

Aan Esther IJskes, ACM
Van Bas Hazeborg, Netbeheer Nederland
Datum 18 februari 2021
Onderwerp Nacalculatie WACC - impact op financieringscapaciteit

Bijlage 2 – Impact op de financieringscapaciteit

De ACM heeft haar voornemen gepresenteerd om de volgende elementen in de WACC te gaan nacalculeren:

- A)** De risicovrije rente (RfR) in de vergoeding Eigen Vermogen (EV): het verschil tussen de geschatte RfR en de werkelijke (dagelijks gemiddelde) RfR wordt 2 jaar later nagecalculeerd in de tariefbesluiten.
- B)** De utility index-rente als onderdeel van VV wordt nagecalculeerd in de tariefbesluiten

De overige elementen van de WACC (bijvoorbeeld de bèta en de marktrisicopremie) worden vooraf vastgesteld en niet nagecalculeerd.

- C)** Het is op dit moment niet bekend hoe/of de nacalculatie de overige WACC parameters raken.

Samenvattend verschuift de vergoeding voor eigen vermogen (RfR) en voor vreemd vermogen (utility index-rente) naar een variabele basis waarbij resultaten met 2 jaar vertraging worden afgerekend. Beiden effecten leiden tot een grotere beweeglijkheid van FFO en de ratio FFO/schuld. Bij een beweeglijk inkomen gaat de financiële markt uit van de minimale FFO en worden gemiddelden en pieken genegeerd. Dit resulteert onnodig in een lagere financieringscapaciteit, hogere financieringslasten en extra kosten om de risico's te beheersen.

Extra eigen vermogen buffers om beweeglijkheid op te vangen

Netbeheerders zullen maatregelen moeten nemen om een minimale FFO/schuld ratio te handhaven en om daarmee de financieringscapaciteit te bewaken. Dit betreft het aanhouden van extra buffers eigen vermogen. Dit extra kapitaal is dan niet meer beschikbaar voor de financiering van de energietransitie en vereist daarom een extra vergoeding. In onderstaand voorbeeld van een fictieve RNB kan de totaal benodigde buffer extra eigen vermogen om de ratio stabiel te houden oplopen tot € 724 mln.

	maximale daling rente*** (bps)	Vermogen* (mln)	maximale FFO beweging (mln)	EV buffer nodig bij FFO/schuld van 16% (mln)	RoE voor tax van 4% (mln)
	a	b	a*b=c	c/16% = d	d*4%
RfR	184	4.000	74	460	18
50%**				230	9
Krediet-risico	67	1.000	7	69	3
50%**				34	1
Totaal				724	29

Datum

18 februari 2021

Onderwerp

Nacalculatie WACC - impact op financieringscapaciteit

*Obv een fictieve RNB met € 4 mld EV, € 1 mld verondersteld nieuw VV en € 7 mln totaal vermogen

** De nacalculatie creëert een extra resultaat na 2 jaar en waarschijnlijk extra FFO/schuld beweeglijkheid. De schatting is dat het risico in 50% van de gevallen een negatief resultaat vergroot

*** op basis van een volatiliteit van 0,5% voor de RfR en 0,3% voor kredietrisico, aangepast voor 5 jaar (aannee voor risico beheersingshorizon) en 95% waarschijnlijkheid

De berekening van de impact is steeds de volgende: standaard deviatie * $5^{0.5}$ * 1,645 * hoofdsom.

Toelichting per item:**Ad A. de RfR**

1. Bij een variabele RfR ontstaat beweeglijkheid van de FFO via de vergoeding op eigen vermogen. Een minimale ratio FFO/schuld kan worden bewaakt door:
 - a. Het aanhouden van extra eigen vermogen (zie tabel)
 - b. Derivaten. Deze zouden maximaal € 690 mln (430+ 230) moeten genereren om daarmee het eigen vermogen te genereren. Dit kan met het continue aanhouden van een 10 jaar rentederivaten (swap) portefeuille van € 5,0 mld ($690 / 10 / (1-25\% \text{ (belasting)}) / 1.84\%$)
 - i. Deze derivaten portefeuille is disproportioneel ten opzichte van de financiële omvang van de netbeheerder.
2. Nacalculatie na twee jaar creëert een extra regulatorisch risico dat niet valt in te dekken. Het kan het resultaat in het jaar van uiteindelijke vergoeding in negatieve zin versterken, en creëert zo een extra risico. Voor dit extra risico dient voorts extra eigen vermogen te worden aangehouden als buffer.

Ad B. de rente van de utility index

1. De rente van de utility-index is niet te beheersen met financiële instrumenten. Idealiter sluit de vergoeding zo dicht mogelijk aan bij de werkelijk betaalde kosten
2. Door nacalculatie wordt een resultaat echter steeds twee jaar naar achteren geschoven. Het resultaat in dat jaar kan daarmee verder worden versterkt. De twee jaar vertraagde afrekening creëert daarmee een extra risico, welke wederom een extra eigen vermogen buffer vergt.
3. De ACM gaat uit van theoretische EV:VV verhoudingen en theoretische herfinancieringen. De nacalculatie is daarmee eveneens theoretisch en sluit niet aan bij de werkelijke rentekosten van de netbeheerder. Dit versterkt de mogelijke FFO/schuld beweeglijkheid en vergt een extra eigen vermogen buffer ter indekking. De benodigde buffer is hier niet verder uitgewerkt.

Ad C. Impact op andere parameters van de WACC vergoeding

1. Het voorstel van de nacalculatie lijkt in isolatie te worden gedaan en mogelijke samenhang met andere factoren in de WACC lijken onvoldoende te zijn geanalyseerd.
2. Een netto winst die in hoge mate gevoelig is voor veranderingen in de rente, maar ook voor andere elementen in de methodiek (herijking BETA, marktriscopremie, prijsrisico energie etc) leiden tot onnodig grote schommelingen in de FFO en dit lijkt niet consistent met een A credit rating profiel. Het advies is om de effecten van deze waarschijnlijke inconsistentie diepgaand te onderzoeken.