

RAPPORTAGE

aan:
MINISTERIE VAN ECONOMISCHE ZAKEN

Inzake:
**DE RATIO'S
IN HET BESLUIT FINANCIËEL BEHEER
NETBEHEERDER**

D.D. 3 OKTOBER 2008

INHOUDSOPGAVE

1. Management samenvatting	3
2. Opdracht	6
2.1 Achtergrond	6
2.2 Vraagstelling	6
2.3 Aard en reikwijdte van het onderzoek	6
3. Beantwoording vragen EZ	7
3.1 Netbeheerder	7
3.2 Ratio-analyse voor een financieel gezonde netbeheerder	7
3.2.1 Algemeen	7
3.2.2 Specifieke ratio's voor Netbeheerders	8
3.2.3 Ratio's opgenomen in het Besluit	10
3.2.4 Efficiëntie	11
3.2.5 Kwaliteit	11
3.2.6 Aspecten Financieel gezond netbeheerder	12
3.2.7 Normstelling in het besluit	14
3.2.8 Financiële Herstructureringsactiviteiten en effect op ratio's	15
3.2.9 Conclusie	16
3.3 Gangbare ratio's in deze sector	17
3.3.1 Benchmark	17
3.3.2 Conclusie	18
Bijlage 1: Overzicht gehanteerde informatie	19
Bijlage 2: Classificatie ratings S&P	20
Bijlage 3: Vergelijkingsgroep	21
Bijlage 4: Ratio's benchmark 2007 - 2003	22

1. MANAGEMENT SAMENVATTING

In het Besluit financieel beheer netbeheerder zijn vier ratio's met grenswaarden opgenomen waaraan een netbeheerder moet voldoen. Het betreffen de volgende ratio's:

- a. het bedrijfsresultaat vóór rente en belasting gedeeld door de bruto rentelasten bedraagt ten minste 1,7;
- b. de som van de netto winst uit gewone bedrijfsuitoefening, afschrijvingen, amortisatie, latente belastingen, overige kostenposten waarvoor geen kasgeld noodzakelijk is en bruto rentelasten gedeeld door de bruto rentelasten bedraagt ten minste 2,5;
- c. de som van de netto winst uit gewone bedrijfsuitoefening, afschrijvingen, amortisatie, latente belastingen en overige kostenposten waarvoor geen kasgeld noodzakelijk is gedeeld door de totale schuld bedraagt ten minste 0,11;
- d. de totale schuld gedeeld door de som van de totale schuld en het eigen vermogen inclusief minderheidsbelangen en preferente aandelen is maximaal 0,7.

Deze ratio's zijn niet van toepassing indien door een erkend kredietbeoordelingsbureau aan de netbeheerder een kredietkwaliteitstrap (kredietbeoordeling) "investeringswaardig" (ten minste BBB) is toegekend. De kredietrating BBB betekent dat er een wat grotere kans bestaat ten opzichte van bedrijven met een hogere rating dat nadelige economische omstandigheden de terugbetalingscapaciteit kan verminderen.

Het Ministerie van Economische Zaken heeft Mazars de volgende twee vragen gesteld:

1. Zijn de in het Besluit opgenomen ratio's als norm in algemene zin voldoende om financieel gezonde netbeheerders te hebben na splitsing?
2. Wat is in de praktijk gangbaar in deze sector?

IN HET BESLUIT OPGENOMEN RATIO'S

De ratio-analyse is een beproefd bedrijfseconomisch instrument ter beoordeling van de prestaties van ondernemingen. Hiertoe worden de diverse ratio's in een aantal groepen onderverdeeld. De in het Besluit gedefinieerde ratio's behoren tot de liquiditeits-, rentabiliteits- en solvabiliteitsratio's. Uit een door ons opgestelde vergelijking met soortgelijke van een kredietrating voorziene netbeheerders blijkt dat de gestelde normen overeenkomen met een BBB kredietoordeel (als minimumpositie).

Het specifieke kenmerk van netbeheerders functionerend in een gereguleerde omgeving leidt ertoe dat op productiviteit / efficiency gerichte ratio's en informatie over kwaliteit van het net belangrijk zijn. Sturen op financiële ratio's alleen kan namelijk leiden tot uitstel van onderhoud, tot het opzetten van buiten de balans constructies en het uitstellen van herinvesteringen zonder dat dit door de financiële ratio's wordt onderkend. Dergelijke op productiviteit en kwaliteit gerichte ratio's ontbreken in het Besluit. Echter, dit wordt in belangrijke mate ondervangen door de eisen aan netbeheerders die wet en regelgeving stelt aan de tarief- en kwaliteitsregulering. Aanvulling op het reguleringskader van de NMa zou kunnen zijn explicieter een langere termijn optiek te hanteren en de jaarprognoses (investeringen) van de netbeheerders in de ratio-analyse te betrekken. Het ontbreekt naar onze mening in

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

de huidige regulering aan de concrete lange termijn financiële vertaling van investeringen (geprognosticeerde balansen, winst- en verliesrekeningen en cash flow overzichten).

Financiële herstructurering (bij splitsing of nadien) door middel van het aantrekken van vreemd vermogen, en/of het uitkeren van een superdividend wordt door de gestelde ratio's gemaximeerd (gelimiteerd). Indien dit tot de grenzen van de normen wordt uitgevoerd ontstaat een netbeheerder met een financiële gezondheid die gelijk is aan die van netbeheerders in de kredietklasse BBB. Voor een netbeheerder waarbij de kasstroom relatief stabiel is en deze voornamelijk wordt beïnvloed door de omvang van de investeringen, de financiering daarvan en daarmee samenhangende kosten, achten wij de grenswaarden in het Besluit als minimumgrens toereikend voor een financieel gezonde onderneming. Wel merken wij op dat de grenswaarden aan te merken zijn als minimumwaarden waarbij mogelijk de onderhouds- en herinvesteringsagenda van de netbeheerder wordt ingeperkt. Wij achten het voor de beoordeling van de financiële ratio's van de netbeheerders van belang dat door de energiebedrijven in de splitsingsplannen toereikende informatie wordt verstrekt over de financiële positie, de verwachte investeringen, en de kostenontwikkeling.

GANGBAAR IN DE PRAKTIJK

Een door ons uitgevoerde benchmark naar de ratio's van 15 internationale energiebedrijven, met netbeheer activiteiten, geeft het volgende beeld:

Ratio	Grens waarde Besluit	2003	2004	2005	2006	2007
a)	> 1,7	2,99	3,11	3,27	3,24	2,85
b)	> 2,5	3,89	3,78	3,78	3,78	3,77
c)	> 0,11	0,16	0,15	0,13	0,14	0,15
d)	< 0,7	0,65	0,66	0,71	0,72	0,69

Uit deze benchmark blijkt dat de ratio's over een periode van 5 jaar redelijk stabiel zijn. De ratio's a en b liggen in de praktijk hoger dan de grenswaarde in het Besluit. De grenswaarden in het Besluit voor de ratio's c en d liggen dicht tegen de waarden aan welke blijken uit de benchmark. Daar de ratio's c en d over de financieringsstructuur gaan welke relevant is bij de splitsing naar een onafhankelijk netbeheerder, zijn deze ratio's van belang voor het creëren en beheersen van een voldoende financieel gezonde netbeheerder. Uit de benchmark blijkt dat de waarden genoemd in het Besluit voor de sector gangbaar zijn, waarbij – gezien het stabiele verloop – er geen belangrijke uitslagen zijn waargenomen bij een verondersteld aanwezige investeringsagenda over deze periode.

CONCLUSIE

Op grond van de benchmark kan geconcludeerd worden dat de in het Besluit genoemde normen voor de financiële ratio's – binnen een zekere bandbreedte – in de sector van het netbeheer gangbaar zijn.

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

Voor de beoordeling van de financiële gezondheid van de netbeheerders bij de splitsing dienen de energiebedrijven toereikende informatie over de financiële positie, de verwachte investeringen en de kostenontwikkeling op te nemen in de splitsingsplannen.

Voor het oordeel over de financiële gezondheid van de netbeheerders na de splitsing adviseren wij de huidige wet- en regelgeving aan te vullen met informatie over de lange termijn financiële vertaling van investeringen (geprognosticeerde balansen, winst- en verliesrekeningen en cash flow overzichten).

2. OPDRACHT

2.1 ACHTERGROND

Eind 2006 is de Wet tot wijziging van de Elektriciteitswet 1998 en van de Gaswet in verband met nadere regels omtrent een onafhankelijk netbeheer (hierna WON), ook wel bekend als de "splitsingswet" aangenomen. In deze Wet zijn wijzigingen opgenomen welke erop gericht zijn een onafhankelijk netbeheer tot stand te brengen en te waarborgen. Dit betekent dat uiterlijk 1 januari 2011 energiebedrijven, die nu nog één integraal geheel vormen waarbinnen netbeheer, productie-, handels-, en/of leveringsactiviteiten plaatsvinden, gesplitst dienen te worden in een zelfstandig en onafhankelijk netbeheerder en een commercieel bedrijf.

Om een financieel kader te stellen heeft EZ een besluit uitgevaardigd waarin ratio's en grenswaarden zijn opgenomen waaraan de netbeheerders moeten voldoen. De in het "*Besluit van 26 juli 2008, houdende regels ten aanzien van het financieel beheer van de netbeheerder*" (hierna het Besluit) gehanteerde ratio's zijn identiek aan de eerder gehanteerde ratio's genoemde in het "Handhavingsplan Groepsfinanciering van energiebedrijven" van de Energiekamer van de Nederlandse Mededingingsautoriteit. Het Besluit heeft echter een hogere juridische status.

2.2 VRAAGSTELLING

Aangaande de in het Besluit opgenomen ratio's heeft het Ministerie de volgende vragen:

1. Zijn de in het Besluit opgenomen ratio's als norm in algemene zin voldoende om financieel gezonde netbeheerders te hebben na splitsing?
2. Wat is in de praktijk gangbaar in deze sector?

2.3 AARD EN REIKWIJDTE VAN HET ONDERZOEK

De vraagstelling van het Ministerie betreft een adviesopdracht waarbij door ons geen accountantscontrole is uitgevoerd. De aard van de hierna beschreven uit te voeren werkzaamheden houdt in dat op het genoemde cijfermateriaal geen accountantscontrole is toegepast, terwijl tevens geen beoordelingsopdracht is uitgevoerd. Voor het gebruik van ons rapport verwijzen wij naar de aanbiedingsbrief d.d. 3 oktober 2008.

3. BEANTWOORDING VRAGEN EZ

3.1 NETBEHEERDER

Een netbeheerder is gedefinieerd in de Elektriciteitswet 1998 en de Gaswet:

- wat betreft *elektriciteit*: een vennootschap die belast is met het beheer van een elektriciteitsnet, bestaande uit één of meer verbindingen voor het transport van elektriciteit en de daarmee verbonden transformator-, schakel-, verdeel- en onderstations en andere hulpmiddelen, behoudens voor zover deze verbindingen en hulpmiddelen liggen binnen de installatie van een producent of van een afnemer;
- wat betreft *gas*: een vennootschap die belast is met het beheer van een gasnet, bestaande uit niet tot een gasproductienet behorende, met elkaar verbonden leidingen of hulpmiddelen bestemd of gebruikt voor het transport van gas, met inbegrip van landsgrensoverschrijdende leidingen, hulpmiddelen en installaties waarmee dat transport ondersteunende diensten worden verricht, behoudens voor zover deze leidingen en hulpmiddelen zijn gelegen binnen de installatie van een afnemer.

In de Elektriciteitswet 1998 respectievelijk de Gaswet staat dat de Energiekamer van de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) de maximum transport- en aansluittarieven alsmede het systeemdiensttarief (elektriciteit) respectievelijk de transporttarieven (gas) vaststelt voor elk bedrijf in Nederland dat beheerder is van een elektriciteits- dan wel gasnetwerk. Deze tarieven worden vastgelegd in een tarievenbesluit.

De opbrengsten van de netbeheerder zijn naast het gereguleerde tarief afhankelijk van het aantal bestaande en nieuwe aansluitingen en de door de afnemers afgenomen hoeveelheid energie (gas en/of elektriciteit). De kosten bestaan voor de netbeheerder uit kosten voor onderhoud en uitbreiding van het net, kosten voor beheer van het net en kosten voor overhead. Uitgaande van winstmaximalisatie zal de netbeheerder ernaar streven deze kosten zo laag mogelijk te doen zijn. Dit kan enerzijds door het efficiënter inzetten van de productiemiddelen (met name bij de beheer- en overheadkosten), maar anderzijds ook door het op kortere of langere termijn uitstellen van onderhoud of van, vervangings- of uitbreidingsinvesteringen. Voor de vraagstelling van EZ is met name van belang of met ratio-analyse deze laatstgenoemde aspecten tijdig worden onderkend. Wij verwijzen hierbij naar paragraaf 3.2.6.

3.2 RATIO-ANALYSE VOOR EEN FINANCIËEL GEZONDE NETBEHEERDER

3.2.1 ALGEMEEN

In de bedrijfseconomie is de ratio-analyse een instrument voor het beoordelen van de (financiële) gezondheid van bedrijven. De ratio-analyse kan worden toegespitst op specifieke sectoren dan wel bedrijven door ratio's te berekenen die aansluiten bij het betreffende bedrijfsmodel. De ratio-analyse hoeft zich niet alleen uit te strekken tot financiële ratio's, maar kan zeer wel ook operationele ratio's omvatten. Een ratio-analyse die zich uitstrekt over de jaren heen geeft daarbij een indicatie van de ontwikkeling van de (financiële) gezondheid van het betreffende bedrijf. De bedrijfseconomische literatuur geeft voor de toepassing van de ratio-analyse als beoordelend instrument aan dat het gebruik van een enkele ratio geen

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

goed zicht geeft op de financiële gezondheid van bedrijven. Een integrale visie, waarbij verscheidene ratio's verschillende aspecten van het bedrijf belichten, verdient de aanbeveling.

Op basis van de bedrijfseconomische literatuur kan een viertal ratio-groepen worden onderscheiden:

1. Rentabiliteitsratio's zijn gericht op de rentabiliteit van het bedrijf. Hierbij wordt een verband gelegd tussen het geïnvesteerde vermogen en de behaalde winst. Voorbeelden hiervan zijn ratio's die de netto winst relateren aan het eigen vermogen, of bedrijfsresultaat aan het totaal vermogen.
2. Liquiditeitsratio's geven een beeld van de liquiditeit in de onderneming. Voorbeelden zijn de bekende current ratio (vlottende activa gedeeld door vlottende passiva) en quick ratio (vlottende activa minus voorraden, gedeeld door vlottende activa), maar ook kas/bank saldi op balanstotaal. Een belangrijk ander ratio is de interest coverage ratio die het behaalde bedrijfsresultaat relateert aan de (bruto) interestlasten.
3. Solvabiliteitsratio's geven een beeld van de wijze waarop het bedrijf haar activiteiten heeft gefinancierd. Belangrijke ratio's zijn de omvang van het eigen vermogen op het totaal vermogen, of het rentedragend vreemd vermogen op het totaal vermogen.
4. Productiviteits- of efficiency-ratio's zijn gericht op de operationele performance van bedrijven. Voorbeelden hiervan zijn omzet, afzet, brutowinst of aantal declarabele uren per medewerker, maar ook omzet gedeeld door balanstotaal, en debiteuren- en voorraaddagen, en capaciteitsgebruikratio's.

De groepen 1, 2 en 3 kunnen ook worden gekenschetst als financiële ratio's. Door het onderscheid in groepen wordt duidelijk dat de (financiële) gezondheid van een bedrijf niet te vatten is één of enkele ratio('s) en dat de gezondheid ook op verschillende aspecten kan worden beoordeeld.

Voor beursgenoteerde bedrijven wordt aan deze groepen vaak nog een vijfde groep toegevoegd die marktwaarde gerelateerde ratio's omvat. Voorbeelden hiervan zijn de Koers/Winst verhouding (P/E) ratio, het dividend yield (dividend per aandeel gedeeld door marktwaarde van dat aandeel), en de Marktwaarde/Boekwaarde van het eigen vermogen ratio.

3.2.2 SPECIFIEKE RATIO'S VOOR NETBEHEERDERS

Voor netbeheerders kan ratio-analyse worden toegepast. Gegeven de specifieke aard van deze bedrijven kan zelfs worden gekozen enkele ratio's specifiek te definiëren, één en ander afhankelijk van de gestelde doelen. Voor netbeheerders gelden ondermeer de volgende specifieke uitgangspunten:

1. Vanwege het ontbreken van competitie op de relevante deelmarkten worden de tarieven voor de netbeheerders voorgeschreven. Daarmee is de netbeheerder wezenlijk anders dan een bedrijf in de private sector. Netbeheerders kennen een stabiele cash-flow door de regulering van tarieven.

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

2. Uitbreiding van de bedrijfsactiviteiten is vaak moeilijk te realiseren en voor zover mogelijk brengt dit een forse investering met zich mee. Deze investeringsuitgave dient via de gereguleerde tarieven te worden terugverdiend.
3. Winstvergroting dient in het algemeen via efficiencyverbetering te worden bewerkstelligd. Het reguleringsmodel kan hierop inspelen door middels *best practice* onderzoek efficiency verbeteringen in de tarieven op te nemen.
4. Leveringszekerheid is cruciaal voor een dichtbevolkte samenleving als de Nederlandse. Deze doelstelling is niet alleen een opdracht voor de netbeheerders, ook energieleveranciers dienen hier in te worden betrokken. Desalniettemin is uitval van een netwerk de verantwoordelijkheid van de netbeheerder.

Op basis van deze overwegingen zijn voor netbeheerders vanuit bedrijfseconomische optiek vooral ratio's belangrijk die betrekking hebben op efficiency. Het verbeteren van de kostenstructuur leidt via de gereguleerde tarieven *ceteris paribus* tot verhoging van rentabiliteit. Dit impliceert dat o.a. (bruto) winstmarges, kostenratio's, medewerkerproductiviteits- en capaciteitgebruiksratio's belangrijk zijn. Daarnaast kan door het verminderen van het vermogensbeslag (werkkapitaal en vaste activa) een hogere omzetsnelheid worden bereikt en derhalve middelen worden vrijgemaakt voor bijvoorbeeld uitkering aan aandeelhouders of het doen van investeringen.

In het Besluit worden vooral financiële ratio's vastgelegd. Bovenstaande laat echter zien dat voor het beoordelen van de netbeheerders ook de productiviteits- of efficiency ratio's belangrijk zijn. De vier gespecificeerde ratio's zijn een uitkomst van door de netbeheerder genomen beslissingen ten aanzien van operationele activiteiten. Zo leidt bijvoorbeeld het verminderen van onderhoud (een kostenpost in de winst- en verliesrekening) aan het net tot een hogere winst. Met lagere onderhoudslasten kan derhalve deze hogere winst worden uitgekeerd. Het voorschrift van een maximale relatieve omvang van het vreemd vermogen kan ertoe leiden dat ook de balans van de af te splitsen netbeheerder wordt aangepast aan de norm. Indien het mogelijk is een deel van zowel het vreemd vermogen alsook de activa buiten de balans te brengen kan een betere verhouding van het vreemd vermogen op het totaal vermogen op de onder toezicht staande balans worden gerealiseerd.

Naast deze min of meer directe gevolgen (*ongewenste effecten*) van het voorschrijven van normen is nog een indirect gevolg aanwezig. Bedrijven waarvan de activa een lange levensduur kennen en waarvoor tevens geldt dat herinvesteringen in deze activa met grote tussenpozen nodig zijn, zien zich geplaagd voor het fenomeen dat deze herinvesteringen in de loop van de tijd in absolute waarden toenemen. Een veroorzaker van dit verschijnsel is de inflatie. Dit terwijl de afschrijvingen op de oude activa hierbij achterblijven. Herinvesteren leidt dan tot een additionele toename van vaste activa en het toenemen van de afschrijvingscomponent in de winst- en verliesrekening. Dit laatstgenoemde effect doet de winst dalen, terwijl de vastgestelde tarieven de toename in investeringsuitgaven niet hoeven te dekken. Dit dubbele effect heeft tot gevolg dat het voor de netbeheerder, afhankelijk van de door de aandeelhouders opgelegde doelstelling, aantrekkelijk kan zijn om herinvesteringen uit te stellen.

3.2.3 *RATIO'S OPGENOMEN IN HET BESLUIT*

Voor het financieel kader heeft het Ministerie van Economische Zaken aansluiting gezocht bij het "Handhavingsplan Groepsfinanciering van energiebedrijven" van de Energiekamer. Hierin wordt een viertal ratio's met grenswaarden toegelicht, alsmede wordt een oordeel van een erkende kredietbeoordelaar als toegelaten kredietrating benoemd. Na het voorleggen van het concept Besluit aan diverse partijen zijn de ratio's vastgelegd in "*Besluit van 26 juli 2008, houdende regels ten aanzien van het financieel beheer van de netbeheerder (Besluit financieel beheer netbeheerder)*"

In artikel 2 van het Besluit zijn de vier ratio's met grenswaarden als volgt gedefinieerd:

"Artikel 2

1. De netbeheerder voldoet aan de volgende eisen:

- a. het bedrijfsresultaat voor rente en belasting gedeeld door de bruto rentelasten bedraagt ten minste 1,7;
- b. de som van de netto winst uit gewone bedrijfsuitoefening, afschrijvingen, amortisatie, latente belastingen, overige kostenposten waarvoor geen kasgeld noodzakelijk is en bruto rentelasten gedeeld door de bruto rentelasten bedraagt ten minste 2,5;
- c. de som van de netto winst uit gewone bedrijfsuitoefening, afschrijvingen, amortisatie, latente belastingen en overige kostenposten waarvoor geen kasgeld noodzakelijk is gedeeld door de totale schuld bedraagt ten minste 0,11;
- d. de totale schuld gedeeld door de som van de totale schuld en het eigen vermogen inclusief minderheidsbelangen en preferente aandelen is maximaal 0,7."

Deze ratio's zijn voor een netbeheerder niet van toepassing indien door een erkend kredietbeoordelingsbureau aan de netbeheerder een kredietkwaliteitstrap (kredietbeoordeling) investeringswaardig is toegekend.

De ratio's onder a en b behoren tot de groep van liquiditeitsratio's en zijn een variant van de interest coverage ratio. De ratio onder a is de interest coverage ratio, die onder b verbreedt de teller van de ratio tot een benadering van de operationele cash flow van de netbeheerder en relateert deze aan de bruto rentelasten. Het voordeel van deze tweede ratio is dat deze een betere aansluiting heeft met de daadwerkelijke kasstroom en daarmee ook een betere indicatie geeft of deze voldoende is om de rentelasten te dekken.

De ratio onder c behoort tot de groep van rentabiliteitsratio's, maar is daarvan wel een specifieke invulling. In deze ratio wordt dezelfde teller gehanteerd als bij b. De operationele kasstroom wordt gerelateerd aan de totale schuld van de netbeheerder. De ratio geeft daarmee inzicht hoe de operationele kasstroom van de netbeheerder in verhouding staat tot de schuld van het bedrijf. Het geeft daarmee een indicatie of de netbeheerder voldoende verdient om haar financiële verplichtingen na te komen. De ratio wijkt af van normale rentabiliteitsratio's. Deze relateren de operationele kasstroom aan het totale vermogen, dan wel de netto winst aan het eigen vermogen.

De ratio onder d behoort tot de solvabiliteitsratio's. Het geeft inzicht in de balansstructuur van de netbeheerder en specifiek welke de relatieve omvang van het vreemd vermogen is in de totale balans. Het restant, dat wil zeggen '1 – deze ratio', geeft de relatieve omvang

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

van het eigen vermogen, tezamen met het preferente aandelenkapitaal en minderheidsbelangen.

Deze vier financiële ratio's geven een indicatie van de liquiditeit, rentabiliteit en solvabiliteit van de netbeheerder. De categorie productiviteit- / efficiencyratio's en informatie over de kwaliteit van het netbeheer wordt in andere wet- en regelgeving behandeld. Hierop gaan wij in de navolgende paragrafen in.

3.2.4 EFFICIËNTIE

In de Elektriciteitswet 1998 respectievelijk de Gaswet staat dat de NMa kortingen ter bevordering van een doelmatige bedrijfsvoering vaststelt voor elk bedrijf in Nederland dat beheerder is van een elektriciteits- dan wel gasnetwerk. De kortingen worden toegepast op de inkomsten van de netbeheerder die hij behaalt met een vooraf bepaalde afzet. De wijze waarop de Energiekamer deze kortingen vaststelt is vastgelegd in een methodebesluit.

Doelstelling van dit methodebesluit is de netbeheerders te dwingen tot een efficiënte bedrijfsvoering door het opleggen van een korting (zogenaamde x-factor) op hun tarieven. Uitgangspunt hierbij is dat door deze korting de inkomsten na een aantal jaar gelijk zijn aan de door de Energiekamer efficiënt geachte kosten per eenheid output. Hierbij wordt rekening gehouden met een redelijk geacht rendement op geïnvesteerd vermogen.

3.2.5 KWALITEIT

In de Elektriciteitswet 1998 respectievelijk de Gaswet staat dat de NMa een kwaliteitsterm vaststelt voor elk bedrijf in Nederland die beheerder is van een elektriciteits- dan wel gasnetwerk. De kwaliteitstermen worden toegepast op de omzet van de netbeheerder die hij behaalt met een vooraf bepaalde afzet. Als een netbeheerder een hogere kwaliteit levert dan van hem wordt verwacht dan mag de netbeheerder hogere tarieven rekenen. Als een netbeheerder een lagere kwaliteit levert dan van hem wordt verwacht dan mag hij lagere tarieven rekenen. Wat betreft elektriciteit is de wijze waarop de NMa de kwaliteitstermen vaststelt vastgelegd in een methodebesluit. Wat betreft gas heeft de NMa nog geen methode vastgelegd om de kwaliteitstermen vast te stellen.

De kwaliteit van de elektriciteitsnetten per netbeheerder, gemeten in jaarlijkse uitvalduur, wordt hierbij vergeleken met de normkwaliteit (op dit moment het gemiddelde kwaliteitsniveau). Betere kwaliteit dan deze norm leidt tot hogere inkomsten voor netbeheerders en vice versa. Daarnaast zijn in de Netcode elektriciteit compensatievergoedingen vastgelegd, waarbij netbeheerders die langdurige onderbrekingen veroorzaken gedupeerden een bepaald bedrag dienen uit te keren. Met beide maatregelen wordt een goede staat van onderhoud van de elektriciteitsnetten bevorderd.

Naast het bovenstaande zijn ook in de Implementatie- & Interventiewet artikelen opgenomen met betrekking tot kwaliteitsregulering. In de wet wordt aangegeven dat de netbeheerders elektriciteit en gas:

- over een doeltreffend kwaliteitsbeheersingssysteem moeten beschikken;

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

- over voldoende transportcapaciteit moeten beschikken om in de totale behoefte te voorzien;
- één maal per twee jaar een kwaliteits- en capaciteitsdocument (afgekort KCD) bij de Raad van Bestuur van de NMa moeten indienen.

Bij Ministeriële Regeling (MR kwaliteitsaspecten netbeheer elektriciteit en gas) zijn nadere regels gesteld met betrekking tot de bovengenoemde eisen waarmee nader wordt ingevuld waaraan het kwaliteits- en capaciteitsdocument van netbeheerders dient te voldoen. In dit document dient netbeheerder ondermeer aan te geven:

- welke normen hij op gebied van aanleg, onderhoud en bedrijfsvoering hanteert;
- welke streefwaarden hij voor betrouwbaarheid van de levering aanlegt;
- welke risicoanalyse hij heeft gemaakt voor het net;
- wat de behoefte aan transportcapaciteit binnen zijn netwerk voor de komende 10 jaar is;
- welke kwaliteitsindicatoren m.b.t. dienstverlening hij jaarlijks aan de Energiekamer rapporteert.

De NMa beoordeelt deze documenten en brengt indien nodig advies uit aan de Minister van Economische Zaken. Het kader voor deze beoordeling (toetsing) door de NMa is neergelegd in de Richtsnoeren kwaliteits- en capaciteitsdocument. Wanneer de netbeheerder een kwaliteitsbeheersingssysteem operationeel heeft dat door een geaccrediteerde instelling is gecertificeerd, dan kan dit een aanwijzing zijn dat de netbeheerder een kwaliteitssysteem heeft dat aan de gestelde eisen uit de MR kwaliteitsaspecten netbeheer elektriciteit en gas voldoet.

3.2.6 ASPECTEN FINANCIËEL GEZOND NETBEHEERDER

In de voorgaande paragrafen is ingegaan op de aspecten liquiditeit, solvabiliteit, rentabiliteit, efficiency (productiviteit) en kwaliteit. In onderstaande tabel wordt van deze aspecten die indiceren of een netbeheerder financieel gezond is, aangegeven of deze aspecten zijn meegenomen in het Besluit of in andere wet- en/of regelgeving.

Aspect gezond netbeheerder	In het Besluit	Andere wet- en regelgeving	Omschrijving van de betreffende wet- en regelgeving
Liquiditeit(sratio)	Ja	-	-
Rentabiliteit(sratio)	Ja	x-factorbesluit. Zie hierna.	Zie hierna.
Solvabiliteit(sratio)	Ja	-	-
Efficiency(ratio)	Nee	x-factorbesluit ingevolge artikel 41a, eerste lid van de Elektriciteitswet 1998 resp. ingevolge artikel 81a, lid 1, Gaswet.	Opleggen van een jaarlijkse korting op de tarieven. Door deze korting moeten de inkomsten na een aantal jaar gelijk zijn aan de door de Energiekamer efficiënt geachte kosten per eenheid output, rekening houdend met een redelijk geacht rendement op het geïnvesteerd vermogen.

Aspect gezond netbeheerder	In het Besluit	Andere wet- en regelgeving	Omschrijving van de betreffende wet- en regelgeving
Kwaliteit (onderhoud en capaciteit / investeringen in netten)	Nee	<ul style="list-style-type: none"> • q-factorbesluit ingevolge artikel 41a, eerste lid van de Elektriciteitswet 1998 resp. ingevolge artikel 81a, lid 1, Gaswet; • Netcode Elektriciteit ingevolge artikel 31, lid 1, sub a van de Elektriciteitswet 1998; • Kwaliteits- en Capaciteitsdocumenten ingevolge de Implementatie- en Interventiewet. In de Ministeriële Regeling kwaliteitsaspecten netbeheer elektriciteit en gas zijn nadere regels omtrent de inhoud hiervan vastgesteld. 	<p><u>Q-factorbesluit</u>: is vooralsnog alleen operationeel wat betreft elektriciteit. De kwaliteit van de elektriciteitsnetten per netbeheerder, gemeten in jaarlijkse uitvalduur, wordt hierbij vergeleken met de normkwaliteit. Als een netbeheerder een hogere kwaliteit levert, mag hij hogere tarieven rekenen. Als hij een latere kwaliteit levert, moet hij lagere tarieven rekenen.</p> <p><u>Netcode Elektriciteit</u>: hierin zijn compensatievergoedingen vastgelegd, waarbij netbeheerders die langdurige onderbrekingen veroorzaken gedupeerden een bepaald bedrag dienen uit te keren.</p> <p><u>Kwaliteits- en Capaciteitsdocumenten</u>: dienen door het netbeheerder éénmaal per 2 jaar bij de Energiekamer te worden ingediend. De Energiekamer beoordeelt deze documenten en brengt indien nodig advies uit aan de Minister van Economische Zaken.</p>

EVALUATIE

Gezonde netten veronderstellen gezonde netbeheerders. En gezonde netbeheerders zijn vanuit een bedrijfseconomische optiek niet alleen financieel gezond. Ook de operationele activiteiten dienen gezond te zijn. Gezien de mogelijkheden om via de operationele activiteiten de financiële ratio's te beïnvloeden zodanig dat een "gezond" beeld ontstaat, terwijl in werkelijkheid in de operationele sfeer het risico bestaat dat een gezond netwerk wordt uitgehold, impliceert dat niet alleen financiële ratio's kunnen volstaan. Ook de activazijde en de operationele activiteiten, leidende tot kosten, dienen te worden gescreend. Hieruit volgt logischerwijs dat voor gezonde netten een volledige ratio-analyse dient te worden uitgevoerd waar op basis van een integraal perspectief vervolgens een oordeel wordt geveld over de gezondheid van de netten. De bovenstaande tabel met aspecten van een gezond netbeheerder waarop door de NMa toezicht wordt gehouden biedt hiervoor naar onze mening voldoende houvast (voldoende dekkend). Wij plaatsen wel een kanttekening met betrekking tot het hanteren van een lange termijn perspectief ten einde ook de lange termijn ontwikkeling van de netten te kunnen beoordelen. Dit betekent het analyseren van de prognoses van de netbeheerders voor de langere termijn op de in het Besluit gedefinieerde ratio's. Aldus kunnen trends worden geconstateerd op basis waarvan tot vroegtijdige bijsturing, mogelijk door het bedrijf zelf al, kan worden besloten.

Hierbij merken wij op dat voor de beoordeling van een financieel gezonde netbeheerder het van belang is inzicht te hebben in de toekomstige vervangings- en uitbreidingsinvesteringen in de vorm van investeringsplannen waarbij tevens een uitwerking met betrekking tot de ontwikkeling van de financiële ratio's (geprognosticeerde balansen, winst- en verliesrekening, cash flow overzichten).

3.2.7 *NORMSTELLING IN HET BESLUIT*

In het besluit worden ten aanzien van de vier genoemde financiële ratio's ook grenswaarden gesteld waar de netbeheerder ten minste aan moet voldoen. Ten aanzien van normstelling merken wij op dat in de literatuur geen eenduidige normen voor bedrijven dan wel voor groepen van specifieke bedrijven zijn gesteld. In de literatuur worden wel gemiddelden of gewenste niveau's van ratio's beschreven, echter normstelling komt niet voor. De reden hiertoe is dat specifieke bedrijven vanwege specifieke omstandigheden ratio's kunnen hebben die afwijken van het gemiddelde zonder dat dit op dat moment nadelige consequenties behoeft te hebben voor de bedrijfsvoering. Daarenboven kan de ene score soms met een andere score worden gecompenseerd. Normstelling die zich richt op de ene score en niet op de andere zou deze compensatie onmogelijk maken, terwijl voor een flexibele bedrijfsvoering dit wenselijk kan zijn. Voorbeeld hiervan is de (delen van de) bouwsector waar soms sprake kan zijn van negatieve liquiditeitsratio's doordat door afnemers in termijnen vooruitbetaald wordt op aangenomen werken. Dit wijkt af van het algemene, gemiddelde beeld, maar hoeft niet problematisch te zijn voor de desbetreffende onderneming.

Normstelling leidt er ook toe dat een keuze moet worden gemaakt voor bepaalde ratio's en voor bepaalde waarden. Het definiëren van bepaalde ratio's tezamen met het kiezen van specifieke waarden kan ertoe leiden dat het bedrijf wordt geconfronteerd met lastig, wellicht soms onmogelijk te combineren doeleinden. Voorbeeld hiervan is het behalen van een bepaalde rentabiliteit op het eigen vermogen onder voorwaarde van een bepaalde balansratio. De balansratio kan zodanig gekozen zijn dat, gegeven de mogelijkheden tot het genereren van winsten in de betreffende sector, de voorgeschreven rentabiliteit niet gehaald kan worden.

Normstelling leidt er ook toe dat het bedrijf een focuspunt krijgt opgelegd. Voorzover het bedrijf deze normen haalt, is er niets aan de hand. Hiervoor is al betoogd dat voor een oordeel omtrent de financiële gezondheid van het bedrijf een integraal oordeel nodig is van alle relevante ratio's. Bij uitsluiting van een deel van de via ratio's te vatten aspecten ontstaat de gelegenheid minder aandacht naar juist dat onderdeel te laten uitgaan, dan wel de operationele activiteiten zodanig uit te voeren dat in ieder geval de gespecificeerde normen worden gehaald. In de loop van de tijd kan een dergelijk focus nadelig uitwerken voor het bedrijf, omdat het kan leiden tot een vorm van onderinvestering.

Naast deze meer algemene punten ten aanzien van normstelling, is het de vraag of de in het Besluit zijn gestelde minimum grenswaarden behoren bij een financieel gezond netbeheerder. Daartoe zijn in de hierna opgenomen tabel de waarden van deze ratio's ingevoerd van internationale netbeheerders in drie verschillende kredietklassen, AAA, A en BBB.¹ Hierbij geldt de klasse AAA als meest kredietwaardig (hieronder worden schuldbewijzen van overheden geschaard), terwijl de klasse BBB als minder kredietwaardig wordt ingeschat (hieronder worden onder andere bedrijfsobligaties geschaard). Tevens zijn de in het Besluit gestelde normen opgenomen.

¹ Standard & Poors- Infrastructure Finance – Commentary International Utility Ratings and Ratios (5/9/2001)

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

Ratio's for Distribution Utilities	AAA	AA	A	BBB	BB	B	Waarden in het Besluit
a. EBIT / interest coverage	~	~	2.0 – 4.0	1.3 – 2.5	~	~	> 1,7
b. FFO / interest coverage	~	~	3.0 – 5.0	2.0 – 3.0	~	~	> 2,5
c. FFO / Total debt (%)	~	~	13 – 25	8 – 16	~	~	> 11
d. Total debt / Total capital (%)	~	~	40 – 60	55 – 80	~	~	< 70

Uit de tabel blijkt dat de gestelde minimum grenswaarden overeenstemmen met een netbeheerder dat de BBB rating van Standard & Poor's (S&P) heeft verkregen. Voor een overzicht van de S&P toegepaste ratingclassificatie verwijzen wij naar bijlage 2.

De BBB rating wil overigens niet impliceren dat sprake is van een ongezone bedrijfsvoering. BBB rating betekent dat er een wat grotere kans bestaat ten opzichte van bedrijven met een hogere rating dat nadelige economische omstandigheden de terugbetalingscapaciteit kan verminderen. Voor een netbeheerder waarbij de kasstroom relatief stabiel is en deze voornamelijk wordt beïnvloed door de omvang van de investeringen, de daarvoor af te sluiten financiering en daarmee samenhangende kosten, achten wij een BBB rating als minimumgrens toereikend voor een financieel gezonde onderneming.

3.2.8 FINANCIËLE HERSTRUCTURERINGSACTIVITEITEN EN EFFECT OP RATIO'S

In het licht van de huidige discussie over splitsing van energiebedrijven in netbeheerders en commerciële energieleveranciers, speelt de mogelijkheid van de moedervenootschap mee om vlak voor de splitsing voor haar zelf waarde te creëren door de netbeheerder financieel te herstructureren. Dit financieel herstructureren kan onder andere inhouden het aantrekken van vreemd vermogen in de netbeheerder en het uitkeren van de al aanwezige dan wel ontstane overtollige liquiditeiten via een superdividend. Het verzelfstandigde netbeheerder start dan met een schuldpositie die niet per sé in overeenstemming hoeft te zijn met de optimale en tevens ook met een balans die, geschoond van liquide middelen, eveneens niet de optimale behoefte te zijn. Via het aantrekken van vreemd vermogen zal de netbeheerder in die situatie in de toekomst meer rente en aflossingen dienen af te dragen aan de financier. Dit vermindert de beschikbare vrije kasstroom van het bedrijf.

De in het Besluit gedefinieerde ratio's en de daarin gestelde grenswaarden maximeren de omvang van het vreemd vermogen en de daaraan gekoppelde lasten. Dit impliceert dat het moederbedrijf door de ratio's een plafond voorgeschreven heeft gekregen.

- Ratio d (debt ratio) beperkt de absolute omvang van het vreemd vermogen.
- Ratio a (interest coverage) beperkt de omvang van de daaraan gekoppelde rentelasten.
- Ratio c maximeert de betalingen die aan vreemd vermogen verschaffers kan worden verstrekt. Dit leidt andermaal tot een inperking van het vreemd vermogen.

Uitkering van de overtollige middelen door middel van een superdividend wordt mogelijk deels ingeperkt door ratio d (debt ratio) daar minimaal 30% van het balanstotaal dient te bestaan uit andere claims dan vreemd vermogen. Of deze beperking daadwerkelijk effectief is hangt af van de specifieke situatie van de netbeheerder. Wat door de voorgeschreven ratio's niet wordt gevangen is de problematiek rond de investeringsagenda. Indien een netbeheerder na de splitsing volgens de gestelde grenswaarden zijn financiering heeft geregeld, is het voor dat bedrijf op dat moment moeilijk, zo niet onmogelijk om een voorgeno-

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

men herinvesteringsagenda uit te voeren. Dit vergt middelen die op dat moment niet meer aanwezig zijn, terwijl tevens niet voldoende kan worden ingeleend omdat (bijvoorbeeld) de balansratio (ratio d) al knellend is geworden. Dit betekent dat hetzij extra eigen vermogen dient te worden aangetrokken dan wel uitstel van het investeringsprogramma. Een mogelijke oplossing voor dit probleem kan worden gevonden door de netbeheerders herinvesterings- en onderhoudsplannen te laten opstellen die gekoppeld zijn aan bepaalde netkwaliteitskenmerken. Voordat dan tot afsplitsing kan worden overgegaan zal de netbeheerder in het splitsingsplan² duidelijk moeten kunnen maken dat deze plannen uitgevoerd kunnen worden onder de voorgestelde splitsingsvoorwaarden.

3.2.9 CONCLUSIE

De ratio-analyse is een beproefd bedrijfseconomisch instrument ter beoordeling van de prestaties van ondernemingen. Hiertoe worden de diverse ratio's in vier groepen onderverdeeld. De in het Besluit gedefinieerde ratio's behoren tot de liquiditeits-, rentabiliteits- en solvabiliteitsratio's. In het algemeen geldt dat normen voor de specifieke ratio's moeilijk zijn vast te stellen. Uit een vergelijking met soortgelijke van een kredietrating voorziene netbeheerders blijkt dat de gestelde financiële normen overeenkomen met een BBB kredietoordeel. Wij achten een BBB rating als minimumgrens toereikend voor een financieel gezonde onderneming.

Sturen op financiële ratio's alleen kan leiden tot uitstel van onderhoud, tot het opzetten van buiten de balans constructies en het uitstellen van herinvesteringen zonder dat dit door de financiële ratio's wordt onderkend. Dergelijke op productiviteit en kwaliteit gerichte ratio's ontbreken in het Besluit. Echter, dit wordt in belangrijke mate ondervangen door de eisen aan netbeheerders die wet en regelgeving stelt aan de tarief- en kwaliteitsregulering. Aanvulling op het reguleringskader van de NMa zou kunnen zijn explicieter een langere termijn optiek te hanteren en de jaarprognoses (investeringen) van de netbeheerders in de ratio-analyse te betrekken. Het ontbreekt naar onze mening in de huidige regulering aan de concrete lange termijn financiële vertaling van investeringen (geprognosticeerde balansen, winst- en verliesrekeningen en cash flow overzichten).

Financiële herstructurering (bij splitsing of nadien) door middel van het aantrekken van vreemd vermogen, en/of het uitkeren van een superdividend wordt door de gestelde ratio's gemaximeerd (gelimiteerd). Indien dit tot de grenzen van de normen wordt uitgevoerd ontstaat een netbeheerder met een financiële gezondheid die gelijk is aan die van netbeheerders in de kredietklasse BBB. Voor een netbeheerder waarbij de kasstroom relatief stabiel is en deze voornamelijk wordt beïnvloed door de omvang van de investeringen, de financiering daarvan en daarmee samenhangende kosten, achten wij de grenswaarden in het Besluit als minimumgrens toereikend voor een financieel gezonde onderneming. Wel merken wij op dat de grenswaarden aan te merken zijn als minimumwaarden waarbij mogelijk de onderhouds- en herinvesteringsagenda van de netbeheerder wordt ingeperkt. Wij achten het voor de beoordeling van de financiële ratio's van de netbeheerders van belang dat door de energiebedrijven in de splitsingsplannen toereikende informatie wordt verstrekt over de financiële positie, de verwachte investeringen, en de kostenontwikkeling.

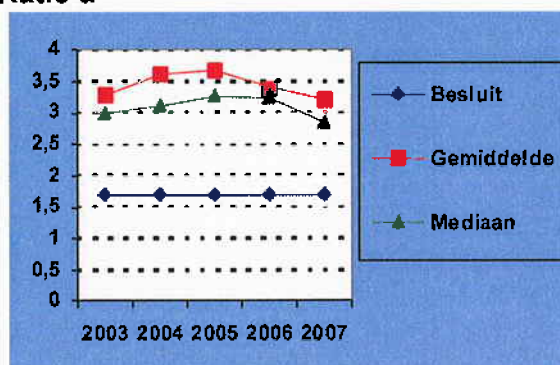
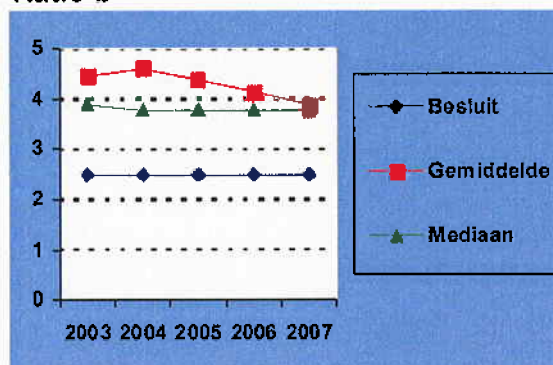
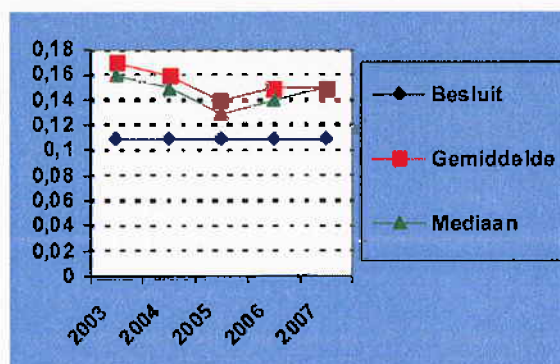
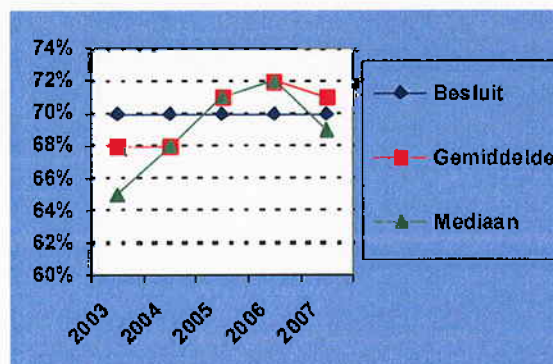
² Op grond van de Wet tot wijziging van de Elektriciteitswet 1998 en van de Gaswet (Splitsingswet)

3.3 GANGBARE RATIO'S IN DEZE SECTOR

3.3.1 BENCHMARK

Door EZ is gevraagd in de praktijk na te gaan welke ratio's vergelijkbare energiebedrijven hebben. Ter beantwoording van deze vraag hebben wij een benchmark uitgevoerd naar de ratio's van een aantal energiebedrijven met netbeheer activiteiten. Voor deze benchmark hebben wij aansluiting gezocht bij een vergelijkingsgroep welke door de Energiekamer van de NMa na consultatie eind 2005/ begin 2006 gehanteerd ten behoeve van de methodebesluiten voor Tennet. Het betreffen internationale bedrijven in de sectoren gas en elektriciteit die zowel distributie- als transmissiediensten verrichten. Onderstaand hebben wij van de ondernemingen in die vergelijkingsgroep aan de hand van financiële data de vier ratio's weergegeven aan de hand van de financiële cijfers over de jaren 2003 - 2007.^{3 4}

Ratio	Besluit	2003	2004	2005	2006	2007
a)	> 1,7	2,99	3,11	3,27	3,24	2,85
b)	> 2,5	3,89	3,78	3,78	3,78	3,77
c)	> 0,11	0,16	0,15	0,13	0,14	0,15
d)	< 0,7	0,65	0,66	0,71	0,72	0,69

Ratio a

Ratio b

Ratio c

Ratio d


Grafieken: Benchmark ratio's ondernemingen in vergelijkingsgroep. Bron: Thomson Financial

³ Zie bijlage 3 (Vergelijkingsgroep) voor de namen van de bedrijven en wijze van regulering. (in belangrijke mate via tarieven)

⁴ Zie bijlage 4 (Ratio's Benchmark 2007-2003) voor de ratio's per bedrijf voor de betreffende jaren.

Uit deze benchmark blijkt dat:

- De vier ratio's over een periode van 5 jaar bezien zijn redelijk stabiel.
- De norm in het besluit voor de ratio's a en b relatief lager ligt dan de benchmark. Deze ratio's worden beïnvloed door de regulering in de betreffende landen en de daarbij te hanteren tariefstellingen. De gemiddelde winstgevendheid van die ondernemingen ligt, gegeven een bepaalde vermogensstructuur, hoger dan die mogelijkerwijs voortvloeit uit de norm van Het Besluit. Of hierbij sprake is van een verschil in behandeling van zaken die op de lange termijn de ratio's beïnvloeden, zoals de onderhouds- en investerings-agenda, is op basis van de beschikbare informatie niet vast te stellen, maar is wel een punt van aandacht.
- De norm in het besluit voor de ratio's c en d ligt relatief dicht tegen de benchmark. Beide ratio's geven een indicatie voor de omvang van de schuld. De norm voor ratio c lijkt op grond van de benchmark te kunnen worden opgevat als een minimumwaarde. De norm voor ratio d lijkt op grond van de benchmark te kunnen worden opgevat als een voorzichtige maximumwaarde (4 van de 15 ondernemingen met een ratio hoger dan 0,75 terwijl het Besluit een maximumwaarde aangeeft van 0,7).
- Slechts 2 van de 15 ondernemingen voldoen niet aan alle vier de in het Besluit genoemde normen voor de ratio's (en slechts 1 onderneming die niet voldoet aan drie normen/ratio's).

3.3.2 CONCLUSIE

Op grond van de benchmark lijkt de conclusie gerechtvaardigd dat de in het Besluit genoemde normen voor de financiële ratio's – binnen een zekere bandbreedte – in de sector van de netbeheerder gangbaar zijn.

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

BIJLAGE 1: OVERZICHT GEHANTEERDE INFORMATIE

Wij hebben voor deze rapportage de volgende informatie gehanteerd:

- Electriciteitswet 1998 en de Gaswet
- Wet tot wijziging van de Elektriciteitswet 1998 en van de Gaswet
- Besluit financieel beheer netbeheerder d.d. 26 juli 2008
- Handhavingsplan Groepsfinanciering van energiebedrijven
- Standard & Poor's- Infrastructure Finance – Commentary International Utility Ratings and Ratios (5/9/2001)
- Updated cost of capital estimate for energy networks, Frontiers, april 2008.
- Financiële data uit de database van Thomson Financial
- Financiële data van www.damodaran.com

BIJLAGE 2: CLASSIFICATIE RATINGS S&P

(bron: Standard & Poor's)

Issue credit ratings are based, in varying degrees, on the following considerations:

- Likelihood of payment—capacity and willingness of the obligor to meet its financial commitment on an obligation in accordance with the terms of the obligation;
- Nature of and provisions of the obligation;
- Protection afforded by, and relative position of, the obligation in the event of bankruptcy, reorganization, or other arrangement under the laws of bankruptcy and other laws affecting creditors' rights.

Issue ratings are an assessment of default risk, but may incorporate an assessment of relative seniority or ultimate recovery in the event of default. Junior obligations are typically rated lower than senior obligations, to reflect the lower priority in bankruptcy, as noted above. (Such differentiation may apply when an entity has both senior and subordinated obligations, secured and unsecured obligations, or operating company and holding company obligations.)

AAA	An obligation rated 'AAA' has the highest rating assigned by Standard & Poor's. The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is extremely strong.
AA	An obligation rated 'AA' differs from the highest-rated obligations only to a small degree. The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is very strong.
A	An obligation rated 'A' is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than obligations in higher-rated categories. However, the obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is still strong.
BBB	An obligation rated 'BBB' exhibits adequate protection parameters. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitment on the obligation.
BB	An obligation rated 'BB' is less vulnerable to non-payment than other speculative issues. However, it faces major ongoing uncertainties or exposure to adverse business, financial, or economic conditions which could lead to the obligor's inadequate capacity to meet its financial commitment on the obligation.
B	An obligation rated 'B' is more vulnerable to non-payment than obligations rated 'BB', but the obligor currently has the capacity to meet its financial commitment on the obligation. Adverse business, financial, or economic conditions will likely impair the obligor's capacity or willingness to meet its financial commitment on the obligation.

BIJLAGE 3: VERGELIJKINGSGROEP

Company Name	Land	Regulation
Envestra Limited	Australia	Price; 5 years, regulator must insert safeguard if londer
APA Group	Australia	Price; 5 years, regulator must insert safeguard if londer
Canadian Utilities Limited	Canada	Rate of return
Transcanada Corp.	Canada	Rate of return
Emera Inc	Canada	Rate of return
Snam Rete Gas	Italy	Price cap, but to recover costs plus inflation, expected productivity, quality improvements etc; annual
Enagas SA	Spain	Ex-ante cost plus; annual
Red Electrica De Espana	Spain	Ex-ante cost plus; annual
National Grid PLC	UK	Hybrid price cap to limit incentives to oversell volume; 5 years
United Utilities Group PLC	UK	Hybrid price cap to limit incentives to oversell volume; 5 years
Scottish Power (cijfers 31/12/06)	UK	Hybrid price cap to limit incentives to oversell volume; 5 years
Atmos Energy Corp.	USA	Rate of return
Exelon Corp.	USA	Rate of return
Kinder Morgan Energy Partners LP	USA	Rate of return
AGL Resources Inc	USA	Rate of return

Vergelijkingsgroep en type van regulering. bron: Updated cost of capital estimate for energy networks, Frontiers, april 2008

BIJLAGE 4: RATIO 'S BENCHMARK 2007 - 2003
RATIO 'S OVER HET JAAR 2007

Ratios		a	b	c	d
Company Name	Land	Bedrijfs- resultaat/ bruto rente	Netto winst/ bruto- rentelasten	Netto winst/ totale schuld	Totale schuld/ gedæeld door kapitalisatie
Envestra Limited	Australia	1,13	1,50	0,11	0,84
APA Group	Australia	1,36	1,56	0,10	0,75
Canadian Utilities Limited	Canada	3,29	4,32	0,23	0,57
Transcanada Corp.	Canada	2,60	3,27	0,18	0,64
Emera Inc	Canada	2,83	3,58	0,18	0,61
Snam Rete Gas	Italy	4,35	5,51	0,18	0,67
Enagas SA	Spain	5,16	6,35	0,19	0,66
Red Electrica De Espana	Spain	4,25	5,44	0,15	0,75
National Grid PLC	UK	2,87	3,35	0,11	0,86
United Utilities Group PLC	UK	2,66	3,30	0,14	0,68
Scottish Power (cijfers 31/12/06)	UK	-	-	-	-
Atmos Energy Corp.	USA	2,81	3,96	0,15	0,67
Exelon Corp.	USA	5,82	5,71	0,14	0,77
Kinder Morgan Energy Partners LP	USA	1,93	2,23	0,09	0,70
AGL Resources Inc	USA	3,94	4,08	0,11	0,73
Average		3,21	3,87	0,15	0,71
Median		2,85	3,77	0,15	0,69
Norm in het Besluit		> 1,7	> 2,5	> 0,11	< 0,7

Bron: Thomson Financial

RATIO'S OVER HET JAAR 2006

Ratios		a	b	c	d
Company Name	Land	Bedrijfs- resultaat/ bruto rente	Netto winst/ bruto- rentelasten	Netto winst/ totale schuld	Totale schuld/ gedeeld door kapitalisatie
Envestra Limited	Australia	1,16	1,53	0,10	0,91
APA Group	Australia	1,53	1,80	0,09	0,73
Canadian Utilities Limited	Canada	3,36	3,99	0,22	0,58
Transcanada Corp.	Canada	2,55	3,37	0,19	0,67
Emera Inc	Canada	2,87	3,40	0,17	0,59
Snam Rete Gas	Italy	5,42	6,64	0,16	0,64
Enagas SA	Spain	6,37	7,68	0,19	0,66
Red Electrica De Espana	Spain	3,75	5,41	0,15	0,77
National Grid PLC	UK	3,00	3,70	0,13	0,85
United Utilities Group PLC	UK	3,11	3,54	0,12	0,74
Scottish Power (cijfers 31/12/06)	UK	-	-	-	-
Atmos Energy Corp.	USA	2,62	3,86	0,14	0,71
Exelon Corp.	USA	4,20	4,54	0,12	0,77
Kinder Morgan Energy Partners LP	USA	3,57	3,45	0,15	0,67
AGL Resources Inc	USA	3,96	4,93	0,13	0,73
Average		3,39	4,13	0,15	0,72
Median		3,24	3,78	0,14	0,72
Norm in het Besluit		> 1,7	> 2,5	> 0,11	< 0,7

Bron: Thomson Financial

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

RATIO'S OVER HET JAAR 2005

Ratios		a	b	c	d
Company Name	Land	Bedrijfs- resultaat/ bruto rente	Netto winst/ bruto- rentelasten	Netto winst/ totale schuld	Totale schuld/ gedeeld door kapitalisatie
Envestra Limited	Australia	1,13	1,46	0,11	0,92
APA Group	Australia	2,03	2,27	0,12	0,71
Canadian Utilities Limited	Canada	3,27	3,78	0,20	0,58
Transcanada Corp.	Canada	2,76	3,47	0,20	0,67
Emera Inc	Canada	2,39	3,32	0,17	0,59
Snam Rete Gas	Italy	10,57	12,10	0,18	0,61
Enagas SA	Spain	6,45	7,47	0,19	0,65
Red Electrica De Espana	Spain	3,42	5,02	0,15	0,77
National Grid PLC	UK	3,27	3,92	0,13	0,86
United Utilities Group PLC	UK	2,30	2,88	0,12	0,74
Scottish Power (cijfers 31/12/06)	UK	3,77	4,39	0,13	0,60
Atmos Energy Corp.	USA	2,64	3,46	0,11	0,72
Exelon Corp.	USA	3,40	4,51	0,10	0,80
Kinder Morgan Energy Partners LP	USA	3,69	3,46	0,12	0,69
AGL Resources Inc	USA	4,05	4,15	0,10	0,75
Average		3,68	4,38	0,14	0,71
Median		3,27	3,78	0,13	0,71
Norm in het Besluit		> 1,7	> 2,5	> 0,11	< 0,7

Bron: Thomson Financial

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

RATIO'S OVER HET JAAR 2004

Ratios		a	b	c	d
Company Name	Land	Bedrijfs- resultaat/ bruto rente	Netto winst/ bruto- rentelasten	Netto winst/ totale schuld	Totale schuld/ gedeeld door kapitalisatie
Envestra Limited	Australia	0,97	1,29	0,09	0,93
APA Group	Australia	1,68	2,30	0,15	0,67
Canadian Utilities Limited	Canada	3,37	3,78	0,21	0,57
Transcanada Corp.	Canada	2,55	3,33	0,20	0,65
Emera Inc	Canada	2,41	-	-	0,59
Snam Rete Gas	Italy	10,13	11,76	0,27	0,41
Enagas SA	Spain	7,89	9,60	0,16	0,60
Red Electrica De Espana	Spain	3,45	5,20	0,17	0,72
National Grid PLC	UK	2,22	3,09	0,12	0,94
United Utilities Group PLC	UK	2,17	3,31	0,15	0,66
Scottish Power (cijfers 31/12/06)	UK	0,88	1,84	0,06	0,72
Atmos Energy Corp.	USA	3,11	4,36	0,16	0,61
Exelon Corp.	USA	3,90	5,37	0,15	0,77
Kinder Morgan Energy Partners LP	USA	4,84	4,58	0,14	0,63
AGL Resources Inc	USA	4,68	-	-	0,75
Average		3,62	4,60	0,16	0,68
Median		3,11	3,78	0,15	0,66
Norm in het Besluit		> 1,7	> 2,5	> 0,11	< 0,7

Bron: Thomson Financial

3 oktober 2008
AdB/23044/JP

RATIO'S OVER HET JAAR 2003

Ratios		a	b	c	d
Company Name	Land	Bedrijfs- resultaat/ bruto rente	Netto winst/ bruto- rentelasten	Netto winst/ totale schuld	Totale schuld/ gedeeld door kapitalisatie
Envestra Limited	Australia	1,35	1,66	0,11	0,92
APA Group	Australia	1,73	3,28	0,23	0,63
Canadian Utilities Limited	Canada	3,06	3,51	0,21	0,57
Transcanada Corp.	Canada	2,35	3,20	0,22	0,65
Emera Inc	Canada	2,18	-	-	0,59
Snam Rete Gas	Italy	7,27	8,98	0,28	0,42
Enagas SA	Spain	7,38	9,09	0,18	0,57
Red Electrica De Espana	Spain	3,35	5,19	0,16	0,72
National Grid PLC	UK	2,40	3,22	0,14	0,95
United Utilities Group PLC	UK	2,21	3,66	0,17	0,64
Scottish Power (cijfers 31/12/06)	UK	3,26	4,19	0,16	0,66
Atmos Energy Corp.	USA	2,99	4,46	0,17	0,66
Exelon Corp.	USA	2,24	3,00	0,08	0,79
Kinder Morgan Energy Partners LP	USA	4,34	4,12	0,14	0,61
AGL Resources Inc	USA	3,34	4,70	0,12	0,76
Average		3,30	4,45	0,17	0,68
Median		2,99	3,89	0,16	0,65
Norm in het Besluit		> 1,7	> 2,5	> 0,11	< 0,7

Bron: Thomson Financial