekrachtcertificaten van distributienetbeheerder  $i$ , waarvoor de inkomsten worden gegarandeerd door de VREG via doorrekeningen in de periodieke distributienettarieven voor exogene kosten.

$R_{cert,j,i}$  De gemiddelde voorraad (EUR) niet-geïmmobiliseerde groenestroom- en warmtekrachtcertificaten van distributienetbeheerder  $i$  in jaar  $j$  berekend als volgt:

$$R_{cert,j,i} = \frac{R_{cert,31/12/j-1,i} + R_{cert,31/12/j,i}}{2}$$

formule 7

Met hierin:

$R_{cert,31/12/XX,i}$  De voorraad niet-geïmmobiliseerde groenestroom- en warmtekrachtcertificaten van distributienetbeheerder  $i$  op datum van 31/12/XX<sup>13</sup>.

$r_{w,j}$  De wettelijke rentevoet (%) van jaar  $j$ , zoals gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad.

Voor meer duidelijkheid wordt in volgende Tabel 3 een fictief voorbeeld gegeven voor een jaarlijkse aanpassing van de distributienettarieven voor exogene kosten.

<sup>13</sup> In de tariefmethodologie zijn balanswaarden op '1/1/XX' of 'begin van het jaar' gelijk aan deze op '31/12/XX-1' of 'einde van het voorgaande jaar'.

**Tabel 3 Voorbeeld kapitaalkost certificaten**

	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5
<b>Volgens voorspelling (jaar voordien)</b>					
Verwachte gemiddelde voorraad <sup>14</sup> (a)	103,00 €	99,00 €	104,00 €	105,00 €	99,00 €
Verwachte wettelijke rentevoet (b)	2,85%	2,80%	3,10%	2,85%	2,30%
Financieringskost voorraad (a) x (b)	2,94 €	2,77 €	3,22 €	2,99 €	2,28 €
saldo van 2 jaar voordien	-	-	-0,17 €	0,03 €	0,55 €
factor voor update saldo aan wettelijke rentevoeten <sup>15</sup>	-	-	x 1,0275 x 1,0282	x 1,0282 x 1,0380	x 1,0380 x 1,0280
Saldo te verwerken in tarieven	-	-	-0,18 €	0,03 €	0,59 €
te verwerken in tarieven	2,94 €	2,77 €	3,04 €	3,02 €	2,87 €
<b>werkelijke ontvangsten (gekend jaar nadien)</b>	2,98 €	2,85 €	3,18 €	3,10 €	2,95 €
<b>werkelijke cijfers (gekend jaar nadien)</b>					
gemiddelde voorraad (c)	102,00 €	102,00 €	103,00 €	100,00 €	95,00 €
wettelijke rentevoet (d)	2,75%	2,82%	3,80%	2,80%	2,20%
Financieringskost voorraad (c) x (d)	2,81 €	2,88 €	3,91 €	2,80 €	2,09 €
saldo 2 jaar voordien	-	-	-0,18 €	0,03 €	0,59 €
te ontvangen	2,81 €	2,88 €	3,73 €	2,83 €	2,68 €
ontvangen	2,98 €	2,85 €	3,18 €	3,10 €	2,95 €
<b>Saldo van het jaar</b>	-0,17 €	0,03 €	0,55 €	- 0,27 €	-0,27 €

### 7.3 Vermogenskostvergoeding geïmmobiliseerde certificaten

Het [Energiebesluit](#) (Art. 6.4.14/1,/2) verplicht de distributienetbeheerders een bepaald aantal groenestroom- en warmtekrachtcertificaten voor een bepaalde tijd te immobiliseren (d.i. niet te verkopen op de certificatenmarkt). Het Vlaams Gewest voorziet voor deze banking van certificaten in een jaarlijkse vergoeding aan de netbeheerders m.b.t. de daaraan gerelateerde financieringskosten. Voor de berekening van de kost baseert men zich op een bepaalde vooraf vastgelegde waardering van de certificaten (groenestroomcertificaten aan 93 euro en warmtekrachtcertificaten aan 27 euro). Het Energiebesluit voorziet ook in een vergoeding indien de certificaten na afloop aan een lagere waarde

<sup>14</sup> Gemiddelde van begin- en eindvoorraad van het boekjaar. Het betreft enkel de voorraad niet-geïmmobiliseerde certificaten.

<sup>15</sup> De saldi van vorige jaren moeten omwille van de consistentie bij hun verwerking in de volgende inkomsten geïndexeerd worden met de wettelijke rentevoet. Een tekort wordt immers verondersteld eveneens te zijn gefinancierd aan de wettelijke rentevoet (vordering op de klant). Tegengesteld daaraan wordt een surplus verondersteld te zijn belegd aan wettelijke rentevoet (schuld aan de klant).

op de markt worden verkocht door de distributienetbeheerder. Het Vlaams Energieagentschap (VEA) is belast met het toezicht op de toekenning van de vergoedingen. De totaalbedragen van de vergoedingen zijn geplafonneerd.

Voor niet-geïmmobiliseerde certificaten wordt in de tariefmethodologie de voorraad certificaten gewaardeerd aan hun waarde in de boekhouding en wordt een financieringskost voorzien volgens de wettelijke rentevoet, ten laste van de distributienetgebruiker (par. 7.2). Er moet nu rekening gehouden worden met de kapitaalkostenvergoeding vanwege het Vlaamse Gewest voor de geïmmobiliseerde certificaten, opdat een dubbele kapitaalkostenvergoeding voor de geïmmobiliseerde certificaten (door de VREG via de distributienettarieven en door het Vlaamse Gewest) wordt vermeden.

### **7.3.1 Vermogenskostenvergoeding tariefmethodologie bij geplafonneerde vermogenskostenvergoeding Vlaams Gewest**

Aangezien het Energiebesluit reeds expliciet een vergoeding voorziet voor de financieringskost van de voorraad geïmmobiliseerde certificaten, worden deze certificaten **ex-ante niet opgenomen in de voorraad certificaten** waarvoor binnen de voorgestelde tariefmethode een kapitaalkosten aan wettelijke rentevoet wordt voorzien (par. 7.2) voor opname in de toegelaten inkomsten uit distributienettarieven voor exogene kosten. De vermelde voorraden certificaten in Tabel 3 betreft dus enkel de niet-geïmmobiliseerde certificaten.

Ex-post kan er voor deze certificaten wel een kapitaalkosten voorzien worden voor opname in de distributienettarieven, indien de aan een distributienetbeheerder uitgekeerde vergoeding werd beperkt omdat de limieten in het Energiebesluit werden overschreden én deze vergoeding relatief lager zou liggen dan de wettelijke rentevoet die de VREG zou hebben toegepast zoals voorzien in zijn tariefmethodologie voor de niet-geïmmobiliseerde certificaten.

#### *Vergoeding niet geplafonneerd*

Indien het Vlaams Energieagentschap de vergoeding aan een distributienetbeheerder voor de banking van certificaten integraal heeft kunnen uitbetalen (geen aftopping wegens het plafondbedrag zoals vermeld in het Energiebesluit), dan veronderstelt de VREG dat de distributienetbeheerder zijn financieringskosten hierlangs heeft terugverdiend. De financieringskosten voor dit deel van de totale voorraad certificaten vervallen dan definitief voor de distributienetgebruikers voor het jaar waarvoor de vergoeding werd uitgekeerd.

#### *Vergoeding wel geplafonneerd*

Indien het Vlaams Energieagentschap de vergoeding voor de immobilisatie niet integraal heeft kunnen uitbetalen (wegens de plafonnering van de bedragen vermeld in het Energiebesluit), veronderstelt de VREG dat de distributienetbeheerder minstens het recht had op een financieringskosten gelijk aan de wettelijke rentevoet toegepast op de waarde van deze geïmmobiliseerde certificaten in de boekhouding. Dit is m.a.w. dezelfde behandeling als voor de certificaten die niet geïmmobiliseerd werden. Indien het door VEA uitgekeerde bedrag lager ligt, is het verschil verschuldigd door de distributienetgebruikers.

De VREG zal dan voor de financieringskosten, ten laste van de distributienetgebruikers, van de certificaten in voorraad die vallen onder de banking, ex-post (twee jaar na het jaar  $J$  waarvoor de geplafonneerde vergoeding werd toegekend) de volgende formule toepassen:

$$FK_{banking, j, i} = \max \left[ 0; \left( (V_{cert\_bank, j, i} \times r_{w, j}) - V_{Besluit, j, i} \right) \right]$$

*formule 8*

Met hierin:

$FK_{banking,j,i}$  De financieringskost (EUR) van de voorraad geïmmobiliseerde groenestroom- en warmtekrachtcertificaten van distributienetbeheerder  $i$  in jaar  $j$ , waarvoor de inkomsten worden gegarandeerd door de VREG via doorrekeningen in de periodieke distributienettarieven voor exogene kosten.

$V_{cert\_bank,j,i}$  De gemiddelde waarde voor jaar  $j$  van de voorraad geïmmobiliseerde certificaten (EUR) volgens de waardering in de boekhouding van distributienetbeheerder  $i$ , berekend als volgt:

$$V_{cert\_bank,j,i} = \frac{V_{cert\_bank,31/12/j-1,i} + V_{cert\_bank,31/12/j,i}}{2}$$

*formule 9*

Met hierin:

$V_{cert\_bank,31/12/XX,i}$  De boekwaarde (EUR) van de voorraad geïmmobiliseerde groenestroom- en warmtekrachtcertificaten van distributienetbeheerder  $i$  op datum van 31/12/XX.

$r_{w,j}$  De wettelijke rentevoet van jaar  $j$ , zoals gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad. (%)

$V_{Besluit,j,i}$  De geplafonneerde kapitaalkostenvergoeding (EUR) vanwege de Vlaamse Overheid, overeenkomstig de bepalingen hieromtrent in het Energiebesluit, voor distributienetbeheerder  $i$  voor de immobilisatie van de certificaten in het jaar  $j$ .

Omdat deze financieringskost pas later in de distributienettarieven wordt verwerkt (ten vroegste jaar  $j+2$ ), zal deze kost worden geactualiseerd op basis van de wettelijke rentevoeten.

#### *Uitgewerkt voorbeeld*

Hieronder wordt ter illustratie een voorbeeld gegeven van mogelijke scenario's, naargelang de inschatting van de voorraad geïmmobiliseerde certificaten, de vergoeding voor de banking, het feit of de vergoeding al dan niet geplafonneerd is en de verhouding van de vergoeding ten opzichte van de wettelijke rentevoet.

**Tabel 4 Voorbeeld kapitaalkostenvergoeding geïmmobiliseerde certificaten voor bepaalde distributienetbeheerder**

	jaar 1	jaar 2	jaar 3
<b>Realiteit (gekend jaar nadien)</b>			
Werkelijke gemiddelde voorraad geïmmobiliseerde certificaten (boekwaarde) (v)	105,00€	100,00 €	90,00 €
Kapitaalkostenvergoeding voor banking uitgekeerd door VEA <sup>16</sup> (a)	2,60 €	2,65 €	2,70 €
Werd vergoeding geplafonneerd?	nee	ja	ja
Relatief t.o.v. gemiddelde voorraad aan boekwaarde	-	2,65 %	3,00 %
Wettelijke rentevoet (r)	-	3,24 %	2,95 %
Bedrag kapitaalkosten volgens tariefmethodologie VREG (wettelijke rentevoet op boekwaarde) (v x r) (b)	-	3,24 €	2,66 €
Saldo indien geplafonneerd en onder wettelijke rentevoet ((a)<(b))	-	0,59 €	-
<b>Kost te verwerken in distributienettarieven voor exogene kosten</b>			
Saldo van 2 jaar voordien, geactualiseerd aan wettelijke rentevoeten	-	-	-

### **7.3.2 Vergoeding Vlaams Gewest bij verkoop van geïmmobiliseerde certificaten**

Het Energiebesluit voorziet dat de distributienetbeheerder, wanneer hij een eerder geïmmobiliseerd certificaat op de certificatenmarkt verkoopt, vanwege het Vlaams Gewest een vergoeding kan krijgen wanneer de verkoopprijs van het certificaat lager ligt dan 93 euro voor groenestroomcertificaten of lager is dan de betaalde minimumsteun, vermeld in artikel 7.1.7 van het Energiedecreet, voor warmtekrachtcertificaten<sup>17</sup>. Het is van belang hierbij op te merken dat de waardering van de certificaten in de boekhouding kan verschillen van deze waarden. Dit heeft dan ook zijn invloed op de kost die wordt beschouwd bij de verkoop van het certificaat. Indien de waardering van een groenestroomcertificaat in de boekhouding gelijk is aan 93 euro, zal de kost bij een verkoop aan bijvoorbeeld 90 euro gelijk zijn aan 3 euro. In dat geval vergoedt het Vlaams Gewest de juiste kost. Indien de waardering van het groenestroomcertificaat in de boekhouding verschilt van 93 euro, is deze vergoeding van 3 euro ofwel te hoog (waardering in de boekhouding is lager dan 93 euro) ofwel te laag (waardering in de boekhouding is meer dan 93 euro) (volgens Figuur 4).

Omdat de kosten of opbrengsten van herwaarderingen, aan- en verkoop van certificaten in de boekhouding binnen de tariefmethode steeds voor rekening van de distributienetgebruikers zijn, zijn de **opbrengsten** uit de door VEA uitgekeerde vergoedingen volgens het Energiebesluit m.b.t. de **verkoop** van geïmmobiliseerde certificaten ook integraal **voor rekening van de distributienetgebruikers**. Er kan aangetoond worden dat het in dit geval niet nodig is om

<sup>16</sup> Volgens Energiebesluit op een waardering van de certificaten die kan verschillen van hun boekwaarde.

<sup>17</sup> Dit is geen vermogenskostenvergoeding maar een gedeeltelijke dekking van het vermogen waarmee de verkochte certificaten werden aangekocht.



---

gedetailleerd bij te houden wat de waardering was van elk geïmmobiliseerd en verkocht certificaat in de boekhouding. Het is ook niet relevant of de door VEA betaalde vergoeding uiteindelijk het totale bedrag omvat of dat het geplafonneerd was.

## 8 Regulatorische rekeningen

Op de balans van de distributienetbeheerder bevinden zich regulatorische rekeningen. Dit zijn kosten of opbrengsten die overgezet werden naar de overlopende rekeningen in het kader van het vaststellen van het boekhoudkundig resultaat volgens een tariefmethodologie. De VREG maakt een onderscheid tussen de oude, bestaande regulatorische rekeningen (regulatorisch actief, par. 8.1) en de nieuwe (regulatorische saldi, par. 8.2) die zullen ontstaan onder de tariefmethodologie van de VREG.

### 8.1 Regulatorisch actief en passief (vorige tariefmethodologieën)

#### 8.1.1 Inleiding

Onder de tarieven-KB's van 2008 activeerden de distributienetbeheerders bepaalde kosten en opbrengstensaldi onder de overlopende rekeningen op de balans, met de afspraak om ze te verwerken in latere distributienettarieven volgens de toen geldende tariefmethodologie. De saldi zouden vanaf kalenderjaar 2013 in de distributienettarieven verwerkt worden. De tarieven-KB's van 2008 werden begin 2012 opgeheven en de distributienettarieven van 2012 werden verlengd tot en met 2014. Met betrekking tot de exploitatiesaldi dient nog een beslissing genomen te worden over hun grootte en over de wijze waarop ze zullen toegewezen worden<sup>18</sup>, met uitzondering van de saldi voor de boekjaren tot en met 2009<sup>19</sup>. Het is, gezien de mogelijke omvang van de saldi, weinig waarschijnlijk dat het regulatorisch actief op korte termijn (d.w.z. binnen één jaar) via inkomsten uit de distributienettarieven kan afgebouwd worden.

Volgens de opgeheven tariefmethodologie waren de geactiveerde kosten in de overlopende rekeningen ten laste van de distributienetgebruikers. De VREG behandelt deze saldi hier wat betreft de toewijzing van hun kapitaalkost overeenkomstig maar dit houdt geen erkenning in door de VREG van hun grootte. De VREG merkt op dat er ook andere saldi zijn ("beheersbare kosten") die voor rekening van de distributienetbeheerders waren en welke niet integraal als een vordering aan de distributienetgebruikers op de balansen terug te vinden zijn. Ook hierover doet de VREG nu geen uitspraak.

Het regulatorisch actief volgens de opgeheven tarieven-KB's van 2008 is gelijk aan de som van:

- In plus: het in de overlopende rekeningen op de actiefzijde van de balans ondergebrachte tekort aan inkomsten uit distributienettarieven:
  - door een tekort aan ontvangsten ex-post t.o.v. de ex-ante voorziene ontvangsten,
  - door meer gemaakte "niet-beheersbare" kosten ex-post dan ex-ante voorzien (bv. voor de aankoop van certificaten) en
  - door een ex-ante te laag ingeschatte indexering van het budget voor "beheersbare kosten" naar aanleiding van de werkelijke gekende index ex-post.

Het regulatorisch passief volgens de opgeheven tarieven-KB's van 2008 is gelijk aan de som van:

- Tegenovergesteld, in min: het in de overlopende rekeningen op de passiefzijde van de balans ondergebrachte overschot aan inkomsten uit distributienettarieven:
  - door een overschot aan ontvangsten ex-post t.o.v. de ex-ante voorziene ontvangsten,
  - door minder gemaakte "niet-beheersbare" kosten ex-post dan ex-ante was voorzien en
  - door een ex-ante te hoog ingeschatte indexering van het budget voor "beheersbare kosten" ten opzichte van de werkelijke index gekend ex-post.

<sup>18</sup> Voor rekening van de distributienetgebruikers of voor rekening van de distributienetbeheerders.

<sup>19</sup> Meer informatie in het hoofddocument over de tariefmethodologie VREG.

Dit wordt verder verduidelijkt in Tabel 5.

**Tabel 5 Opbouw regulatorief actief en –passief volgens opgeheven tarieven-KB's 2008**

Tarieven-KB 2008	Balans	
	Actief	Passief
<i>Verskil realiteit ex-post t.o.v. budget ex-ante</i>	Overlopende rekeningen	Overlopende rekeningen
Ontvangsten uit distributietarieven	<i>Minder inkomsten</i>	<i>Meer inkomsten</i>
Uitgaven aan "niet-beheersbare kosten" <sup>20</sup>	<i>Meer uitgaven</i>	<i>Minder uitgaven</i>
Update indexering budget "beheersbare kosten"	<i>Hogere index (hoger budget)</i>	<i>Lagere index (lager budget)</i>
Regulatorief actief of passief	Σ	Σ
Toewijzing	Vordering op distributienetgebruiker	Schuld aan distributienetgebruiker

### 8.1.2 Regulatorief actief

De door de CREG of de VREG aanvaarde en aan de distributienetgebruikers toegewezen geactiveerde kosten in het regulatorief actief worden in de tariefmethodologie van de VREG één op één doorgerekend in de distributietarieven als exogene kosten, waarop geen bevorderende regulering toegepast wordt. De distributienetbeheerder heeft de garantie dat hij die kosten via de inkomsten uit de distributietarieven volledig zal recupereren. De VREG zal de kapitaalkostenvergoeding voor het regulatorief actief analoog behandelen, in die zin dat ze in grootte worden bepaald door de VREG, vanuit het uitgangspunt om de kostenefficiëntie te stimuleren, en vervolgens één op één gegarandeerd wordt doorgerekend aan de distributienetgebruikers via dezelfde distributietarieven voor exogene kosten. Er is geen risico op niet-recuperatie van deze vergoeding voor de distributienetbeheerder.

Voor de vergoeding van de kapitaalkost voor de activering van de kosten lijkt het de VREG niet gepast om te werken met de wacc. Het betreft immers geen vaste activa met bedrijfseconomische waarde die opbrengsten genereren. De activering van de kosten is eerder een gevolg van tijdelijke verschillen in timing tussen inkomsten en uitgaven, omwille van de oude tariefmethodologie die een winst garandeerde (waardoor het teveel aan kosten van de resultatenrekening moest overgeboekt worden naar de balans) en de daaropvolgende bevriezing van de distributietarieven. Er was voor de distributienetbeheerder geen mogelijkheid om saldi snel door te geven aan de klanten. De situatie is voor hem gelijkaardig met deze van een betalingsachterstand door particuliere klanten ten opzichte van de onderneming. De VREG zal daarom de door de VREG aan de distributienetbeheerder gegarandeerde kapitaalkost van deze regulatorie rekeningen berekenen op basis van de jaarlijkse **wettelijke rentevoet**. De redenering en berekening is analoog als deze voor de voorraad

<sup>20</sup> Omvat volgens tarieven-KB's 2008 o.a. surplus of tekort voor financiële kosten, afschrijvingen, netto billijke vergoeding, openbaardienstverplichtingen, toeslagen en heffingen.

certificaten (Tabel 3), waarbij de waarde van de voorraad certificaten wordt vervangen door de waarde van het regulatorisch actief.

De VREG verduidelijkt hierbij dat, gezien de huidige onzekerheid, het aldus in rekening brengen van die geactiveerde kosten op de overlopende rekeningen van de balans van de distributienetbeheerder voor de boekjaren 2010 en later, niet kan beschouwd worden als een erkenning door de VREG van deze bedragen als regulatorisch actief.

### **8.1.3 Regulatorisch passief**

Het teveel aan opbrengsten uit de distributienettarieven die een distributienetbeheerder heeft ontvangen volgens de tariefmethodologie, wordt logischerwijze teruggeschonken aan zijn distributienetgebruikers via een korting in hun volgende distributienettarieven. Het overschot vormt (Tabel 5) het regulatorisch passief op de balans van de distributienetbeheerder. Voor de distributienetbeheerder is het een bron van vermogen, die hij kan aanwenden in zijn gereguleerde activiteiten.

In Vlaanderen hebben vooral de aardgasdistributienetbeheerders een regulatorisch passief. Ze kunnen ontstaan zijn uit volumeverschillen ten gevolge van meer dan verwachte gasafnames door één of meer koude winters.

De VREG past voor het regulatorisch passief, volgens transparante, objectieve en niet-discriminatoire wijze en in overeenstemming met het regulatorisch actief, een negatieve kapitaalkostenvergoeding toe volgens de **wettelijke rentevoet**. Deze kapitaalkostenvergoeding vormt een vordering van de distributienetgebruikers op de distributienetbeheerder. Zij stellen immers vermogen (passief) ter beschikking aan de distributienetbeheerder, dat deze laatste heeft aanwendt in activa (actief) voor zijn gereguleerde activiteiten. De distributienetbeheerder ontvangt voor zijn gereguleerde activa een kapitaalkostenvergoeding volgens de hier beschreven tariefmethodologie, doorgerekend aan dezelfde distributienetgebruikers. Een correctie op deze doorrekening is dan noodzakelijk. Aldus wordt rekening gehouden met het feit dat enerzijds de distributienetgebruikers de kapitaalkostenvergoeding aan de distributienetbeheerder betalen maar anderzijds zelf ook één van de kapitaalverschaffers zijn.

Net als in voorgaande paragraaf wenst de VREG ook hier te verduidelijken dat het aldus in rekening brengen van de opbrengsten in de overlopende rekeningen op de balans van de distributienetbeheerder voor de distributienetbeheerder voor boekjaren 2010 en later, niet kan beschouwd worden als een erkenning door de VREG van deze bedragen als regulatorisch passief.

### **8.1.4 Uitwerking in formules**

In formulevorm wordt de kapitaalkostenvergoeding voor het regulatorisch actief en passief op de balans van de distributienetbeheerder geschreven zoals in formule 10:

$$FK_{RAP,j,i} = RAP_{j,i} \times r_{w,j}$$

*formule 10*

Met hierin:

$FK_{RAP,j,i}$  De financieringskostenvergoeding, positieve of negatieve waarde, in jaar  $j$  van het regulatorisch actief/passief van distributienetbeheerder  $i$ , voor doorrekening aan de distributienetgebruikers via de periodieke distributienettarieven voor exogene kosten. (EUR)

$RAP_{j,i}$  Het gemiddeld regulatorisch actief/passief van distributienetbeheerder  $i$  voor jaar  $j$ , berekend zoals in volgende formule 11. (EUR)

$$RAP_{j,i} = \frac{RAP_{31/12/j-1,i} + RAP_{31/12/j,i}}{2}$$

formule 11

Met hierin:

$RAP_{31/12/XX,i}$  Het regulatorisch actief/passief van distributienetbeheerder  $i$  op zijn balans op datum van 31/12/XX<sup>21</sup>, dat wordt berekend als de som van zijn regulatorisch actief aan positieve waarde ( $\geq 0$ ) en zijn regulatorisch passief aan negatieve waarde ( $\leq 0$ ). (EUR)

$r_{w,j}$  De wettelijke rentevoet van jaar  $j$ , zoals gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad. (%)

## 8.2 Regulatorische saldi (tariefmethodologie VREG)

### 8.2.1 Regulatorisch saldo i.v.m. exogene kosten

#### 8.2.1.1 Positief regulatorisch saldo i.v.m. exogene kosten

Een positief regulatorisch saldo voor exogene kosten op de actiefzijde van de balans van de distributienetbeheerder betekent dat hij meer exogene kosten had dan de inkomsten uit de periodieke distributienettarieven voor exogene kosten. Het bedrag is zoals een uitgestelde vordering op de distributienetgebruikers, identiek aan het regulatorisch actief (8.1.2). Het positief regulatorisch saldo wordt bijgevolg gelijk behandeld zoals het regulatorisch actief wat betreft zijn financieringskost. De VREG voorziet dus het gebruik van de **wettelijke rentevoet in burgerlijke en handelszaken** voor de bepaling van de financieringskostvergoeding.

Deze financieringskostvergoeding wordt aan de distributienetgebruikers zelf ook doorgerekend als een exogene kost, d.w.z. met de garantie van de VREG aan de distributienetbeheerder dat hij deze kapitaalkostenvergoeding integraal kan recupereren via de distributienettarieven. De kost bepaalt dus mee het jaarlijks saldo van de exogene kosten die de financieringskost veroorzaakt. Om deze kringberekening uit te sluiten en het saldo van een boekjaar te kunnen bepalen, wordt deze kapitaalkost daarom telkens per boekjaar berekend op basis van het regulatorisch saldo exogene kosten op de balans bij het begin van het boekjaar.

#### 8.2.1.2 Negatief regulatorisch saldo i.v.m. exogene kosten

Een negatief regulatorisch saldo op de passiefzijde van de balans is identiek aan het regulatorisch passief en wordt daarom ook voorzien van een negatieve kapitaalkostenvergoeding **aan wettelijke rentevoet in burgerlijke en handelszaken** (8.1.3), ook met doorrekening één op één via de distributienettarieven voor exogene kosten.

<sup>21</sup> In de tariefmethodologie zijn balanswaarden op '1/1/XX' of 'begin van het jaar' gelijk aan deze op '31/12/XX-1' of 'einde van het voorgaande jaar'.

### 8.2.1.3 Uitwerking in formules

In formulevorm wordt de kapitaalkostenvergoeding voor een regulatorisch saldo op de balans van de distributienetbeheerder geschreven zoals in formule 12:

$$FK_{RS-ex,j,i} = RS_{ex,31/12/j-1,i} \times r_{w,j}$$

formule 12

Met hierin:

$FK_{RS-ex,j,i}$  De financieringskostenvergoeding in jaar  $j$ , positieve of negatieve waarde, van het regulatorisch saldo voor exogene kosten van distributienetbeheerder  $i$ , voor doorrekening aan de distributienetgebruikers via de periodieke distributienettarieven voor exogene kosten. (EUR)

$RS_{ex,31/12/j-1,i}$  Het regulatorisch saldo exogene kosten van distributienetbeheerder  $i$  op datum van 31/12/j-1 op de actiefzijde, aan positieve waarde, of de passiefzijde, aan negatieve waarde, van de balans. (EUR)

$r_{w,j}$  De wettelijke rentevoet van jaar  $j$ , zoals gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad. (%)

## 8.2.2 Regulatorisch Saldo i.v.m. niet-exogene kosten: volumeverschillen

### 8.2.2.1 Positief regulatorisch saldo i.v.m. niet-exogene kosten: volumeverschillen

De aanpak voor de regulatorische saldi uit volumeverschillen ten gevolge verschillen in werkelijke en toegelaten inkomsten uit periodieke distributienettarieven voor niet-exogene kosten met tariefdragers die gerelateerd zijn aan het energieverbruik (kWh, kW, kVarh en kVA), is gelijk met deze voor het regulatorisch saldo voor exogene kosten (8.2.1) en het regulatorisch actief/passief (8.1). De VREG zal dus voor op actiefzijde van de balans geactiveerde regulatorische saldi van de volumeverschillen een financieringskostenvergoeding voorzien op basis van de **wettelijke rentevoet in burgerlijke en handelszaken**. Het gaat hier immers opnieuw over een betalingsachterstand van de klanten t.o.v. de distributienetbeheerder en waarbij de VREG garandeert dat de distributienetbeheerder deze kapitaalkost via zijn distributienettarieven zal recupereren, door inning van deze financieringskostenvergoeding via de distributienettarieven voor exogene kosten.

### 8.2.2.2 Negatief regulatorisch saldo i.v.m. niet-exogene kosten: volumeverschillen

De VREG voorziet een negatieve financieringskostenvergoeding voor een regulatorisch saldo voor niet-exogene kosten m.b.t. de volumeverschillen op de passiefzijde van de balans eveneens op basis van de wettelijke rentevoet in burgerlijke en handelszaken. De situatie is immers identiek als deze van het regulatorisch saldo voor exogene kosten (8.2.1) en het regulatorisch actief/passief (8.1), ook met doorrekening van deze financieringskostenvergoeding één op één via de distributienettarieven voor exogene kosten.

### 8.2.2.3 Uitwerking in formules

In formulevorm wordt de kapitaalkostenvergoeding voor het regulatorisch saldo voor volumeverschillen m.b.t. inkomsten uit periodieke distributietarieven voor niet-exogene kosten, tariefdragers kWh, kW, kVarh en kVA, op de balans van de distributienetbeheerder geschreven zoals in formule 13:

$$FK_{RS-nex,j,i} = \left( \frac{RS_{nex,31/12/j-1,i} + RS_{nex,31/12/j,i}}{2} \right) \times r_{w,j}$$

formule 13

Met hierin:

$FK_{RS-nex,j,i}$  De financieringskostenvergoeding in jaar  $j$ , positieve of negatieve waarde, van het regulatorisch saldo uit de volumeverschillen m.b.t. de inkomsten uit de periodieke distributietarieven voor niet-exogene kosten met tariefdragers kWh, kW, kVarh en kVA van distributienetbeheerder  $i$ , voor doorrekening aan de distributienetgebruikers via de periodieke distributietarieven voor exogene kosten. (EUR)

$RS_{nex,31/12/XX,i}$  Het regulatorisch saldo uit de volumeverschillen m.b.t. de inkomsten uit de periodieke distributietarieven voor niet-exogene kosten met tariefdragers kWh, kW, kVarh en kVA van distributienetbeheerder  $i$  op zijn balans op datum van 31/12/XX op de actiefzijde, aan positieve waarde, of op de passiefzijde, aan negatieve waarde. (EUR)

$r_{w,j}$  De wettelijke rentevoet van jaar  $j$ , zoals gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad. (%)

## 9 De gewogen gemiddelde kapitaalkost of wacc

### 9.1 Nominale wacc

De formule om een nominale rente te onderscheiden van een reële rente is de volgende:

$$(1 + r_{\text{nominiaal}}) = (1 + r_{\text{reëel}}) \times (1 + i_{\text{inflatie}})$$

formule 14

Binnen de voorgestelde tariefmethode wordt de kapitaalkost in formule 1 berekend met de nominale wacc, omdat de RAB niet jaarlijks voor inflatie wordt geïndexeerd.

### 9.2 Formule van de wacc

De nominale gewogen gemiddelde kapitaalkost (of wacc) wordt als volgt berekend:

$$wacc = k_{EV} \times (1 - g) + k_{VV} \times g$$

formule 15

Met hierin:

$wacc$	De gewogen gemiddelde kapitaalkost (%).
$k_{EV}$	De kost van het eigen vermogen (%).
$k_{VV}$	De kost van het vreemd vermogen (%).
$g$	De gearing, of de verhouding (/):

$$g = \frac{\text{vreemd vermogen}}{\text{vreemd vermogen} + \text{eigen vermogen}}$$

formule 16

### 9.3 Kost van het eigen vermogen

#### 9.3.1 CAPM

De VREG hanteert voor de berekening van de kost van het eigen vermogen de formule van het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Ze wordt wereldwijd standaard gebruikt door regulatoren om de kost van het eigen vermogen in te schatten.

De VREG beseft dat er alternatieve methoden bestaan maar deze zijn niet zo goed of praktisch toepasselijk als het CAPM. Het CAPM heeft een sterke theoretische basis en de relatieve eenvoud van het model biedt de regulator de mogelijkheid zijn berekening op consistente en transparante wijze op te maken. Het feit dat de methode sinds haar ontstaan midden de jaren 60 nog steeds veel wordt



toegepast en dit ondanks kritische empirische studies en turbulente marktperiodes, kan als een indicatie van haar sterkte beschouwd worden.

Het CAPM is een model waarbij de rendementseis voor een bepaald actief wordt gelinkt met het systematisch risico van het actief. De redenering is dat een investeerder voor wat betreft de specifieke risico's eigen aan één bedrijf of sector, hij deze door diversificatie in meerdere activa kan neutraliseren. Een specifieke nadelige gebeurtenis in één onderneming wordt daarbij opgevangen door een specifiek gunstige gebeurtenis in een andere.

Het CAPM in zijn theoretische vorm:

$$r_a = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

*formule 17*

Met hierin:

$r_a$	het geëiste rendement op het actief
$r_f$	de risicovrije rente, d.i. het rendement vereist voor een risicoloos actief
$r_m$	het rendement van de markt in zijn geheel
$\beta$	de bèta, die een maat is voor de correlatie tussen het rendement van het betreffende actief en van de markt in zijn geheel.

Concreet wordt voor  $r_m$  en  $\beta$  het theoretische concept van de globale markt benaderd door het praktische concept van de rendementen en waarden van de aandelen op de aandelenbeurzen. De formule wordt dan voor wat betreft de kost van het eigen vermogen:

$$k_{EV} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta_{EV}$$

*formule 18*

Met hierin:

$k_{EV}$	het geëiste rendement op het eigen vermogen (%)
$r_f$	de risicovrije rente, d.i. het rendement vereist voor een risicoloos actief (%)
$r_m$	het verwachte rendement van de aandelenmarkt uit het rendement van een perfect gediversifieerde portefeuille aan aandelen; het verschil met de risicovrije rente ( $r_m - r_f$ ) wordt de marktrisicopremie genoemd (%)
$\beta_{EV}$	de bèta voor het eigen vermogen, die een maat is voor de correlatie tussen het rendement van het eigen vermogen en dat van de markt in zijn geheel. (/)

### **9.3.2 Risicovrije rente**

Men neemt algemeen aan dat men de beste benadering voor de risicovrije rente bekomt door observatie van de rendementen op overheidsschulden.

In het verleden werd de risicovrije rente aan de CREG bij KB als volgt opgelegd<sup>22</sup>:

*"Een risicovrije rente die elk jaar wordt bepaald op basis van het gemiddelde werkelijke rendement van de tijdens dat jaar door de Belgische overheid uitgegeven OLO<sup>23</sup>-obligaties met een looptijd van tien jaar. Als referentie wordt het gemiddelde werkelijke rendementspercentage genomen dat gepubliceerd wordt door de Nationale Bank van België, meer bepaald het op basis van de daggegevens berekend gemiddeld referentietarief van de lineaire obligaties, berekend op basis van het rendement van Belgische leningen op de secundaire markt."*

De VREG wenst nu na te gaan of deze benadering kan aangehouden worden.

#### *Looptijd obligatie*

De keuze voor obligaties met resterende looptijd van **10 jaar** lijkt aanvaardbaar. Het is een looptijd die vaak wordt gekozen door andere regulatoren binnen hun economische regulering.

Onder een normale rentecurve neemt de rente toe van korte looptijd naar lange looptijd. Dit heeft o.a. te maken met het verhoogde inflatie- en defaultrisico waarvoor de investeerder een extra vergoeding wil wanneer hij zijn kapitaal afstaat voor langere tijd. Een obligatie met een kortere looptijd draagt dus minder risico en zou een betere benadering voor de risicovrije rente kunnen zijn maar is echter volatieler (volgens de huidige conjunctuur en vooruitzichten) en daarom minder bruikbaar binnen een reguleringsperiode die loopt over een aantal jaren. Obligaties met looptijden langer dan 10 jaar dragen niet alleen wat meer risico maar worden normaal minder verhandeld, wat leidt tot een bijkomende premie bovenop de risicovrije rente.

#### *Beschouwde periode*

In principe zou men kunnen stellen dat, aangezien het CAPM een verwacht rendement geeft op het ogenblik van de investering, men best zou kunnen werken met de ogenblikkelijke rentevoeten (spotrates) als beste benadering voor de risicovrije rente in de toekomst. In het verleden (bv. 2011) heeft men echter kunnen vaststellen dat de rentevoet van de OLO op 10 jaar tijdelijk zeer volatiel kan zijn. Het lijkt de VREG daarom raadzaam om niet naar de ogenblikkelijke waarde te kijken maar rekening te houden met de hoogte en de evolutie van de rentevoeten van de obligaties op 10-jaar in de **laatste 2 jaar**.

De VREG is geen voorstander van het gebruik van forward rates. Deze rentes kunnen afgeleid worden uit de spotrentes, of anders gesteld, de spotrates bevatten deze forward rates. Door gebruik te maken van de historische spotrates over de laatste 2 jaar, bevat de analyse dus al bepaalde informatie over de forward rates. De VREG meent dat men niet te veel belang mag hechten aan forward rates omdat ze in de financiële wereld niet gekend staan als goede voorspellers van de toekomstige spot rates<sup>24</sup>.

#### *Nationaliteit van de obligaties*

In de nasleep van de financiële crisis van 2008 stegen de rentes op staatspapier van bepaalde Europese landen tot hoogtes die men niet zou verwachten indien het ging over risicoloze overheidsobligaties. De rentes die men waarnam bevatten duidelijk een premie voor het risico op

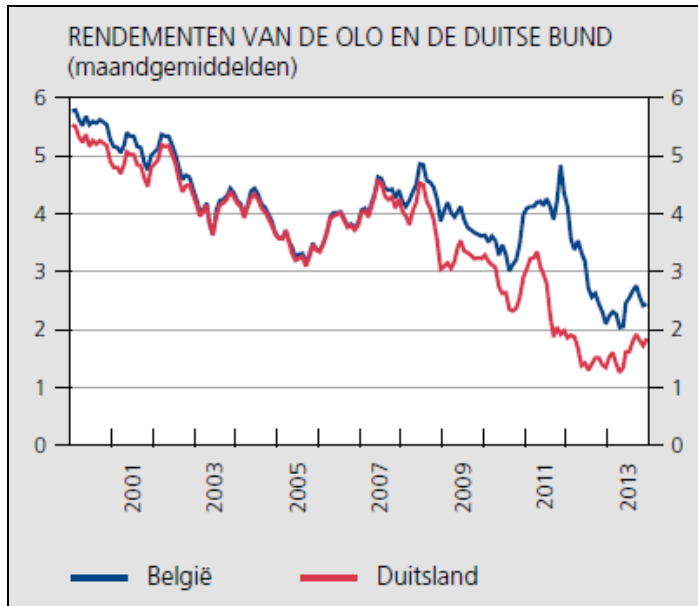
<sup>22</sup> O.a. Koninklijk besluit van 2 september 2008 betreffende de regels met betrekking tot de vaststelling van en de controle op het totaal inkomen en de billijke winstmarge, de algemene tariefstructuur, het saldo tussen kosten en ontvangsten en de basisprincipes en procedures inzake het voorstel en de goedkeuring van de tarieven, van de rapportering en kostenbeheersing door de beheerders van distributienetten voor elektriciteit.

<sup>23</sup> Lineaire obligatie.

<sup>24</sup> F. Fabozzi, F. Modigliani, F. Jones, M. Ferri, Foundations of financial markets and institutions (3<sup>rd</sup> edition), Prentice Hall, p. 230.

wanbetaling door de overheid van het land. Dit geeft aan dat een zekere voorzichtigheid is aangewezen in het gebruik van overheidsobligaties als benadering voor de risicovrije investering, nl. bij de keuze van het land dat het schuldpapier uitgaf.

Binnen de eurozone wordt Duitsland aanzien als het land met een laag, mogelijk het laagste, risico op wanbetaling. In Figuur 5 worden de historische rendementen van de Belgische 10 jaar OLO vergeleken met deze van Duitsland.<sup>25</sup>



**Figuur 5 Rendementen van Belgische en Duitse staatsleningen op 10 jaar**

Uit de grafiek blijkt dat de rentes van het Belgisch en Duits staatspapier op 10 jaar bijna gelijk liepen tot aan de financiële crisis. Na de crisis in 2008 steeg de rente op Belgisch papier en bedroeg het verschil begin 2012 even bijna 3 procent. Nadien nam het verschil af tot ca. 0,6 %. De spread sinds 2008 toont aan dat de actoren in de kapitaalmarkt een verhoogd risico zien in Belgisch staatspapier. Anderzijds is het ook mogelijk dat er in onzekere tijden een voorkeur bestaat bij investeerders voor verondersteld veiliger Duits staatspapier, wat de rente ervan bijkomend gedrukt heeft.

De VREG is van oordeel dat hij het landenrisico niet volledig kan uitsluiten in de bepaling van de risicovrije rente op basis van staatsobligaties. Er blijkt een verband te bestaan tussen de kredietwaardigheid van de Vlaamse distributienetbeheerders en deze van de Vlaamse overheid<sup>26</sup>, die op zijn beurt in verband blijkt te staan met de kredietwaardigheid van de Belgische overheid<sup>27</sup>.

Op basis van deze gegevens geeft de VREG de voorkeur aan een evenwichtig gebruik van de **Duitse** en de **Belgische** 10-jaarsrente als vergelijkingsbasis t.o.v. de risicovrije rente

### Conclusie

In Tabel 6 worden de daggemiddelde waarden vermeld voor de periode 18/6/2012 tot en met 17/6/2014.

<sup>25</sup> Nationale Bank van België, [Verslag 2013](#), Economische en financiële ontwikkelingen, overheidsfinanciën, p. 177.

<sup>26</sup> Moody's, 'Rating Action: Moody's changes outlook on Eandis's A1 rating to stable from negative; ratings affirmed', ratings rationale, 13 maart 2014.

<sup>27</sup> S&P's, Outlook On Belgium's Community of Flanders Revised To Stable After Same Action On Sovereign; 'AA/A-1+' Ratings Affirmed, 7 maart 2014

**Tabel 6 Rentevoeten op obligaties**

Gemiddelde rentevoet op basis van de dagwaarden	Over de laatste 2 jaar 18/6/12-17/6/14
Duitse Bund 10 jaar <sup>28</sup>	1,6%
Belgische OLO 10 jaar <sup>29</sup>	2,4%
Gemiddelde	2,0%

Uit het gemiddelde van deze vier data komt de VREG tot een aanname van **2,0%** voor de risicovrije rente in het CAPM voor de volgende reguleringsperiode.

### 9.3.3 Marktrisicopremie

In de formule van het CAPM is de marktrisicopremie het verschil tussen het verwachte rendement van de markt in zijn geheel ten opzichte van het rendement van een risicovrije belegging. Zoals vermeld (par. 9.3.1) neemt de VREG het rendement op de aandelenmarkt als benadering voor het theoretische concept van de globale markt. De marktrisicopremie is dan het extra rendement dat investeerders eisen voor een perfect gediversifieerde belegging in risicodragende aandelen ten opzichte van een belegging in risicoloos veronderstelde overheidsobligaties.

#### 9.3.3.1 Tarieven-KB's 2008

In de vorige tariefmethodologie volgens de tarieven-KB's van 2008 werd de marktrisicopremie door de Belgische Overheid op een waarde van 3,5% gezet. De VREG heeft geen informatie gevonden die aangaaf waarop deze waarde werd gebaseerd.

#### 9.3.3.2 Historische gegevens

Een door regulatoren veel gebruikte bron van data m.b.t. de marktrisicopremie is de data van Dimson, Marsh en Staunton (DMS). De historische rendementen zijn beschikbaar over een lange periode, waardoor men tijdelijke effecten en hoge volatiliteit op de rendementen door o.a. recessies, financiële crisissen en periodes van hoogconjunctuur maximaal kan uitvlakken. Alhoewel de historische rendementen geen garantie bieden voor de toekomstige, is het volgens de VREG een zeer objectieve, stabiele en transparante werkwijze.

Uit de beschikbare data betreffende de marktrisicopremie kan men kiezen tussen het meetkundig en het rekenkundig historische gemiddelde rendement. Voor elk van deze rendementen zijn er argumenten om het als enige te weerhouden. De VREG ziet geen bepaald overwicht voor één van de rentes en verkiest, naar analogie met de benadering van de Nederlandse toezichthouder ACM, een positie tussenin en wenst de premie te benaderen uit de som van 1/2 van het rekenkundig gemiddelde en 1/2 van het meetkundig gemiddelde.

De VREG meent dat hij mag veronderstellen dat een investeerder tegenwoordig een ruime keuze heeft uit aandelen van goed toegankelijke aandelenmarkten. Omdat de Vlaamse distributienetbeheerders zijn gesitueerd in België, ligt de focus op de aandelen van Europese bedrijven in de eurozone. Voor de keuze van de aandelenmarkten moet er een overeenstemming zijn met de

<sup>28</sup> Bron: Deutsche Bundesbank.

<sup>29</sup> Bron: Nationale Bank van België.

markten die zullen gebruikt worden ter bepaling van de bèta in de formule van het CAPM (par. 9.3.5). De VREG verkiest daarom gebruik te maken van de marktrisicopremies zoals vermeld in de data van DMS voor de Europese landen in de eurozone en gewogen voor hun marktkapitalisatie. De berekening volgt in Tabel 7.

**Tabel 7 Berekening marktrisicopremie**

Land (eurozone)	Marktrisicopremie 1900-2013 <sup>30</sup>		Marktkapitalisatie 31/12/2012 in US Dollar <sup>31</sup>
	Meetkundig gemiddelde	Rekenkundig gemiddelde	
België	2,4%	4,5%	\$ 300.058.176.061,58
Duitsland	5,3%	8,7%	\$ 1.486.314.805.537,24
Finland	5,3%	8,9%	\$ 158.686.739.381,46
Frankrijk	3,2%	5,5%	\$ 1.823.339.266.082,49
Ierland	2,6%	4,6%	\$ 109.013.968.937,50
Italië	3,4%	6,8%	\$ 480.452.646.400,00
Nederland	3,4%	5,7%	\$ 651.004.474.344,07
Oostenrijk	2,9%	22%	\$ 106.036.783.124,59
Portugal	3,0%	7,7%	\$ 65.529.643.851,65
Spanje	2,2%	4,2%	\$ 995.094.819.456,00
Gewogen gemiddelde	3,6%	6,5%	
Aanname weging VREG	1/2	1/2	
Puntschatting	<b>5,1%</b>		

### 9.3.3.3 Ex-ante marktrisicopremie

Voor de inschatting van de hoogte van de marktrisicopremie in de volgende reguleringsperiode zou men ook gebruik kunnen maken van verwachtingen omtrent de toekomstige marktrisicopremie ('forward looking'). Het CAPM dient immers om een representatief door investeerders geëist rendement te bepalen. De ex-ante informatie kan helpen om de marktrisicopremie bepaald op basis van historische gegevens af te toetsen.

De VREG wenst bij voorkeur geen gebruik te maken van voorspellingen via enquêtes onder investeerders. Het is mogelijk dat deze beïnvloed worden door een vooringenomenheid bij de geconsulteerde partijen omwille van het persoonlijk voordeel dat zij kunnen halen uit de invloed van het onderzoek op de regulator. De resultaten van dergelijke onderzoeken zijn bovendien niet steeds eenduidig zodat de regulator uiteindelijk opnieuw een eigen beslissing moet maken.

De Nederlandse regulator ACM liet omtrent het gebruik van ex-post en ex-ante marktrisicopremies een onderzoek<sup>32</sup> uitvoeren. Volgens het onderzoek vormen de langjarige historische gemiddelden een stabiel anker om verwachte rendementen voor de toekomst op te baseren<sup>33</sup>. Het onderzoek stelt dat de historische gemiddelde marktrisicopremie tot een overschatting zou leiden van het geëiste rendement. Dit zou verklaard worden door een afgenomen risicoaversie bij beleggers in de tijd, een gevolg van een betere spreiding van hun risico's uit een grotere diversificatie van hun portofolio, mogelijk gemaakt door de technologische ontwikkelingen. Wegens de betere diversificatie werd aldus het deel van het risico dat voorheen niet-diversifieerbaar was, dat nu wel. Dit zou betekenen dat de historische marktrisicopremie volgens DMS neerwaarts gecorrigeerd dient te worden. Daartegenover kenden de Europese financiële markten in enkele van de voorgaande jaren een zeer turbulente

<sup>30</sup> Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2014, E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, Table 10 p.28

<sup>31</sup> Standard & Poor's, Global Stock Markets Factbook and supplemental S&P data via data.worldbank.org.

<sup>32</sup> Brattle, Calculating the Equity Risk Premium and the Risk-free rate, 26 november 2012, www.acm.nl

<sup>33</sup> A.C.M., Uitwerking van de methode voor de WACC, bijlage bij methodebesluiten 2014-2016, p. 16.

periode (financiële crisis en eurocrisis) zodat investeerders omwille van dit verhoogd risico sindsdien opnieuw hogere risicopremies kunnen vragen. Een recente publicatie van KPMG<sup>34</sup> schat de huidige marktrisicopremie op 6% op basis van een discounted cash flow model. De premie van KPMG lag sinds 2002 rond de 5% of lager. Hij bereikte een piek in de periode 2008-2009 en zit sinds 2010 in een dalende trend. Zoals KPMG in zijn document zelf aangeeft, is het resultaat uit de door KPMG gehanteerde methode gevoelig voor de onderliggende aannames. De data m.b.t. de toekomstige voorspellingen die in de oefening worden gebruikt, kunnen beïnvloed zijn door het moment in de economische cyclus waarop de berekening plaatsvond. Dezelfde opmerking betreft de gevoeligheid voor de aannames kan gemaakt worden voor de variante methode van het dividend groeimodel. Deze en andere methoden zijn in de reguleringspraktijk meer geschikt als plausibiliteitstoets op de CAPM-uitkomsten.

De VREG stelt dus vast dat er twee tegengestelde factoren zijn die een invloed hebben op de hoogte van de marktrisicopremie maar waarvan het niet mogelijk is om ze kwantitatief correct te bepalen. Stabiliteit, voorspelbaarheid en afwezigheid van volatiliteit zijn belangrijk in een economische regulering. De VREG verkiest daarom om de voorkeur te geven voor het stabiele anker van de historische rendementen. De gesuggereerde neerwaartse correctie van de historische marktrisicopremie zal de VREG niet toepassen gezien de ex-ante modellen nog wijzen in de richting van een mogelijk hogere waarde. Het aanhouden van de ongecorrigeerde historische marktrisicopremie houdt in feite een verhoging door de VREG in ten gevolge van het in rekening nemen van ex-ante informatie.

De aldus bepaalde marktrisicopremie van de VREG ligt hoger dan de historische marktrisicopremie waarmee de billijke vergoeding van de distributienetbeheerders werd berekend in de tariefmethodologie volgens de tarieven-KB's 2008.

#### 9.3.3.4 Conclusie

Zoals vermeld in voorgaande par. 9.3.3.3 wordt de gesuggereerde neerwaartse bijstelling van het historisch gemiddelde niet toegepast vanuit de tegengestelde informatie m.b.t. de hogere ex-ante marktrisicopremie.

De marktrisicopremie voor de volgende reguleringsperiode is **5,1%**.

De VREG stelt vast dat deze waarde dicht in de buurt van de band van 4½%-5% ligt die door DMS wordt aangeraden als risicopremie voor gebruik in regulering<sup>35</sup>.

#### 9.3.4 Gearing

Om de waarde van de bèta ( $\beta_{EV}$ ) in de formule van het CAPM (formule 11) te bepalen, is het nodig om eerst de waarde van de gearing te bepalen, dit is het aandeel vreemd vermogen ten opzichte van het totale vermogen. Ook in de formule van de wacc (formule 15) wordt de gearing gebruikt om het voor eigen- en vreemd vermogen gewogen gemiddelde rendement te berekenen. De VREG wenst het niveau van gearing vast te stellen op een niveau dat overeenstemt met dat van een distributienetbeheerder die zich op efficiënte wijze financiert.

De theorie van Miller en Modigliani stelt dat de kapitaalstructuur van een onderneming irrelevant is en bijgevolg de wacc gelijk is bij om het even welk niveau van gearing. De klassieke opmerking hierop is dat de invloed van de vennootschapsbelasting wordt genegeerd maar dit is niet van toepassing voor

<sup>34</sup> KPMG, equity market risk premium, research summary, 22 april 2014

<sup>35</sup> E. Dimson, P. Marsh en M. Staunton, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2014, p. 34.

de Vlaamse distributienetbeheerders (zie verder par. 10.3.1). Bij een hogere gearing stijgt het aandeel van goedkoper vreemd vermogen maar dit gaat ten koste van het risico voor de aandeelhouders, dat stijgt. Deze aandeelhouders wensen voor het toegenomen risico een hogere vergoeding te ontvangen. Deze tegengestelde bewegingen zouden volgens een studie elkaar bijna opheffen voor een bedrijf met een A-rating.<sup>36</sup>

Het is raadzaam om bij de bepaling van de vaststelling van de gearing rekening te houden met de beoordelingsmethododes die ratingbureaus hanteren en de wens van de VREG om zich te richten naar een kredietwaardigheid voor de distributienetbeheerders van niveau A<sup>37</sup>.

Één werkmaatschappij onder de Vlaamse distributienetbeheerders bezit momenteel een rating bij ratingbureau Moody's. Het bureau baseerde zich voor de rating op zijn methodologie voor elektriciteits- en gasnetwerken<sup>38</sup>. In deze methodologie is één van de bepalende parameters de verhouding van de netto schuld (d.i. het vreemd vermogen met aftrek van de liquide middelen) ten opzichte van de RAB. De parameter is een benadering voor de gearing<sup>39</sup>. Volgens Moody's heeft deze parameter voor bedrijven met een A-rating een waarde *tussen 45% en 60%*.

De Vlaamse distributienetbeheerders hebben naast hun netwerkactiviteiten ook nog diverse openbaredienstverplichtingen. De kosten voor de opkoop van certificaten zijn aanzienlijk en de recuperatie ervan, alhoewel gegarandeerd in de tariefmethodologie en dus met beperkt financieel risico voor de distributienetbeheerder, lijkt niet mogelijk op zeer korte termijn. De distributienetbeheerders leveren ook elektriciteit en aardgas aan de door de commerciële energieleveranciers gedropte klanten. Het marktaandeel van de distributienetbeheerders onder de energieleveranciers is echter klein. In zekere zin sluit die activiteit aan bij de ratingmethode van Moody's voor nutsbedrijven voor elektriciteit en aardgas<sup>40</sup>. Een bepalende parameter in die methodologie is de ratio van vreemd vermogen t.o.v. het totale vermogen, een benadering voor de gearing voor de RAB. De VREG leidt uit de methodologie af dat de gearing voor overeenstemmende bedrijven<sup>41</sup> met een A-rating ligt *tussen 40% en 50%*.

Uit een onderzoek in 2013 blijkt dat vergelijkbare Europese energienetwerkbedrijven een gewogen gemiddelde gearing hadden van 47%.<sup>42</sup>

De VREG zou in zijn bepaling van de gearing ook kunnen rekening houden met de historiek in de economische regulering van de Vlaamse distributienetbeheerders. In de tarieven-KB's van 2008 werd het eigen vermogen vergoed tot 33% van het gereguleerd actief<sup>43</sup>. Voor het gedeelte meer dan 33% was de vergoeding duidelijk lager. Hieruit zou men kunnen besluiten dat de overheid in het verleden een gearing van minimaal 67% voorop stelde. Dit was in overeenstemming met het standpunt van de

<sup>36</sup> The Brattle Group, The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation, 4 maart 2013, p. 10.

<sup>37</sup> A: investment grade of investeringscategorie, gemiddelde kwaliteit. Aansluitend bij de visie van de CREG in het verleden (zie verder).

<sup>38</sup> Rating Methodology for Regulated Electric and Gas Networks, beschikbaar op [www.moody.com](http://www.moody.com)

<sup>39</sup> Op basis van de jaarrekeningen over 2012 blijken de liquide middelen bij de distributienetbeheerders zeer klein t.o.v. het balanstotaal.

<sup>40</sup> Rating methodology for Regulated Electric and Gas Utilities, beschikbaar op [www.moody.com](http://www.moody.com)

<sup>41</sup> Transmission & Distribution Utility met Lower Business Risk

<sup>42</sup> The Brattle Group, The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation, 4 maart 2013, p. 9.

<sup>43</sup> Voor elektriciteit: Koninklijk besluit van 2 september 2008 betreffende de regels met betrekking tot de vaststelling van en de controle op het totaal inkomen en de billijke winstmarge, de algemene tariefstructuur, het saldo tussen kosten en ontvangsten en de basisprincipes en procedures inzake het voorstel en de goedkeuring van de tarieven, van de rapportering en kostenbeheersing door de beheerders van distributienetten voor elektriciteit, Art. 8 §2.



CREG<sup>44</sup>, die 67% als voldoende beschouwde om de distributienetbeheerders van "hoogwaardige kredietvoorwaarden te laten genieten". De CREG verwees naar een A-rating als doelstelling voor kredietwaardigheid<sup>45</sup>. Als een soort van argumentering werd toen door de toezichthouder ook de gemiddelde waarde van 37,7% eigen vermogen in het totaal vermogen bij niet-financiële ondernemingen, volgens gegevens van de Nationale Bank van België, vermeld. Dat percentage is ondertussen evenwel gestegen tot 48% in 2012<sup>46</sup>. De veronderstelde gearing diende in de tarieven-KB's van 2008 enkel ter bepaling van de kost van het eigen vermogen omdat de kost van het vreemd vermogen integraal werd doorgerekend aan de klanten zoals ze was. De VREG meent dat de distributienetbeheerders bij het begin van de liberalisering een vrij lage gearing hadden en de overheid hen aldus wou stimuleren om de investeringen met meer vreemd vermogen te financieren. De waarde van minimaal 67% is vandaag echter hoger dan het door een ratingbureau als Moody's vooropgestelde niveau van 60% als maximale gearing voor een A-rating. Andere Europese regulatoren hanteren waarden voor de gearing van maximaal 60%<sup>47</sup>. Anderzijds stelt de VREG vast dat bepaalde Vlaamse distributienetbeheerders in de afgelopen jaren inderdaad relatief meer vreemd vermogen zijn gaan bezitten en de richtwaarde van 67% aldus wel effect had.

De VREG concludeert uit de beschikbare informatie dat zuiver voor de netwerkactiviteiten van de distributienetbeheerders een gearing tussen 45% en 60% voor de gewenste kredietwaardigheid aangewezen is. De distributienetbeheerders moeten echter ook voldoen aan bepaalde openbaredienstverplichtingen zoals de levering van elektriciteit en aardgas aan gedropte klanten. Voor netwerkbedrijven met energielevering is een lagere maximale gearing van 50% toepasselijk. Dat niveau ligt volgens onderzoek ook dicht bij het niveau van vergelijkbare energienetwerkbedrijven in andere landen. Daarnaast dient de VREG rekening te houden met het regulatorisch risico wanneer de nieuwe gearing te sterk zou afwijken van de hoge, maximale grens van 67% die in de vorige tariefmethodologie werd vooropgesteld en waarmee dus de Vlaamse distributienetbeheerders in het verleden rekening hielden. Aldus komt de VREG tot een bereik voor de gearing tussen 50 tot 60%. De VREG kiest dan voor het gemiddelde als puntschatting voor de gearing voor een distributienetbeheerder met kredietwaardigheid A die zich efficiënt weet te financieren: **55%**.

Als toets kijkt de VREG naar de actuele niveaus van gearing bij de Vlaamse distributienetbeheerders. Het overzicht wordt gegeven in Tabel 8 en is gebaseerd op de balansende 2012<sup>48</sup>. De gewogen gemiddelde verhouding vreemd vermogen op totaal vermogen in de sector bedroeg toen 53%.

<sup>44</sup> Voor elektriciteit: (B)030618-CDC-218 Richtlijnen met betrekking tot de billijke winstmarge toepasselijk op de transmissie- en de distributienetbeheerders van elektriciteit actief op het Belgische grondgebied, CREG, 18/6/2003.

<sup>45</sup> CREG, Aangepaste richtlijnen m.b.t. het tariefbeleid en m.b.t. de billijke winstmarge in het bijzonder ten aanzien van de beheerder van het nationaal transmissienet voor elektriciteit, p. 6, juni 2001.

<sup>46</sup> Bron: Nationale Bank van België, Belgostat: Niet-financiële ondernemingen - ratio's voor het geheel van de ondernemingen (NACE-BEL).

<sup>47</sup> E&Y, Mapping power and utilities regulation in Europe, 2013; gearing waarden tussen min. 20 en max. 60%.

<sup>48</sup> Voorzieningen en uitgestelde belastingen als vreemd vermogen.



**Tabel 8 Aandeel vreemd vermogen distributienetbeheerders einde 2012**

Distributienetbeheerder	Vreemd vermogen op totaal vermogen 31/12/2012
PBE	29%
Infrax-West	31%
Inter-Energa	35%
Iveg	43%
Imea	53%
Sibelgas	55%
Gaselwest	57%
Iveka	57%
Iverlek	57%
Imewo	61%
Intergem	61%
Sector	53%

### 9.3.5 Bèta

De bèta ( $\beta_{EV}$ ) in de formule van het CAPM (formule 15) geeft aan in hoeverre het rendement van een aandeel mee evolueert met het rendement van de markt. Het toont de blootstelling aan het systematisch risico. Voor een beursgenoteerd bedrijf kan men uit de observaties van de koersbewegingen van het aandeel op de aandelenmarkt zijn bèta berekenen. De bèta is dan afgeleid uit data uit het verleden, waar het CAPM een vergoeding geeft voor de toekomst. Men veronderstelt dat de in het verleden waargenomen bètawarde een goede indicatie is voor de bètawarde in de toekomst.

De aandelen van de Vlaamse distributienetbeheerders zijn niet beursgenoteerd zodat de VREG zich moet baseren op andere gegevens. De VREG wenst daarom de bèta's van vergelijkbare Europese beursgenoteerde bedrijven te bestuderen. De aandelenbèta's worden beïnvloed door de hoeveelheid vreemd vermogen in het bedrijf. Hoe meer vreemd vermogen, hoe groter de aandelenbèta. De VREG veronderstelt 55% gearing (par. 9.3.4). De bèta's worden berekend vanuit de meer stabiele<sup>49</sup> asset bèta's ( $\beta_{asset}$ ) volgens volgende formule, waarin  $T$  gelijk is aan de vennootschapsbelasting<sup>50</sup>.

$$\beta_{EV} = \beta_{asset} \times \left[ 1 + \left( \frac{\text{Vreemd Vermogen} \times (1 - T)}{\text{Eigen Vermogen}} \right) \right] = \beta_{asset} \times \left( 1 + \frac{55}{45} \right)$$

formule 19

De VREG stelt vast dat er geen eenduidige methode bestaat om de bèta voor een volgende reguleringsperiode te bepalen op basis van vergelijkbare bedrijven. Men dient verscheidene aannames te doen (welke bedrijven, welke observaties, over welke periode in het verleden, met welke datafrequentie wordt de evolutie berekend, ten opzichte van welke markt). Onder Europese regulatoren is er geen uniformiteit in de waarde van de bèta van de gereguleerde netwerkbedrijven<sup>51</sup>.

<sup>49</sup> Onder de stelling van Modigliani-Miller m.b.t. de kapitaalstructuur is de asset beta gelijk ongeacht het niveau van gearing.

<sup>50</sup> Benadering door schuldbèta gelijk aan nul te veronderstellen.

<sup>51</sup> EY, Mapping power and utilities regulation in Europe, 2013, p. 13 en 14.

Binnen de reguleringsmethodologie is het van belang te werken op een stabiele en voorspelbare wijze. In tegenstelling daarmee zou men kunnen beweren dat de meest recente data over de bèta's uit koersbewegingen op de beurs in de afgelopen maanden de beste voorspelling zijn voor de bèta's in de volgende maanden en jaren. Binnen de historische waarnemingen voor een bèta, ook voor de sector van nutsbedrijven, stelt men echter een zekere volatiliteit vast, waarbij er toch verschillen kunnen zijn tussen twee kort op elkaar volgende periodes. Dit wijst dus niet in de richting van een stabiele aanpak en toont ook aan dat de meest recente waarden geen garantie bieden op de waarden in de nabije toekomst. Indien de VREG deze benadering zou volgen, introduceert dit een te grote mate van onzekerheid en volatiliteit over de kapitaalkostenvergoeding in de tariefmethodologie. De VREG verkiest daarom de bèta op een stabiele, redelijke en conceptuele wijze te bepalen op basis van redelijk recent beschikbare informatie.

Vanuit theoretisch en intuïtief perspectief is de asset bèta ( $\beta_{asset}$ ) dus een maat voor de wijze waarop het rendement van kapitaal in het bedrijf in zijn geheel varieert met het rendement van de activa in de gehele markt. Als de waarden in de markt stijgen, kan dat wijzen op een periode van hoogconjunctuur. De vraag is dan in hoeverre het rendement op kapitaal in de distributienetbeheerders relatief mee stijgt. Zal het rendement groter (bèta groter dan één) of lager (kleiner dan één) zijn ten opzichte van de markt? De VREG ziet een relatief beperkt verband. Het elektriciteits- en aardgasdistributienet zal steeds moeten onderhouden blijven, ongeacht de periode van economische hoog- of laagconjunctuur. Er lijkt weinig systematisch risico te zitten in de uitbating van het net. Het is wel mogelijk dat er bij hoogconjunctuur meer activiteit is, bijvoorbeeld omdat bedrijven uitbreiden en er meer renovaties en nieuwbouwprojecten zijn, waaruit een toename van de winst (en de waarde van de onderneming) zou kunnen volgen. Deze theoretische benadering leidt aldus tot een positieve asset bèta waarde maar kleiner dan één en misschien eerder dicht bij de waarde nul dan bij de waarde één. De VREG ziet verder geen reden om een verschillende bèta te veronderstellen voor het elektriciteits- en aardgasdistributienetbeheer aangezien beide activiteiten veel gelijkenissen vertonen, ze in Vlaanderen door dezelfde organisaties wordt uitgevoerd en er gewerkt wordt met dezelfde tariefmethodologie.

Wat betreft de bepaling van de asset bèta hebben regulatoren in andere landen reeds verschillende onderzoeken verricht. De Nederlandse toezichthouder baseert zich in zijn laatste beslissing op o.a. een onderzoek uitgevoerd door een consultant<sup>52</sup> en hanteert voor de asset bèta een waarde van 0,35. Op basis van alleen de Europese bedrijven in de eurozone binnen de gebruikte vergelijkingsgroep, is de mediaan voor de asset bèta ook gelijk aan 0,35. De VREG veronderstelt dat de meeste bèta's van de bedrijven uit de vergelijkingsgroep vandaag iets lager liggen dan toen<sup>53</sup>. De VREG merkt hierbij tevens op dat de Nederlandse distributienetbeheerders in tegenstelling tot de Vlaamse distributienetbeheerders worden blootgesteld aan volumerisico. Bij de Vlaamse distributienetbeheerders is het volumerisico zeer klein. Wanneer er minder inkomsten zijn dan verwacht, is er in Nederland dus geen mechanisme dat er voor zorgt dat de distributienetbeheerders de ontbrekende inkomsten alsnog via zijn distributienettarieven kan recupereren. In die zin zijn de Nederlandse distributienetbeheerders aan meer risico blootgesteld en kunnen zij een hogere risicopremie bovenop de risicovrije rente eisen dan de Vlaamse. Omgekeerd ligt het risico voor de Vlaamse distributienetbeheerders dus lager en dit zou een effect op hun risicopremie moeten hebben.

In de omringende landen ligt de asset bèta soms lager dan 0,35. In Duitsland beoordeelt de toezichthouder de asset bèta op een waarde van 0,32 (geen volumerisico bij netbeheerder). In Frankrijk is de waarde 0,33 (geen volumerisico bij netbeheerder) voor elektriciteitsdistributie<sup>54</sup>.

<sup>52</sup> The Brattle Group, The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation, 4 maart 2013

<sup>53</sup> Op basis van een vergelijking van hun aandelenbèta's in de studie en zoals verschaft door Reuters op 23 juni 2014.

<sup>54</sup> Waarden voor Duitsland en Frankrijk uit rapport E&Y, Mapping power and utilities regulation in Europe, 2013

De VREG ziet bijgevolg de band waarbinnen de asset bèta dient gekozen te worden tussen een onderste waarde van 0,32 en een bovenste waarde van 0,34, net onder de waarde van 0,35 die wordt toegepast voor de Nederlandse distributienetbeheerders met een hoger risicoprofiel wegens het veel grotere volumerisico. De VREG stelt de waarde van de asset bèta vast op de waarde van 0,33. Deze waarde ligt op het niveau van de door andere regulatoren gehanteerde waarden. Op basis van formule 19 is de waarde voor de aandelenbèta  $\beta_{EV}$  in de eerstvolgende reguleringsperiode dan gelijk aan **0,73**.

Als toets stelt de VREG vast dat deze waarde ligt tussen de waarden voor de bèta's die werden opgelegd in de tarieven-KB's van 2008, zodat de impact op het regulatorisch risico beperkt is. In de vorige tariefmethodologie volgens de tarieven-KB's van 2008 werden de bèta's vastgesteld op 0,65 voor elektriciteitsdistributie en 0,85 voor aardgasdistributie. De VREG stelt ook vast dat deze bèta hoger is dan deze van de transmissienetbeheerder Elia maar merkt op dat de tariefmethodologie voor Elia meer een rendementsregulering is met bijgevolg minder risico voor de onderneming.

### 9.3.6 Kost eigen vermogen

De kost van het eigen vermogen voor de volgende reguleringsperiode wordt aldus berekend in Tabel 9.

**Tabel 9 Kost eigen vermogen**

Kost eigen vermogen Onderdeel	Waarde	Referentie
Risicovrije rente	2,0%	9.3.2
Asset bèta	0,33	9.3.5
Gearing	0,55	9.3.4
Eigen vermogen bèta	0,73	9.3.5
Marktrisicopremie	5,1%	9.3.3
Kost eigen vermogen	5,7%	formule 18

De kostenvoet voor het eigen vermogen in de volgende reguleringsperiode bedraagt **5,7%**.

## 9.4 Kost van het vreemd vermogen

### 9.4.1 Weging heden en verleden

Voor de berekening van de kost van het vreemd vermogen kan een regulator principieel de plaats innemen van de nieuwkomer onder de ondernemingen (zie ook par. 3.2). Hij kan in dat geval kijken naar de ogenblikkelijke kost van een efficiënte financiering met vreemd vermogen op korte en lange termijn en dit dan toepassen in zijn regulering. Door deze aanpak bootst de regulator een sterk competitieve omgeving voor de distributienetbeheerders na en is er voor hen dan ook een sterke prikkel tot kostenefficiëntie. Deze aanpak wordt o.a. toegepast door de Nederlandse toezichthouder voor de regionale netbeheerders.

De VREG is van oordeel dat het werken vanuit de positie van de nieuwkomer noodzakelijk kan zijn om de netbeheerders inderdaad aan te zetten tot een efficiënte werking en financiering. Daarentegen wenst de VREG rekening te houden met volgende belangrijke aspecten:

1. Ten eerste volgt de tariefmethodologie van de VREG in de tijd op de tariefmethodologieën die voordien werden toegepast (de laatste tariefmethodologie opgelegd vanuit de tarieven-KB's van 2008). Hierin werden de werkelijke kapitaalkosten van de distributienetbeheerders voor het aanhouden van vreemd vermogen ("embedded debt") doorgerekend in de distributienettarieven. De distributienetbeheerders hebben op basis daarvan in het verleden hun schuldenportefeuille opgebouwd en de VREG verwacht dat ze normaal geen uitgebreide ervaring hebben met het op regelmatige tijdstippen herfinancieren van hun bestaande schulden. Een scherpe breuk met dit verleden kan een invloed hebben op het regulatorisch risico in de ogen van de kapitaalverschaffers.
2. Ten tweede hebben de meeste activa in een distributienet een economische levensduur van meerdere, soms tientallen, jaren. De distributienetbeheerders doen, overeenkomstig de gouden balansregel, dan ook vaak een beroep op leningen op lange termijn. Indien de VREG voor de financieringskost enkel de positie van de nieuwkomer zou beschouwen, zouden de distributienetbeheerders de leningen op lange termijn telkens, aan het begin van een nieuwe reguleringsperiode, moeten herfinancieren. Deze werkwijze zou eventueel nieuwe kosten voor vervroegde kapitaalaflossingen kunnen genereren. De distributienetbeheerders zullen bij het afsluiten van nieuwe schulden in de toekomst wel beter rekening kunnen houden met de optie van vervroegde kapitaalsaflossing.
3. Ten derde, indien per begin van een nieuwe reguleringsperiode wordt gerekend met een zuivere ex-ante financieringskostenvergoeding voor vreemd vermogen, wordt misschien geen of onvoldoende rekening gehouden met gebeurtenissen in de financiële markten die gedurende een reguleringsperiode hebben plaatsgevonden en een invloed hadden op de financieringskost van de distributienetbeheerder. De VREG denkt hierbij aan de tijdelijk hogere rentevoeten tijdens de financiële crisis in 2008-2009, die voordien niet door een regulator konden voorspeld worden en anderzijds nadien door een regulator in een ex-ante oefening beschouwd kunnen worden als behorende tot het verleden. Aldus zou met dergelijke gebeurtenissen misschien te weinig rekening gehouden worden in een tariefmethodologie. De distributienetbeheerder kan dan geconfronteerd worden met een deel financieringskost uit die crisisperiode die noch voordien noch nadien door een regulator voldoende in rekening wordt genomen.

Aldus meent de VREG dat de kost van vreemd vermogen nu dient opgebouwd te worden vanuit een efficiënte financiering in de positie van de nieuwkomer maar ook rekening houdend met de kostenefficiënte financiële schulden van de netbeheerders uit het verleden.

De VREG wenst de efficiënte financieringskost via vreemd vermogen aldus op te bouwen uit enerzijds de huidige marktomstandigheden en anderzijds de historische, als maat voor de bestaande leningen aangegaan door de distributienetbeheerders.

Wat betreft de weging tussen heden en verleden kan gekeken worden naar de ouderdom van de bestaande lange termijnleningen en de lengte van de reguleringsperiode. Voor wat betreft de ouderdom van de bestaande lange termijnleningen van de distributienetbeheerders gebruikt de VREG een robuuste benadering gebaseerd op de situatie einde 2012<sup>55</sup> (Tabel 10).

<sup>55</sup> Bron: Jaarrekeningen distributienetbeheerders boekjaar 2012 in de balanscentrale van de Nationale Bank van België.

Tabel 10 Benadering lange termijn leningen

Balans 31/12/2012 Distributienetbeheerder	schulden op meer dan één jaar (1)	Schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen (2)	Lange termijnleningen (1)+(2) gedeeld door ("jaarlijkse") aflossing (2)
Gaselwest	835.455.917 €	164.917.668 €	6,1
Imea	279.509.703 €	63.348.745 €	5,4
Imewo	959.764.033 €	121.666.848 €	8,9
Infrac-West	94.429.984 €	10.712.598 €	9,8
Inter-Energa	230.624.037 €	19.109.192 €	13,1
Intergem	402.613.890 €	84.509.199 €	5,8
Iveg	71.229.742 €	5.964.497 €	12,9
Iveka	545.963.595 €	92.396.974 €	6,9
Iverlek	752.721.676 €	115.538.437 €	7,5
PBE	23.583.954 €	1.968.981 €	13,0
Sibelgas	83.296.085 €	17.488.371 €	5,8
Gemiddelde			8,6
Totaal	4.279.192.616 €	697.621.510 €	7,1
Aanname door VREG			8,0

In de benaderende maar vrij aanneembare veronderstelling van continuïteit dat elk jaar een zelfde bedrag aan kapitaal wordt afgelost en een zelfde nieuw kapitaal op lange termijn wordt opgenomen, volgt uit de observaties in Tabel 10 (formule 20):

$$8 = \frac{\text{lange termijn leningen}}{\text{aflossing } g} = \frac{1 + 2 + \dots + n_{\text{jaar}}}{1 \times n_{\text{jaar}}} = \frac{1 + 2 + 3 + \dots + 15}{15} = \frac{120}{15}$$

formule 20

De VREG meent dat de periode van 15 jaar een goede vertrekbasis is in de verdere redenering. De lengte ligt tussen de lengte van de langetermijnleningen van 20 en 10 jaar die de VREG heeft teruggevonden in jaarverslagen van distributienetbeheerders. Uiteraard hangt het moment van de foto van Tabel 10 af van de historische financieringspolitiek en -strategie van een onderneming. De waarden in Tabel 10 hebben voor de VREG dan ook niet als doel om een regulering uit te werken op maat van die ogenblikkelijke schulden maar dienen als een basis om de aannemelijke veronderstelling van 15 jaar als onderdeel in een motivering naar een uiteindelijke formule voor de financieringskostenvergoeding te kunnen ondersteunen.

De jaarlijkse opnames en aflossingen van kapitaal worden aldus weergegeven in Tabel 11. Hierbij kan opgemerkt worden dat het bedrag van de opgenomen leningen jaarlijks met de inflatie zou kunnen toenemen omwille van de duurder wordende investeringen. Dit wordt hier nu niet gedaan, zodat de tabel een onderschatting is van de weging van het kapitaal in een nieuwe reguleringsperiode.

**Tabel 11 Weging aflossing lange termijn leningen**

Jaar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	weging	
1	15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1				340	
2		15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1				
3			15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1			
4				15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1		
5					15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2		
6						15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3		
7							15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4		
8								15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5		
9									15	14	13	12	11	10	9	8	7	6		
10										15	14	13	12	11	10	9	8	7		
11											15	14	13	12	11	10	9	8		
12												15	14	13	12	11	10	9		
13													15	14	13	12	11	10		
14														15	14	13	12	11		
15															15	14	13	12	140	
16																15	14	13		
17																	15	14		
18																		15		

Vervolgens kan dus de weging bepaald worden tussen de historische rentevoet voor de kost van het vreemd vermogen en de rente voor de nieuwe financiële schulden in de volgende reguleringsperiode. De VREG veronderstelt een standaard reguleringsperiode van vier jaar. De eerstkomende reguleringsperiode 2015-2016 zal uiteraard korter zijn, maar toch wenst de VREG de aldus bekomen verhouding (zie verder in formule 21) te behouden, omdat hij deze waarde beschouwt als een grenswaarde voor wat betreft de invloed van de schulden uit het verleden, teneinde de efficiëntie te stimuleren, ook rekening houdend met het feit dat er een verminderde prikkel tot het behalen van efficiëntiewinsten is voor de ondernemingen in de kortere reguleringsperiode<sup>56</sup>.

Op basis van Tabel 11 zou over een reguleringsperiode van vier jaar gemiddeld ongeveer 29% ( $140/(140+340)$ ) van het af te lossen kapitaal afkomstig zijn van nieuwe leningen.

Zoals reeds vermeld wordt in de Tabel 11 geen rekening gehouden met inflatie. Hierdoor zou het gewicht van de latere leningen zwaarder doorwegen, naargelang de sterkte van de inflatie in die periode. Meer belangrijk is volgens de VREG echter het feit dat het gewicht van de oudere leningen jaarlijks afneemt, omdat het kapitaal al voor een belangrijk deel werd afgelost door de distributienetbeheerder. De gemiddeld gewogen rentevoet zal dan eerder bepaald worden door de rentes uit het recentere verleden. In de volgende paragraaf 9.4.2 zal de rentevoet voor het verleden, overeenkomstig de looptijd voor de risicoloze rente in de vergoeding voor het eigen vermogen (par. 9.3.2), worden berekend als een gemiddelde rentevoet over de laatste 10 jaar. Omdat dit geen gewogen gemiddelde rentevoet is waarbij de recentere rentes een groter gewicht krijgen en omwille van het ontbrekende effect van inflatie, verhoogt de VREG het aandeel van de nieuwe rente van 29% naar 40%. De VREG wenst de kost van het vreemd vermogen  $k_W$  voor de volgende reguleringsperiode bijgevolg als volgt te berekenen:

<sup>56</sup> Omdat de winsten van de distributienetbeheerder uit zijn kostenbesparingen sneller kunnen worden afgeroomd door verwerking van die kostenbesparingen in de distributienettarieven van de snel daaropvolgende reguleringsperiode, is de distributienetbeheerder minder geneigd om veel efficiëntiewinsten te genereren.

$$k_{VV} = \frac{4}{10} \times k_{VV}^{huidig} + \frac{6}{10} \times k_{VV}^{verleden}$$

formule 21

### 9.4.2 Componenten van de kost van vreemd vermogen

Voor de bepaling van de kost van het vreemd vermogen verkiest de VREG te werken met een gecombineerde waarde bestaande uit de risicovrije rente en een renteopslag.

$$k_{VV} = r_f + r_{opslag\_VV} + r_{transactie\ kost}$$

formule 22

Hierbij is

$k_{VV}$	De kapitaalkost van het vreemd vermogen (%).
$r_f$	De risicovrije rente (%).
$r_{opslag\_VV}$	De rentepremie voor het risico van vreemd vermogen (%).
$r_{transactiekost}$	De renteopslag (%) voor de verwerking van de transactiekosten die de schuldenaar heeft bij het opnemen van de schuld.

#### 9.4.2.1 Risicovrije rente

##### 9.4.2.1.1 Heden

De risicovrije rente voor de volgende reguleringsperiode werd reeds bepaald onder par. 9.3.2 (2,0%).

##### 9.4.2.1.2 Verleden

Voor de bepaling van de huidige risicovrije rente voor de schulden van de distributienetbeheerder uit het verleden, wordt de beschouwde periode uitgebreid tot de voorbije 10 jaar. Er wordt opnieuw gerekend met het gemiddelde over de afgelopen 10 jaar van de dagrentes op een Belgische OLO en een Duitse Bund met resterende looptijd van 10 jaar

**Tabel 12 Gemiddelde rentevoeten OLO en Bund laatste 10 jaar**

Gemiddelde rentevoet op basis van de dagwaarden	Over de laatste 10 jaar 18/6/04-17/6/14
Duitse Bund 10 jaar <sup>57</sup>	3,0%
Belgische OLO 10 jaar <sup>58</sup>	3,6%
Gemiddelde	3,3%

Voor de risicovrije rente voor het verleden neemt de VREG de waarde van **3,3%**.

<sup>57</sup> Bron: Deutsche Bundesbank.

<sup>58</sup> Bron: Nationale Bank van België.



### 9.4.2.2 Rentepremie

Wat betreft de renteopslag voor de kost van het vreemd vermogen bovenop deze benaderende rentes voor risicovrije leningen, kan een beroep gedaan worden op de waarnemingen m.b.t. bedrijfsobligaties in de kapitaalmarkt. Opnieuw wordt gerekend met leningen met een looptijd van 10 jaar. De VREG wenst rekening te houden met obligaties van bedrijven met een kredietwaardigheid A (overeenkomstig par. 9.3.4). Wat relevant is in deze context is de renteopslag of credit spread die wordt waargenomen in de markt. Bedrijfsobligaties dragen risico en hun waardering kan beïnvloed worden door de prestaties, of de verwachtingen daarover, van het bedrijf.

In de tariefmethodologie volgens de tarieven-KB's van 2008 (voor reguleringsperiode 2009-2012) werd een renteopslag voorzien van 70 basispunten<sup>59</sup> of 0,70% bovenop de OLO rentevoet voor een looptijd van 10 jaar, zoals ook in de jaren daarvoor door de CREG werd toegepast<sup>60</sup>.

#### 9.4.2.2.1 Heden

De Nederlandse toezichthouder hanteert voor de regionale netbeheerders voor de reguleringsperiode 2014-2016 een renteopslag van 1,2%, gebaseerd op een extern onderzoek<sup>61</sup>, dat rekening hield met de waarnemingen in de markt van de periode 2010-2013. Uit dat onderzoek blijkt dat bij het begin van de financiële crisis in 2008-2009 de waarde voor de renteopslag hoger was en daarvoor lager was.

De VREG dient voor de renteopslag in de volgende reguleringsperiode een realistische spread te hanteren en rekening te houden met de periode waarover de risicovrije rente werd berekend, d.i. de laatste twee jaar, m.a.w. vanaf midden 2012 tot en met midden 2014 (par. 9.4.2.1.1). Op basis van het rapport gebruikt door de Nederlandse toezichthouder van begin 2013, liggen de daarin vermelde waarden voor de renteopslag vanaf midden 2012 tot begin 2013 rond de 1,3%.

De Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen van de KU Leuven voert onderzoek naar de renteopslag die momenteel wordt waargenomen in de markt<sup>62</sup>. Bepaalde data<sup>63</sup> gaf de VREG een beeld van de renteopslag van obligaties van bedrijven met een A-rating uit de sector Utility in de eurozone. Hun renteopslag blijkt verder te zijn afgenomen sinds begin 2013.

Op basis van de hier vermelde beschikbare informatie verkiest de VREG een renteopslag van **1,2%** voor nieuwe leningen door de distributienetbeheerders in de volgende reguleringsperiode.

#### 9.4.2.2.2 Verleden

Voor wat betreft de rentevoet voor het verleden wordt teruggekeken in de tijd over de laatste tien jaar overeenkomstig de bepaling van de rentevoet voor risicoloze beleggingen (par. 9.4.2.1.2).

<sup>59</sup> 1 basispunt = 1/100 %.

<sup>60</sup> "70 basispunten is gebaseerd op ... kredietwaardigheid ... gelijkwaardig met een "A rating"". CREG, juni 2001

<sup>61</sup> The Brattle Group, The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation, 4 maart 2013.

<sup>62</sup> Vanpée R., nog ongepubliceerd onderzoek.

<sup>63</sup> OAS Barclays Euro Aggregate Utility A



De Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen van de KU Leuven voert een onderzoek naar de renteopslag die wordt waargenomen in de markt<sup>64</sup>. Bepaalde data<sup>65</sup> daaruit gaf de VREG een beeld van de renteopslag van obligaties van bedrijven met een A-rating uit de sector Utility in de eurozone. Hieruit blijkt dat de renteopslag het laagste was in de periode voor de financiële crisis van 2008 en vermoedelijk gemiddeld overeenstemde met de waarde van 0,70% die werd voorzien in de voorgaande tariefmethodologieën. De renteopslag nam vervolgens toe, met piekwaarden einde 2008 (financiële crisis) en einde 2011 (eurocrisis). Nadien daalde de renteopslag stelselmatig, zonder het niveau van vóór de crisissen te bereiken. De VREG oordeelt uit het verloop van de renteopslag over de laatste tien jaar dat de renteopslag die in de afgelopen twee jaar werd waargenomen (par. 9.4.2.2.1) ook een goede waarde is voor de gemiddelde renteopslag over de voorbije tien jaar, m.a.w. **1,2%**.

### 9.4.2.3 Transactiekosten

Een bedrijf wordt bij het opnemen van een schuld geconfronteerd met interne en soms externe transactiekosten, zoals juridisch onderzoek of te betalen commissielonen. De VREG wenst de externe transactiekosten alleen te verwerken in de voorgestelde tariefmethode als een voor alle distributienetbeheerders gelijke, kostenefficiënte renteopslag voor de kost van het vreemd vermogen, teneinde hun kostenefficiëntie te stimuleren. Met de interne kosten wordt elders in de tariefmethodologie rekening gehouden via de rapportering van de operationele nettokosten.

De externe transactiekosten zijn:

- Kosten gemaakt in het kader van emissies van effecten, zoals
  - o kosten voor opmaak van prospectus en advies (o.a. advocaten, consulting)
  - o vergoedingen te betalen aan de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten voor de goedkeuringsprocedure van het prospectus<sup>66</sup>
  - o vergoeding van de financiële tussenpersonen die voor de plaatsing van de effecten bij de investeerders en/of het publiek zorgen en die de betalingen verwickelen (o.a. dealers, arrangers, underwriters,...)
  - o eventuele kosten indien de effecten een notering krijgen, bv. aan Euronext Brussels
- Kosten gemaakt m.b.t. schulden:
  - o periodieke fees voor kredietfaciliteiten
  - o periodieke kosten voor eventuele beursnotering
  - o Overhead kosten: zoals externe administratieve-, treasury en juridische kosten om de vreemd vermogen portefeuille te beheren
- Kosten m.b.t. een kredietrating:
  - o kosten van ratingbureaus (eenmalige en periodieke).

Wat betreft de hoogte van de transactiekosten heeft de VREG data uit verscheidene bronnen geraadpleegd:

- De Nederlandse regulator ACM<sup>67</sup> rekent na onderzoek met een renteopslag voor transactiekosten van 15 basispunten voor de netbeheerders in de reguleringsperiode 2014-2016.
- Een studie<sup>68</sup> uit 2009 uitgevoerd in opdracht van de regulator van de Britse distributienetbeheerders, Ofgem, meldt 15 basispunten als historische waarde. In de periode van de opmaak van de studie (juli 2009), in volle kredietcrisis, was de premie hoger.
- Een studie<sup>69</sup> in 2011 in opdracht van Ofgem daarentegen vermeldt dat de premie was teruggevallen tot 10 basispunten.

<sup>64</sup> Vanpée R., nog ongepubliceerd onderzoek.

<sup>65</sup> OAS Barclays Euro Aggregate Utility A

<sup>66</sup> [http://www.fsma.be/~media/Files/fsmafiles/wetgeving/kb\\_ar/rd\\_17-05-2012.ashx#open](http://www.fsma.be/~media/Files/fsmafiles/wetgeving/kb_ar/rd_17-05-2012.ashx#open) p.19

<sup>67</sup> Ref. ACM/DE/2013/204226 p. 12

<sup>68</sup> NERA Economic Consulting, Distribution Network Operators' Cost of Capital for DPCR5, juli 2009.

<sup>69</sup> CEPA LLP, RIIO-T1 & RIIO-GD1: Financial issues, februari 2011.

- In een publicatie<sup>70</sup> van het Verbond van Belgische Ondernemingen wordt voor de uitgifte van een obligatielening met een voor distributienetbeheerders representatieve grootte (100 miljoen euro) een vaste kost voor externe specialisten van 200.000 euro vermeld (m.a.w. 20 basispunten).
- In geval van vreemd vermogen onder de vorm van uitgifte van schuldeffecten op de markt, kan soms informatie over de transactiekosten teruggevonden worden in de prospectussen. De informatie is echter niet eenduidig en wordt beïnvloed door de wijze waarop de kost voor de banken die de emissie begeleiden via een verhoogde uitgifteprijs door de emittent aan de kopers van de obligaties wordt doorgerekend. Voor wat betreft de externe kosten voor een emittent zelf (juridisch advies,...) vond de VREG een minimale waarde van 125.000 euro<sup>71</sup>.

De vermelde eenmalige transactiekosten dienen dus vertaald te worden naar een renteopslag. De VREG houdt hierbij voor ogen dat de toegelaten transactiekosten dienen overeen te stemmen met deze van een onderneming die zich op efficiënte wijze financiert. Een efficiënte onderneming zal een afweging maken tussen de eenmalige transactiekosten van een nieuwe lening en de impact die deze kosten hebben op de globale kost van de lening.

Uit de data hierboven stelt de VREG een bereik vast voor de renteopslag van de transactiekosten tussen 10 en 20 basispunten voor een lening van representatieve omvang. De VREG neemt hiervan het gemiddelde als puntschatting voor een onderneming die zich op efficiënte wijze financiert, overeenkomstig de Nederlandse toezichthouder voor de reguleringsperiode 2014-2016, m.a.w. een opslag voor transactiekosten van **15 basispunten**. De VREG ziet geen redenen om een andere renteopslag voor transactiekosten te nemen voor de rentevoet vreemd vermogen van het verleden en van het heden.

### 9.4.3 Kost vreemd vermogen

De kost van het vreemd vermogen voor de volgende reguleringsperiode is bijgevolg:

**Tabel 13 Kost vreemd vermogen**

Kost vreemd vermogen Onderdeel	Heden	Verleden	Referentie
Risicovrije rente	2,0%	3,3%	9.4.2.1
Rentepremie	1,2%	1,2%	9.4.2.2
Transactiekosten	0,15%	0,15%	9.4.2.3
Som	3,35%	4,65%	formule 22
Weging	4/10	6/10	9.4.1
Kost vreemd vermogen	4,1%		

De kost van vreemd vermogen voor de volgende reguleringsperiode wordt gelijk genomen aan **4,1%**.

<sup>70</sup> Verbond van Belgische Ondernemingen, Financiering van uw bedrijf, p. 40, case Omega Pharma, juni 2013.

<sup>71</sup> Eandis meldde een laagste kost van 125.000 euro ([Securities Note](#) dated 24 November 2010 p.37).

## 9.5 Wacc

**Tabel 14 Berekening wacc**

Onderdeel	Waarde	Referentie
Kost eigen vermogen	5,7%	9.3.6
Kost vreemd vermogen	4,1%	9.4
Gearing	0,55	9.3.4
Wacc	4,8%	formule 15

Op basis van het bovenstaande wordt de wacc voor de volgende reguleringsperiode gelijk genomen aan **4,8%**.

Onder par. 10 wordt onderzocht wat hierop het effect van een eventuele vennootschaps- en rechtspersonenbelasting is.

## 10 Belastingen

In een studie over de wacc dient rekening gehouden worden met het effect van de vennootschapsbelasting. Er is op dit vlak een verschil tussen de kapitaalkostenvergoeding aan verschaffers van eigen vermogen (aandeelhouders) en van vreemd vermogen.

### 10.1 Vreemd vermogen

Kapitaalkosten van vreemd vermogen hebben een invloed op de boekhoudkundige winst en bijgevolg op de eventuele belasting die de vennootschap op de winst moet betalen. De kosten kunnen leiden tot een verminderde winstbelasting. Dit is een vorm van korting op de kost van het vreemd vermogen. In de voorgestelde tariefmethode worden de inkomsten uit distributienettarieven net gebaseerd op o.a. de veronderstelde kapitaalkosten van het vreemd vermogen, zodat dit binnen de tariefmethodologie niet meer relevant is. De in de tariefmethodologie veronderstelde winst wordt gebaseerd op de vergoeding voor het eigen vermogen.

### 10.2 Eigen vermogen

Het rendement op het eigen vermogen (par. 9.3.6) volgens het CAPM is een vergoeding voor de aandeelhouders na toepassing van de vennootschapsbelasting op de winst van de onderneming. De wacc die moet gehanteerd worden voor de berekening van de kapitaalkostenvergoeding is dan:

$$wacc_{n,pre-tax} = \frac{k_{EV} \times (1 - g)}{(1 - T)} + k_{VV} \times g$$

formule 23

Met hierin (verschil t.o.v. formule 15):

$wacc_{n,pre-tax}$	de nominale vermogenskostenvergoeding vóór belastingen voor de volgende reguleringsperiode (%).
$T$	het (verwachte) tarief van de vennootschapsbelasting (%).
$k_{EV}$	De kost van het eigen vermogen (%) met gebruik van de vennootschapsbelasting $T$ in de berekening van de bètawaarde (formule 19).

### 10.3 Vlaamse distributienetbeheerders

#### 10.3.1 Vennootschapsbelasting

De distributienetbeheerders zijn vrijgesteld van vennootschapsbelasting<sup>72</sup>. Het is dus niet nodig om de wacc hiervoor te verhogen.

<sup>72</sup> Wet betreffende de intercommunales, 22 december 1986, artikel 26.

$T = 0$

formule 24

### **10.3.2 Wijziging van vennootschapsbelasting**

#### **10.3.2.1 Wijziging van vennootschapsbelasting 2015 t.o.v. 2014**

In het geval het tarief van de vennootschapsbelasting voor de distributienetbeheerders wijzigt voor het jaar 2015, zal de VREG deze wijziging verwerken naar een nieuw toegelaten inkomen voor niet-exogene kosten voor elke distributienetbeheerder voor 2015. De VREG zal de oorspronkelijke berekening van het toegelaten inkomen voor niet-exogene kosten van 2015 daarvoor opnieuw uitvoeren, op identieke wijze behalve voor wat betreft de waarde van de wacc die wordt geactualiseerd volgens formule 23 met het nieuwe tarief van de vennootschapsbelasting. Hieruit volgt het nieuwe toegelaten inkomen per distributienetbeheerder voor 2015. Het toegelaten inkomen voor 2016 wordt volgens de tariefmethodologie afgeleid van dit nieuwe toegelaten inkomen voor 2015. Met de nieuwe toegelaten inkomens voor 2015 en 2016 wordt rekening gehouden bij de vaststelling van de volumeverschillen voor deze jaren.

#### **10.3.2.2 Wijziging van vennootschapsbelasting 2016 t.o.v. 2015**

In het geval het tarief van de vennootschapsbelasting voor de distributienetbeheerders wijzigt voor het jaar 2016 t.o.v. het jaar 2015, zal de VREG deze wijziging verwerken naar een nieuw toegelaten inkomen voor niet-exogene kosten voor elke distributienetbeheerder voor 2016. De VREG zal daartoe de oorspronkelijke berekening van het toegelaten inkomen voor niet-exogene kosten van 2015 opnieuw uitvoeren, op identieke wijze behalve voor wat betreft de waarde van de wacc die wordt geactualiseerd volgens formule 23 met het nieuwe tarief van de vennootschapsbelasting. Deze berekening resulteert in een nieuw, virtueel toegelaten inkomen per distributienetbeheerder voor 2015. Het werkelijke toegelaten inkomen voor niet-exogene kosten per distributienetbeheerder voor 2016 wordt volgens de tariefmethodologie afgeleid van dit nieuwe, virtuele toegelaten inkomen voor 2015. Met dit toegelaten inkomen voor 2016 wordt rekening gehouden bij de vaststelling van het volumeverschil voor dat jaar. Het toegelaten inkomen voor niet-exogene kosten voor 2015 blijft het oorspronkelijk toegelaten inkomen voor 2015 waarin de oude vennootschapsbelasting van toepassing was.

### **10.3.3 Rechtspersonenbelasting**

Bij de gemengde distributienetbeheerders is er voor de activiteit aardgas een rechtspersonenbelasting gebaseerd op de grootte van het totale, bruto dividend dat door de distributienetbeheerder wordt toegekend aan de rechtspersoon die hiervan niet vrijgesteld is<sup>73</sup>. Volgens de opgeheven tarieven-KB's van 2008 mocht een rechtspersonenbelasting de winst (netto billijke vergoeding) niet beïnvloeden. De berekende billijke marge was een netto vergoeding, na toepassing van de vennootschaps- en rechtspersonenbelasting en vóór toepassing van de roerende voorheffing op de dividenden<sup>74</sup>. Deze aanpak wordt nu niet meer opgelegd in de federale wetgeving betreffende de tariefmethodologie.

<sup>73</sup> Momenteel Electrabel NV.

<sup>74</sup> Voor elektriciteit: Koninklijk besluit 2/9/2008 betreffende de regels met betrekking tot de vaststelling van en de controle op het totaal inkomen en de billijke winstmarge, de algemene tariefstructuur, het saldo tussen kosten en ontvangsten en de basisprincipes en procedures inzake het voorstel en de goedkeuring van de tarieven, van de rapportering en kostenbeheersing door de beheerders van distributienetten voor elektriciteit, art. 3 §2.

---

Omwille van redenen van continuïteit, om een verhoogd regulatorisch risico bij de bevoegdheidsoverdracht te vermijden, en de parallel met de aanpak die er is voor de vennootschapsbelasting, wenst de VREG de distributienetbeheerder de mogelijkheid te geven om de rechtspersonenbelasting via de inkomsten uit de distributietarieven te recupereren.

Een moeilijkheid in de voorgestelde tariefmethode is dat deze rechtspersonenbelasting vooraf niet gekend is. Ze is afhankelijk van de grootte van het dividend dat de distributienetbeheerder aan de rechtspersoon beslist uit te keren. In de voorgestelde tariefmethode is er ex-ante onzekerheid over deze belasting, zodat het niet mogelijk is om ze ex-ante definitief op te nemen in de kapitaalkosten. De VREG wenst daarom de rechtspersonenbelasting te behandelen als een **exogene kost**. De distributienetbeheerder heeft de garantie dat hij deze kost zal kunnen vorderen van de distributienetgebruikers.

De rechtspersonenbelasting is van toepassing op het dividend, niet op de winst. Door boekhoudkundige bewegingen in de resultaatverwerking kunnen beiden verschillen. Dit heeft geen invloed op de benadering van de rechtspersonenbelasting als exogene kost. Indien bijvoorbeeld het dividend groter is dan de winst wegens onttrekking aan eigen vermogen, kan men veronderstellen dat de geregleerde activa met een bedrag gelijk aan deze onttrekking afnemen zodat in de toekomst hiervoor geen kapitaalkostenvergoeding meer moet worden voorzien. De hogere ogenblikkelijke rechtspersonenbelasting compenseert dan a.h.w. de lagere rechtspersonenbelastingen in de toekomst.

## 11 Exogene en niet-exogene kapitaalkosten

Bij wijze van overzicht wordt volgende Tabel 15 meegegeven.

**Tabel 15 Overzicht kapitaalkosten**

kapitaalkostvergoeding distributienetbeheerder			
kapitaalkost voor bepaling van het toegelaten inkomen uit periodieke distributienettarieven voor niet-exogene kosten in het eerste jaar van een nieuwe reguleringsperiode (bevorderende regulering)		kapitaalkost opgenomen in het toegelaten inkomen uit periodieke distributienettarieven voor exogene kosten	
Eenmalige berekening (per nieuwe reguleringsperiode)		Jaarlijkse opvolging (budget en saldi)	
Activa	vergoeding voor nieuwe reguleringsperiode	Activa	Rente per jaar
<u>de immateriële en materiële vaste activa (RAB)</u>	X 4,8% (wacc)	<u>voorraad niet-geïmmobiliseerde groenestroom- en warmtekrachtcertificaten</u>	X Wettelijke rente
<u>positief nettobedrijfskapitaal beperkt tot maximaal 1/14 van de omzet (excl. opbrengsten uit verkoop certificaten).</u>	X 4,1% (kost vreemd vermogen)	<u>regulatorisch actief (+) of passief (-)</u> <u>regulatorische saldi op actief (+) of passief (-)</u>	
		<u>Eventueel bijtelling bij geplafonneerde kapitaalkostvergoeding voor geïmmobiliseerde certificaten</u>	
		<u>rechtspersonenbelasting</u>	