

**Proces-verbaal van de overlegvergadering van 15 februari 2024 voorafgaand aan de uitwerking door de VREG van de tariefmethodologie 2025-2028**

**Vlaamse Regulator van de Elektriciteits- en Gasmarkt (“VREG”)**

–

**Elektriciteits- en Aardgasdistributienetbeheerders actief in het Vlaamse Gewest**

Datum	Donderdag 15 februari 2024, 13.00-15.00 uur
Plaats	Kantoren VREG
Deelnemers	Vertegenwoordigers van Fluvius System Operator cv (hierna “FSO”) namens de elektriciteits- en aardgasdistributienetbeheerders actief in het Vlaamse Gewest: David Termont, Roby Bosmans, Tonny Verla en Magali Vercammen (KPMG als consultant van FSO).  Vertegenwoordigers van de VREG: Bert Stockman, Leen Vandezande, Didier Van Overloop en Sarah Van Kerckhoven.

Kader: De overlegvergadering kadert in het gestructureerd, gedocumenteerd en transparant overleg tussen de distributienetbeheerders (hierna “DNB’s”) en de VREG voorafgaand aan de uitwerking door de VREG van het ontwerp van tariefmethodologie voor distributie elektriciteit en aardgas gedurende de reguleringsperiode 2025- 2028, en dat voorafgaat aan de organisatie van een openbare raadpleging over het ontwerp van tariefmethodologie door de VREG.<sup>1</sup>

**Inleiding**

De lezer wordt verwezen naar de agenda en het verslag van de derde (12 december 2023) en vierde (16 januari 2024) overlegvergadering, alsook naar de bijhorende documenten aangeleverd door de VREG en FSO ter voorbereiding van deze overlegvergadering.

**Agendapunt: Kapitaalkostvergoeding**

VREG licht toe dat het rapport van The Brattle Group over de kapitaalkostvergoeding werd aangeleverd aan FSO. Daarbij wijkt het rapport op volgend punt af van het ontwerpvoorstel dat op de overlegvergadering van 16 januari 2024 door de VREG werd voorgesteld: voor de bepaling van de kost van schulden wordt gebruik gemaakt van het gemiddelde van de A-

<sup>1</sup> Overeenkomstig de bepalingen van de “Overeenkomst over de overlegprocedure volgens artikel 4.1.31, §1 van het Energiedecreet voorafgaand aan de openbare raadpleging over het ontwerp van tariefmethodologie voor distributie elektriciteit en aardgas gedurende de reguleringsperiode 2025-20XX” (hierna “de Overeenkomst over de overlegprocedure”).

rated utility index en BBB-rated utility index i.p.v. louter de A-rated utility index in het ontwerpvoorstel van de VREG. Het ontwerpvoorstel van bijlage 2 zal door de VREG in deze zin worden aangepast.

FSO wenst vandaag feedback te geven bij de tekstvoorstellen van de VREG rond de wacc (zoals door de VREG toegelicht op de overlegvergadering van 16 januari 2024) en het rapport van The Brattle Group aan de hand van een presentatie (versie 15/02/2024). FSO merkt op dat de het rapport pas op 9 februari 2024 werd overgemaakt. Mogelijk worden achteraf nog aanvullende bedenkingen overgemaakt. Vandaar ook het uitgebreide voorbehoud bij de reactie van FSO op het voorstel inzake kapitaalskostenvergoeding.

### A. Berekeningen FSO

FSO verwijst naar zijn berekeningen, opgenomen in de slides 10-27 van zijn presentatie. Deze berekeningen zijn gebaseerd op de tekstvoorstellen van de VREG rond de wacc en de in de presentatie gestelde aannames (slides 7-8). De getoonde presentatie en daarbij horende simulaties houden enkel rekening met het voorstel van WACC, met de eventuele aanvullende maatregelen zoals frontier shift of financiële incentives werd nog geen rekening gehouden. De VREG wijst er voor de volledigheid nog op dat de verhouding bestaande vs. nieuwe schulden in de tabel op slide 7 niet correct is, maar de wacc-waarden wel telkens correct in de tabel worden weergegeven:

- De berekeningen van FSO tonen een financieringsbehoefte van 5,2 miljard euro in 2025-2028, rekening houdende met zowel de investeringsbehoeften, kapitaalaflossingen van bestaande leningen en dividenduitkeringen.
- De totale schuld zou groeien tot 10,4 miljard euro in 2028 (in de veronderstelling dat de toekomstige kastekorten volledig worden ingevuld met nieuwe schulden), hetgeen ook de schuldgraad doet aangroeien.
- Er is volgens FSO jaarlijks 300 miljoen euro eigen vermogen nodig om de schuldgraad op het normatieve niveau van 60% te behouden.
- De verwachtingen van de investeerders rond ROE (post tax) zijn volgens FSO o.b.v. een onderzoek door KPMG tussen 7,2% en 8,47%.
- De nominale kapitaalkostvergoeding t.o.v. de volledige RAB (incl. herwaarderingsmeerwaarden) is voor de reguleringsperiode 2025-2028 gemiddeld 4,4%.
- In 2023 en 2024 zal er een verlies of nulresultaat zijn voor elektriciteit. Ook in 2028 zal dat volgens FSO het geval zijn. Voor gas zal de winst in 2025-2028 jaarlijks tussen 77 en 89 miljoen euro bedragen.
- Bij de deelcomponenten zijn er bij elektriciteit grote mali te zien. Bij gas zijn er kleinere mali.
- Voor elektriciteit is de ROE volgens FSO bijna onbestaand in 2023-2024 en in 2027-2028. Voor gas ligt die in 2025-2028 tussen 5,1% en 6%. Voor elektriciteit en gas samen komt de ROE uit op gemiddeld 3% over 2025-2028. Dit is volgens FSO te laag ten opzichte van wat verwacht kan worden van sectorgenoten.

Volgens FSO blijkt uit zijn berekeningen dat rekening houdende met het ontwerpvoorstel van de VREG het aantrekken van extern eigen vermogen aan aanvaardbare voorwaarden onmogelijk wordt, wat in tegenspraak zou zijn met de strategische visienota van de VREG en het Energiedecreet dat een marktconforme kapitaalkostenvergoeding voorziet die toelaat om de noodzakelijke investeringen te doen voor de uitoefening van zijn opdrachten en een toegang tot kapitaal mogelijk maakt. Onder deze voorwaarden is het volgens FSO met name onrealistisch om te veronderstellen dat toekomstige financieringsbehoeften voor 40% worden gefinancierd via het aantrekken van extra eigen vermogen.

De VREG merkt op dat een aantal van de cijfers en aannames van FSO bij de berekeningen niet meer actueel zijn en/of nog moeten geactualiseerd of aangevuld worden (o.a. realiteit 2023, nieuwe wacc, werkelijke schulden). Met name de gebruikte prognoses inzake netverliezen zijn volgens de VREG niet meer actueel, hetgeen een significant negatieve impact op de berekeningen van FSO voor elektriciteit heeft. FSO merkt op dat de actualisatie van de trendmethodologie ook een belangrijke impact zal hebben.

FSO verwijst naar het Brattle rapport dat spreekt over een stabiel regulatorisch kader "*ensuring stability and predictability of the regulatory framework*". Dit voorstel van wacc-vergoeding lijkt FSO geen stabiel karakter te hebben.

## **B. Door FSO voorgestelde aanpassingen van de tekstvoorstellen rond de kapitaalkostenvergoeding en het Brattle rapport**

### **1. Asset beta minstens behouden op 0,39**

FSO meent dat de asset beta niet stabiel is omdat er een andere *peer group* is in vergelijking met de TM 2021-2024.

FSO merkt op dat Transgaz moet uitgesloten worden omdat deze *peer* nergens anders gebruikt wordt als *peer* en de geografische verschillen tussen West- en Oost-Europa te verschillend zijn. Bij bepaling van de marktrisicopremie worden landen buiten de Eurozone uitgesloten. Waarom dan ook niet bij de *peer group* ter bepaling van de beta?

De VREG merkt op dat 7 van de 8 *peers* dezelfde zijn als bij de TM 2021-2024. Bovendien was toen in de *peer group* ook een Amerikaanse vennootschap opgenomen. De VREG ontving toen van de belanghebbenden geen zienswijzen over geografische verschillen en de nood tot uitsluiting van landen buiten de Eurozone. FSO stelt dat de bèta toen 0,39 bedroeg en in lijn lag met die van de *peers*.

FSO uit ook bedenkingen bij de aanpak van Brattle om het criterium inzake liquiditeit in te vullen. De omzet van de verhandelde aandelen dient volgens FSO in rekening gebracht te worden en niet de omzet van het bedrijf, wat één van de parameters is die door Brattle wordt beschouwd ter bepaling van de liquiditeit. Bij een aangepaste definitie van liquiditeit lijken volgens FSO Transgaz en REN niet in aanmerking te komen voor de *peer group*. (De liquiditeitscijfers van REN heeft FSO nog niet kunnen opnemen in de presentatie).

De VREG wijst erop dat de methodologie dezelfde was als tijdens de TM 2021-2024. Toen zijn geen dergelijke opmerkingen gemaakt.

Volgens FSO houden de historische bèta's geen rekening met de toekomstige capex plannen die nog niet uitgevoerd zijn maar wel voor iedereen gestegen zijn. Deze gestegen capex plannen zitten nog niet in de historische beta's van de afgelopen 2 jaren. De verwachting is dat de bèta's voor iedereen zullen stijgen. Er is volgens FSO dus ook geen enkele reden om de bèta van Fluvius te verlagen t.o.v. de vorige regulatoire periode.

FSO vraagt meer verduidelijking over de manier waarop de asset bèta van Transgaz berekend werd gegeven de wisselkoersrisico's. De VREG geeft aan hierover verder terug te koppelen met Brattle.

Brattle stelt in zijn rapport: "The projected capital expenditures on Fluvius electricity distribution networks are not extraordinary". De capex plannen zijn volgens FSO wel uitzonderlijk. De gemiddelde voorziene investeringen elektriciteit over de periode 2025-2028 bedragen 1.066 miljoen euro tegenover een capex van 399 miljoen euro in 2019. Het gemiddelde investeringsniveau over de periode 2022-2023 (referentieperiode beta) bedroeg 723 miljoen euro. Het gemiddelde van 2025-2028 houdt een stijging in met 47,5 %. Er is volgens FSO dus geen enkele reden om de beta te verlagen t.o.v. de vorige regulatoire periode.

De VREG merkt op dat het Brattle rapport stelt dat de investeringen die FSO moet uitvoeren niet "extraordinary" zijn ten opzichte van deze van hun *peers*. De VREG verwijst ook naar de grafiek die door de VREG gepresenteerd werd tijdens de hoorzitting in het Vlaams Parlement van 7 februari 2024 en waarin de investeringen van FSO van 2006 tot nu worden getoond. Daaruit blijkt dat er ook vroeger een vergelijkbare investeringsgolf (in reële waarde) geweest is, met name in het kader van de verhoging van de aansluitingsgraad op het gasnet.

## 2. Risicovrije rente enkel baseren op Belgische OLO i.p.v. mix Belgische en Duitse OLO's.

FSO meent dat men zich bij het bepalen van de risicovrije rente enkel mag baseren op de Belgische OLO i.p.v. een mix van de Belgische en Duitse OLO's. Het operationeel risico van Fluvius ligt immers volledig in België. Dit is ook de methodiek die toegepast wordt door CREG, CWaPE & Brugel. Ook ACM voegt sinds kort een "countryrisk premium" toe aan de Duitse Bunds.

De VREG merkt op dat dit een herhaling is van het standpunt van FSO bij de vorige tariefmethodologieën. De VREG ziet in deze reactie geen nieuwe inzichten t.o.v. de eerdere standpunten terugkomen.

## 3. Bepalen van de marktrisicopremie a.d.h.v. een rekenkundig gemiddelde i.p.v. een meetkundig gemiddelde

FSO stelt dat het rekenkundig gemiddelde in de literatuur omschreven wordt als het meest aangewezen om rendementen te voorspellen.

De neerwaartse aanpassing van de vergoeding van het vreemd vermogen (VV) voorgesteld door de VREG is volgens FSO tegengesteld aan de recente rentestijging.

Op de grafiek op slide 37 is de door de VREG voorgestelde vergoeding van het VV afgezet ten opzichte van het 5-jaars gemiddelde van de Duitse staatsobligaties op 10 jaar. Hieruit blijkt dat de *spread* tussen het voorstel van de VREG en dit 5-jarige gemiddelde daalt naar 2028 toe.

De VREG vraagt bijkomende toelichting bij deze grafiek en vraagt om de bronnen over te maken van de geprojecteerde evolutie van de Duitse staatsobligatie in de periode 2025-2028. Zo begrijpt de VREG o.m. niet waarom in de grafiek een 5-jaarlijks gemiddelde wordt vergeleken met de vergoeding VV, dewelke is opgebouwd uit een vergoeding voor bestaande schulden o.b.v. het 10-jaarlijks gemiddelde en een vergoeding voor nieuwe schulden o.b.v. het 1-jaarlijks gemiddelde. Bovendien ziet de VREG in deze grafiek ook een bevestiging van zijn aanpak inzake de bepaling van de risicovrije rente, nl. dat deze wordt bepaald door de Duitse overheidsobligaties.

FSO kan zich verder niet vinden in de stelling van Brattle dat het zich had kunnen herfinancieren in de periode 2017-2019. Herfinanciering van bestaande schulden is vaak contractueel niet mogelijk en indien wel dan is daar altijd een kostprijs aan verbonden waardoor het vaak niet voordelig is. Dit wordt continu opgevolgd en het is geen evidentie om voordeel te halen bij een herfinanciering. FSO merkt op dat het achteraf makkelijk is om een dergelijke bedenking te maken. Als men in tijden van lage rente kapitaal zou aantrekken voor later gebruik, dan is er een risico op waardevernietiging. Men zou dit kapitaal dan moeten herbeleggen aan een lage rente, terwijl de toekomstige evolutie daarvan onzeker was. FSO zal de VREG twee - confidencieel te behandelen - documenten overmaken waaruit blijkt dat herfinanciering niet mogelijk is of was.

4. Verhouding bestaande/nieuwe schulden behouden op 60/40 (cfr reële verhouding volgens FSO) en de jaarlijkse verhouding van 80/20 vervangen door de reële verhouding

FSO blijft voorstander van het *embedded cost* principe (leidt volgens hem ceteris paribus tot laagste risicopremie). Indien dit nog steeds niet te overwegen is voor de VREG, stelt FSO minstens enkele aanpassingen voor van de tekstvoorstellen rond de kapitaalkostvergoeding van het VV, en dit om de vergoeding van het VV zo nauw mogelijk aan te laten sluiten bij de werkelijke kosten van de schulden.

FSO stelt o.m. voor om de verhouding bestaande schulden/nieuwe schulden te behouden op 60/40 (in lijn met de reële verhouding volgens FSO) en de jaarlijkse verhouding van 80/20 te vervangen door de reële verhouding. In het kader van de energietransitie is het volgens FSO immers onrealistisch te veronderstellen dat een efficiënte netbeheerder een lineair schuldprofiel heeft.

Voor het testen van de redelijkheid van deze veronderstelling met de projecties voor FSO maakt Brattle gebruik van een projectie van de toekomstige financieringsbehoeften. In tegenstelling tot Brattle is FSO van mening dat het aantrekken van eigen vermogen ter financiering van de investeringen onrealistisch is gegeven de vooropgestelde wacc-vergoeding. Bovendien wordt er in deze redelijkheidstoets volgens FSO onterecht geen rekening gehouden met de kasstromen voor dividenduitkering. Niet alleen maakt dit de veronderstelling van nieuw eigen vermogen surrealistisch maar vormt dit ook een ander uitgangspunt dan in de TM 2021-2024. Dit druist volgens FSO terug in tegen de regulatoire stabiliteit en tegen het Energiedecreet waar een marktconforme vergoeding voor kapitaalverstrekkers (zowel schuldeisers als aandeelhouders) wordt vooropgesteld.

De VREG gaat niet akkoord. De wacc wordt normatief bepaald, op basis van het profiel van een efficiënte DNB. Het aftoetsen met de geprojecteerde toekomstige financieringsbehoeften van FSO is enkel een redelijkheidstoets. Het is volgens Brattle daarbij niet logisch om vanuit een regulatorisch standpunt standaard dividenduitkeringen te veronderstellen. Bovendien is het uitkeren van dividenden in periodes waarin significante investeringen moeten gebeuren volgens de VREG geen standaardpraktijk. Inzake rendementseisen denken investeerders volgens de VREG op lange termijn

5. Bepaling kost van financiële schulden niet enkel baseren op A-rated bonds.

FSO stelt vast dat in het recente Brattle rapport rekening is gehouden met dit voorstel. Dit hoeft dus niet verder besproken te worden.

6. Referentieperiode bestaande schulden van 10 jaar zou gewogen gemiddelde moeten hanteren o.b.v. werkelijke schuldprofiel van Fluvius.

FSO meent dat de referentieperiode voor de bestaande schulden van 10 jaar een gewogen gemiddelde zou moeten hanteren o.b.v. het werkelijke schuldprofiel van Fluvius. Zo wordt rekening gehouden met het moment waarop schulden werden aangegaan in de referentieperiode. Herfinanciering is volgens FSO geen optie in periodes van lage rente.

De VREG verwijst naar de argumenten opgenomen in het rapport van Brattle.

7. De jaarlijkse bijwerking van de kost van de bestaande en nieuwe financiële schulden dient best ex post in plaats van ex ante te gebeuren

FSO meent dat de jaarlijkse bijwerking van de kost van de bestaande en nieuwe financiële schulden geen ex post aanpassing is, maar nog steeds een ex ante bijsturing. Er blijft een vertraging van 1 jaar tussen het einde van de referentieperiode en de start van de tariefperiode waardoor er onvoldoende garantie is dat de bijgewerkte vergoeding een correcte weerspiegeling is van de actuele kost van schulden. Een ex post bijwerking lijkt volgens FSO een correcter mechanisme om fluctuaties in de rentemarkt op te vangen.

VREG geeft aan niet de intentie te hebben gehad om in een ex post aanpassing van de vergoeding voor het VV te voorzien. VREG verkiest de ex ante bijwerking om de

tariefmethodologie en aldus de kasstromen voor de distributienetbeheerders voorzienbaar te houden. Deze voorzienbaarheid kan niet gerespecteerd worden in het geval van een ex post aanpassing aangezien de distributienetbeheerders in de loop van het jaar schuldfinanciering zouden aangaan zonder kennis te hebben over de hoogte van de wacc. De VREG wijst erop dat de jaarlijkse herziening van de kost van de bestaande en nieuwe financiële schulden nieuw is ten opzichte van de TM 2021-2024 en voornamelijk is bedoeld om evoluties in de rentemarkt ook tijdens de reguleringsperiode te kunnen integreren.

FSO wijst erop dat beide voordelen kunnen gerealiseerd worden door gebruik te maken van het *embedded cost* principe.

FSO merkt nog op dat de vergelijkingen die door Brattle in figuur 4 en 5 m.b.t. de benchmarking van de wacc gemaakt worden, geen correcte weerspiegeling geven. Indien je voor bepaalde regulatoren de vergoeding voor VV gelijkstelt aan de vergoeding die de VREG voorziet en deze vervolgens voor 60% weegt in de bepaling van de hoogte van de wacc, dan is het evident dat je een vergelijkbare vergoeding bekomt. De bijsturing van enkel de *risk free rate* om het verschil in referentieperiode weg te werken is volgens FSO eveneens zeer éénzijdig. Er wordt geen rekening gehouden met herziening van andere elementen.

#### 8. RAB-meerwaarden opnieuw vergoeden

FSO herhaalt zijn eerder standpunt om de RAB-meerwaarden opnieuw te vergoeden zoals de overige RAB-bestanddelen.

#### 9. Verskil tussen de *Scorecard Indicated Outcome* en de *Baseline Credit Assessment* waarop de *two-notch uplift* door Moody's wordt toegepast

FSO formuleert bedenkingen bij het hoofdstuk rond *financeability* van het Brattle Rapport. Brattle vergeet in de figuur 6 rond de Moody's rating volgens FSO essentiële info: er is een verschil tussen de *Scorecard Indicated Outcome* en de *Baseline Credit Assessment* waarop de *two-notch uplift* wordt toegepast, zoals ook blijkt uit de meest recente rating van Moody's voor FSO. De delta tussen de *Scorecard Indicated Outcome* en de finale rating is volgens FSO dus maar 1 *notch*.

De VREG vraagt FSO om zicht te krijgen op de redenen dat de *Scorecard Indicated Outcome* en de *Baseline Credit Assessment* voor FSO van elkaar verschillen. FSO zal dit verder bekijken.

Verder wijst FSO er ook op dat de rating van de Vlaamse Overheid onder druk zou staan. Zo heeft ratingbureau Fitch op 9/06/2023 de outlook voor de Vlaamse Overheid op negatief geplaatst. Het is volgens FSO dus onzeker of FSO zal blijven genieten van een *two-notch uplift* in geval van een *downgrade* van de Vlaamse overheid. Indien de rating van FSO wordt herzien in functie van deze evolutie, zou volgens FSO ook de vergoeding voor bestaande en nieuwe financiering in de wacc moeten herzien worden in functie van deze nieuwe realiteit.



FSO meldt dat het geen invloed kan uitoefenen op de rating van de Vlaamse Overheid en dat een *downgrade* van de rating van FSO als gevolg van een *downgrade* van de Vlaamse Overheid zou leiden tot extra financieringskosten die, bij een ongewijzigde tariefmethodologie, zouden leiden tot een niet marktconforme vergoeding van de kapitaalkost.

De VREG stelt nogmaals dat de wacc normatief wordt bepaald. De bepaling van een marktconforme bepaling voor aandeelhouders en schuldeisers gebeurt met name op basis van het uitgangspunt van een efficiënte DNB. Een mogelijke wijziging van de rating van het Vlaams Gewest en/of FSO is dus niet relevant voor de normatieve wacc.

#### 10. Nood aan herziening van de definitie van het nettobedrijfskapitaal

FSO meent dat de huidige definitie van het nettobedrijfskapitaal herzien dient te worden omdat met de huidige definitie een deel van het geïnvesteerde kapitaal niet wordt vergoed. In de context van Geïnvesteerd Kapitaal, zou het nettobedrijfskapitaal volgens FSO enkel operationele elementen mogen omvatten. Ook Brattle legt in haar rapport de nadruk op de operationele cash inflows en outflows: “Net working capital relates to operating cash inflows and outflows”. Het Fluvius voorstel sluit de effecten van het systeem van cash pooling uit, zoals Brattle suggereert (“... *how to mitigate the impact of the cash pooling system taking into account the current net working capital allowance ...*”). Ook de andere regulatoren nemen de financiële stromen niet mee in hun berekening (cfr. tabel 13 p.49).

De VREG merkt op dat uit het Brattle rapport evengoed blijkt dat een aantal regulatoren niet voorzien in een vergoeding van het nettobedrijfskapitaal. In de TM van de VREG is dat wel het geval. Het standpunt van FSO over de definitie van nettobedrijfskapitaal is bovendien gekend. De VREG verwijst o.m. naar zienswijze 73 in het consultatieverslag over de Tariefmethodologie 2017-2020. Op slide 45 wordt bovendien verwezen naar een passage uit de TM 2015-2016. De VREG stelt het jammer te vinden dat daarbij niet de volledige passage van die TM wordt beschouwd aangezien hij daarin toelicht waarom hij voor de huidige definitie van nettobedrijfskapitaal kiest en niet voor de behoefte aan nettobedrijfskapitaal. Het voorstel van FSO komt namelijk overeen met de definitie van behoefte aan nettobedrijfskapitaal. De voornaamste reden van de VREG is zijn doel om ‘gaming’ tegen te gaan aangezien hij louter de waarden op balansdatum beschouwt.

FSO stelt dat deze bezorgdheid inzake ‘gaming’ al wordt tegengegaan aangezien ook een aftopping op de hoogte van het nettobedrijfskapitaal wordt toegepast. Volgens de VREG kan dit FSO er echter nog steeds toe aanzetten om dit plafond maximaal in te vullen. Daarenboven haalt FSO ook aan dat dit wantrouwen inzake mogelijke ‘gaming’ kan opgevangen worden door niet enkel en alleen naar de balansdatum te kijken.

Vervolgens licht FSO enkele voorbeelden toe die het verschil tussen beide definities duiden waarbij volgens FSO een deel van het geïnvesteerd kapitaal niet wordt vergoed in het geval van de definitie die de VREG hanteert.



De VREG vraagt toelichting bij de voetnoten die in de voorbeelden zijn opgenomen. FSO duidt dat in de berekening ook een minimum aan liquide middelen als onderdeel van de operationele kasstroom moet beschouwd worden.

Verder stelt FSO dat zijn berekening er wel degelijk toe bedoeld is om zowel voor de schulden als de vorderingen (bv. rekening-courant) de financiële verrichtingen buiten beschouwing te laten, aangezien uit de voorbeelden enkel de financiële verrichtingen aan de schuldenzijde blijken.

### C. Bedenkingen FSO bij het financieel model

FSO meent dat de volgende algemene assumpties in het model niet realistisch en onaanvaardbaar zijn:

- Financiering van nieuwe investeringen via 40% extra eigen vermogen: Om extra eigen vermogen aan te kunnen trekken, dient het regulatorisch kader een marktconforme kapitaalkostenvergoeding te voorzien. FSO stelt dat de vergoeding die momenteel voorzien wordt door de VREG, niet marktconform is. FSO stelt dat het bijgevolg weinig realistisch is om ervan uit te gaan dat bijkomend kapitaal aangetrokken zal kunnen worden. Bij ongewijzigde kapitaalkostenvergoeding, is het meer realistisch om de bijkomende financieringsnoden te financieren via schulden. Bovendien is het volgens FSO niet realistisch om het dividendbeleid ongewijzigd te laten. Het extra eigen vermogen dat aangetrokken zal moeten worden dient namelijk ook vergoed te worden o.a. d.m.v. dividenduitkeringen.
- Realisatiegraad van 80% op de investeringen: De realisatiegraad was in 2023 95% voor elektriciteit en 85% voor gas. De VREG wijst erop dat de 80% realisatiegraad gebaseerd is op historische cijfers. Verder wijst de VREG erop dat in het ontwerpvoorstel inzake *financeability* dat tijdens de overlegvergadering van 16 januari 2024 door de VREG werd voorgesteld, ook was voorzien in een scenario waarbij een 100% realisatiegraad wordt bereikt. Ook in dat geval concludeerde de VREG dat de ontwerpbevestigingen voor de nieuwe TM voldoende zijn om aan de relevante tarifaire richtsnoeren in het Energiedecreet te voldoen.

FSO heeft verder volgende punctuele bedenkingen:

- In de CF tabel wordt wel rekening gehouden met de uitkering van dividenden terwijl dit in de berekening van de verhouding bestaande/nieuwe leningen niet het geval is. De VREG verwijst naar zijn reactie die eerder tijdens deze overlegvergadering aan bod kwam inzake de wijze waarop hij in het financieel model de dividenduitkeringen heeft benaderd.
- De rentevoet inschattingen in het model dateren nog van 26.04.2023, terwijl de rente nu geëvolueerd is. De rentevoet die wordt toegepast in het model is een gemiddelde

van de bullet leningen en klassieke bankleningen. De financiering gebeurt in het model echter steeds via bullet leningen. Financiering via bullet is duurder en deze rentevoeten zouden dus moeten toegepast worden. De VREG begrijpt deze bemerking niet aangezien voor de schulduitgiftes voor de toekomstige financieringsbehoeften de normatieve kost van nieuwe schulden wordt verondersteld en aldus geen rekening wordt gehouden met inschattingen ontvangen van FSO. FSO geeft aan de details van deze bemerking verder intern te bekijken.

- De EIB lening van 190 mio. € is opgenomen onder de bestaande schulden eind 2023. Deze werd echter pas opgenomen in 01/2024 en behoort dus tot de nieuwe schulden. De VREG geeft aan dat FSO hem eerder de input bezorgde dat deze lening naar alle waarschijnlijkheid nog in 2023 zou afgesloten worden. Hij neemt echter kennis van deze nieuwe informatie en zal deze in het financieel model integreren.
- De kredietlijnen en thesauriebewijzen zijn niet meegenomen in de verhouding bestaande/nieuwe schulden. Deze leningen worden in realiteit jaarlijks opnieuw opgenomen aan de dan geldende rentevoeten. De VREG geeft aan kennis te nemen van deze reactie en te bekijken hoe hij deze in het financieel model kan integreren.
- De financieringsbehoefte voor bepaling van de verhouding bestaande/nieuwe schulden houdt geen rekening met de kasstromen voor dividenden. Dit is echter wel een effectieve kasstroom. Om consistent te zijn dienen volgens FSO de schulden m.b.t. dividenden ook verwijderd te worden uit de bestaande schulden indien deze niet worden meegenomen bij de nieuwe schulden.

De VREG geeft aan dat hij hieruit afleidt dat FSO in het verleden schulden is aangegaan om dividenden te financieren. Hij verwijst verder opnieuw naar zijn reactie die eerder in de overlegvergadering aan bod kwam omtrent de redenen waarom toekomstige dividenduitkeringen niet worden beschouwd voor de bepaling van de toekomstige financieringsbehoeften.

- De dividenden zijn bepaald op groepsniveau via de pay-out regel 80/120. Dit is in realiteit per DNB waardoor dit niet overeenkomt met de 80/120-regel op groepsniveau.
- Door geen wijziging in het dividendbeleid te veronderstellen bij het aantrekken van extra eigen vermogen wordt er van uitgegaan dat dit extra eigen vermogen niet wordt vergoed of dat de vergoeding van het extra eigen vermogen volledig ten laste wordt gelegd van de vergoeding van het bestaande eigen vermogen.
- FSO stelt dat de bepaling van de rating in het model steeds uitgaat van een *two-notch uplift* tov de *Scorecard Indicated Outcome*. In realiteit is dit volgens FSO maar 1 *notch* (zie hoger). De VREG wijst erop dat het financieel model de conclusies van het ontwerpvoorstel inzake *financeability* – zoals op de overlegvergadering van 16 januari 2024 door de VREG voorgesteld – bevestigt.

- FSO stelt de vraag of het door de VREG opgemaakte financieel model kan gedeeld worden met Moody's. De VREG koppelt hieromtrent nog terug.
- Op de vraag van de VREG of het financieel model in het consultatiedocument kan opgenomen worden onder bijlage 2 reageert FSO eerder terughoudend .
- FSO meent dat de éénmalige opbrengst in 2023 m.b.t. de paalvergoeding niet gecorrigeerd lijkt te worden in de trendberekening. De VREG bevestigt dit en geeft aan dat dit volgens hem ook reeds duidelijk was uit de agenda zoals voorgesteld tijdens de overlegvergadering van 8 februari 2024.

#### **D. Andere**

- FSO zal zijn principes inzake kostentoewijzing van overhead en toeslagen uitgebreid beschrijven in de methodenota 2023. Deze zijn afgestemd met de commissaris. De VREG stelt voor om dit in detail te behandelen tijdens de overlegvergadering van 20 februari 2024 waarin het onderwerp van de methodenota geagendeerd is.
- FSO heeft het voorstel van de VREG rond de rapportering van vaste activa in aanbouw onderzocht. Het voorstel was om te rapporteren vanaf 100 kEUR. Dat zou volgens FSO echter heel grote rapporteringen opleveren. FSO pleit ervoor om de rapportering maar op te leggen vanaf 250 of 500 kEUR per DNB/activiteit. De VREG geeft aan deze input verder te bekijken.