



Zienswijze

Van E-NL
Aan ACM
Datum 8-9-2022
Onderwerp Zienswijze adviesrapport Brattle 'Redelijk rendement WACC warmteleveranciers'

Op 21 oktober 2021 is artikel 7 lid 2 t/m 4 van de warmtewet in werking getreden. Op dit moment zijn een drietal consultaties opengesteld: beleidsregel rendementstoets, RAR-warmte en het redelijk rendement (WACC). Met deze consultaties geeft ACM nadere invulling aan de haar gegeven wettelijke bevoegdheid om het rendement van de warmteleveranciers te monitoren. Energie-Nederland geeft hieronder haar input op de voorgestelde methodiek.

Inleiding

De reactie van E-NL op de consultatie adviesrapport WACC en afleversets bestaat uit 4 onderdelen:

- 1) Inleiding
- 2) Feedback WACC
 - a) Reactie op de WACC berekening
 - i) Rapportage van PwC over redelijke rendementen in de warmtesector (bijlage 1)
 - ii) Vergelijking tussen de aannames en berekening van PwC en Brattle (bijlage 2)
 - b) Duiding risico's warmtesector
 - i) Differentiatie in de sector
 - ii) Asymmetrisch reguleringsrisico
 - c) Impact WACC op investeringsklimaat
 - i) Voorbeeld businesscase met de voorgestelde regulering (bijlage 3 & 4)
 - ii) Perspectief investeerders
- 3) Regulering met terugwerkende kracht
- 4) Samenvattend

Als warmtesector onderschrijven wij het belang van een nieuwe rendementsmethodiek en de (toekomstige) herziende tariefsystematiek. Het maakt warmtetarieven duidelijker uitlegbaar en het geeft verbruikers de zekerheid dat zij niet meer betalen dan nodig is en de aangewezen warmtebedrijven krijgen de zekerheid dat zij hun (efficiënte) kosten inclusief een redelijk rendement kunnen terugverdienen. Voor de voorgestelde systematiek hebben wij de volgende aandachtspunten welke zich vooral richten op de noodzakelijke differentiatie, de financierbaarheid van warmtebedrijven en het asymmetrische reguleringsrisico.

Feedback WACC

Het is van groot belang dat het redelijk rendement voor collectieve warmtebedrijven op de juiste hoogte wordt vastgesteld. Een te hoog toegestaan rendement gaat ten koste van de afnemer. Een te laag toegestaan rendement gaat ten koste van prikkels om te investeren en zet de continuïteit van warmtebedrijven onder druk. Investeringsbereidheid en continuïteit zijn echter wel gewenst: in het Klimaatakkoord is de ambitie afgesproken om in 2030 500.000 extra aansluitingen op warmtenetten te realiseren – ongeveer een verdubbeling van de sector.

Reactie op de WACC berekening

Als Energie Nederland zijn wij de mening toegedaan dat de WACC zoals deze in de consultatie wordt voorgelegd geen recht doet aan de risico's die in de warmtesector aanwezig zijn. De warmtesector verschilt van de door Brattle gehanteerde sectoren in de peergroup door de aanwezigheid van een asymmetrisch reguleringsrisico en de diversiteit binnen de sector. Deze elementen dienen onzes inziens meegenomen te worden in de berekening van de hoogte van de WACC. Het achterwege laten hiervan zal tot gevolg hebben dat de investeringsbereidheid afneemt en de continuïteit van warmtebedrijven onder druk wordt gezet.

Daarnaast verwijzen we naar het rapport 'Een redelijk rendement voor collectieve warmtebedrijven' van PwC, zoals aangeleverd aan ACM op 14 juni jl. Dit rapport reflecteert het standpunt van de sector t.a.v. factoren en risico's die een rol spelen bij de berekening van de WACC voor de warmtesector. Een onderbouwing van de gehanteerde WACC-berekeningen is hiervan een onderdeel en leidt tot een WACC-warmte van 9,3% (voor belasting) inclusief het asymmetrisch reguleringsrisico. In onderhavige consultatie t.a.v. de WACC-warmte heeft Brattle de WACC vastgesteld op 4,23% (voor belasting) exclusief het asymmetrisch reguleringsrisico. Ter verdere analyse en duiding is in de bijlage t.a.v. de WACC-verschillen tussen het PwC rapport en het Brattle rapport een nadere toelichting opgenomen. Daarbij hebben wij enkele punten van aandacht:

- Brattle heeft de uitkomst van haar WACC berekening niet op haalbaarheid getoetst bij investeerders en dat maakt het rapport een theoretische studie (later meer over de impact op de investeringsbereidheid).
- In Brattle rapport wordt voor de risk-free rate gerekend met een gemiddelde drie jaar periode, eindigend in 2022. Dit is een periode van uitzonderlijk lage rentes geweest (ook in 100 jaar historische perspectief) en dat roept de vraag op in hoeverre deze gehanteerde systematiek recht doet aan de huidige marktsituatie.
- De Equity Market Risk Premium die onzes inziens wordt onderschat door Brattle.

- In de benchmark (beta) zijn vier sectoren vertegenwoordigd. Brattle heeft deze sectoren dezelfde gewing meegegeven (elk voor 25%). PwC heeft in haar rapport specifiek aandacht besteed aan de overeenkomsten van deze benchmark sectoren met de warmtesector. Dit levert een gedetailleerder beeld van de overeenkomstige risico's en daarmee een genuanceerdere uitkomst voor de WACC-berekening.

Ter verdere onderbouwing en verduidelijking zijn een drietal documenten toegevoegd, te weten:

- Rapport PwC: *'Een redelijk rendement voor collectieve warmtebedrijven'* welke reeds op 14 juni jl. is aangeleverd bij de ACM.
- Vergelijking van de verschillen tussen de door het Brattle en PwC geformuleerde WACC: *'Comparison of Brattle vs PwC regulated WACC heat sector'*.
- Een fictieve businesscase ter verduidelijking van de voorgestelde systematiek op het rendement van warmteleveranciers.

Duiding risico's warmtesector

Differentiatie in de warmtesector

Warmtebedrijven en hun warmtenetten en -systemen vertonen grote onderlinge verschillen ten aanzien van onder meer het aantal aansluitingen, de bronnen, het duurzame karakter van de bronnen, het type omgeving, de ondergrond, de wijze van financiering, etc. Een gebouwinstallatie is substantieel anders dan een stadswarmtenetwerk. Deze diversiteit heeft invloed op de risicoprofielen van ondernemingen. Hiermee wordt in de voorgestelde WACC geen rekening gehouden.

Om tegemoet te komen aan de verschillende risicoprofielen binnen de warmtesector zouden verschillende WACC's gehanteerd kunnen worden. Drie voorbeelden hiervoor:

- Oude – nieuwe netten: in o.a. Duitsland wordt dit toegepast en vindt er een opslag plaats voor jongere netten.
- De schaal en locatie van het warmtesysteem. Een gebouwgebonden installatie is substantieel anders dan een stadswarmtenetwerk en kent daarmee andere risico's, financieringsconstructies en verdienmodellen.
- Het type warmtebron, en de daarmee gepaard gaande innovatie, - constructie, - productie, en leveringsrisico's. Geothermie wordt beschouwd als bron met een hoog constructierisico, gezien zowel onzekerheid over de capaciteit van de bron voorafgaand aan de ontwikkeling als de relatief beperkte staat van

technologische ontwikkeling. Leveringsrisico's hangen samen met zowel de betrouwbaarheid van de bron (aantal bronnen en mogelijke tijdelijke uitval) als de gecontracteerde levensduur en beschikbare opties daarna om deze te kunnen vervangen voor een andere bron. In de subsidiebepaling voor de SDE++ wordt door PBL al met een systematiek gewerkt om hier onderscheid in te maken.

Ook willen wij benadrukken dat het van belang is dat er incentives blijven bestaan om innovatie (bronontwikkeling) en investeringen in meer risicovolle projecten mogelijk te maken. Tegelijkertijd dient geborgd te worden dat er geen overwinsten worden gemaakt op de minder risicovolle projecten.

ACM geeft aan dat differentiatie in WACC uitvoeringstechnisch op problemen stuit. De keerzijde hiervan is dat geen recht wordt gedaan aan de verschillende risicoprofielen binnen de warmtesector. Als gevolg hiervan wordt dus geaccepteerd dat bedrijven met een hoger risicoprofiel een lager dan redelijk rendement zullen behalen en daarmee geen ruimte hebben voor een gezonde bedrijfsvoering. Dit zal ertoe leiden dat er minder projecten worden gerealiseerd en zet druk op de klimaatdoelstellingen. Onzes inziens zou een oplossing kunnen zijn om een algemene opslag te rekenen voor het feit dat de sector en de projecten dermate verschillend zijn om zodoende de juiste balans te vinden tussen de uitrol van nieuwe projecten en consumentenbescherming. Nader onderzoek zou hierover meer duiding kunnen geven. Minimaal is nodig dat een algemene opslag wordt gehanteerd zodat ook risicovollere projecten doorgang vinden en de doelstelling voor het klimaat in zicht blijven.

Asymmetrisch reguleringsrisico

Een kenmerk van het risicoprofiel van de collectieve warmtesector is de aanwezigheid van een asymmetrisch reguleringsrisico. Dit risico heeft Brattle buiten beschouwing gelaten in haar WACC berekening. Terwijl dit risico daadwerkelijk aanwezig is in de warmtesector. Dit risico heeft betrekking op:

- De kern van het risico is dat (aan de bovenkant) het behaalde rendement nooit meer kan zijn dan redelijke rendement terwijl (aan de onderkant) een lager dan redelijk rendement voor rekening van de warmtebedrijven is.
 - Het voorgaande wordt verstrekt door het hanteren van een maximumtarief dat is gebaseerd op gasreferentie (NMDA) welke geen relatie heeft met de kostenstructuur van de warmtebedrijven
 - Onzekerheid over de uitwerking van de ter consultatie voorgelegde beleidsregels
 - Onzekerheid ten aanzien van de eigendom van infrastructuur van warmtenetten
- ACM heeft al eerder een asymmetrische reguleringspremie toegepast (aanleg van Next Generation Access ("NGA") glasvezel en snelle kabelnetwerken in de

telecomsector). Overeenkomstig de warmtenetten betrof dit de aanleg van kapitaalintensieve netwerken met hoge verzonken kosten. Tevens moesten deze destijds nog grotendeels worden aangelegd, gelijk aan de situatie nu voor warmtenetten. In zowel Nederland als in vele omliggende landen werd om deze reden een premie op de WACC toegepast bij de bepaling van het toegestane rendement. Door de OPTA werd voor de telecomsector het asymmetrische reguleringsrisico gesteld op 3.5% (na belasting). Om recht te doen aan de warmtesector zou de hoogte van deze premie nader onderzocht dienen te worden.

Impact WACC op investeringsklimaat

Voorbeeld businesscase

Als voorbeeld hebben wij een fictieve, edoch representatieve, businesscase opgesteld waarbij de impact van de onderliggende regelgeving (rendementstoets en WACC) inzichtelijk is gemaakt. Zie ook bijlage 3 voor de notitie en bijlage 4 voor het onderliggende Excel model. Hieruit blijkt het beoogde redelijke rendement niet gehaald kan worden o.b.v. de voorliggende consultaties. Reden hiervoor is dat in de rendementstoets de beperking van 5 jaar termijn is opgenomen voor de berekening van het rendement. Dit gecombineerd met de aftopping van het rendement in de latere jaren o.b.v. de voorgestelde WACC zorgt voor een substantieel lagere WACC over de looptijd van het project. Energie-Nederland ziet in het niet kunnen behalen van een redelijk rendement een zeer groot risico dat de investeringsbereidheid zal verdwijnen. Hierdoor zullen de doelstellingen uit het Klimaatakkoord verder uit beeld verdwijnen en zal de warmte- cq. energietransitie worden vertraagd.

ACM stelt in haar toelichting dat zij op uitvoeringsproblemen stuit indien zij rekening dient te houden met het rendement gedurende de gehele levenscyclus van een warmteproject. ACM heeft evenwel beschikking over rendementsdata vanaf het moment van invoering van de Warmtewet (2014). Om meer recht te doen aan het rendement gedurende de levensduur van een warmtenet, stelt Energie-Nederland om bij het uitvoeren van de rendementstoets de termijn van 5-jaar te heroverwegen en daarbij te kijken naar welke data beschikbaar is en ten tweede te laten oplopen de komende jaren al doende er meer data worden aangeleverd bij ACM. Waarbij wel gerealiseerd dient te worden dat, ongeacht de gekozen periode, pas recht gedaan kan worden aan het redelijk rendement indien rekening wordt gehouden met de behaalde rendementen gedurende de gehele levensduur van een warmtenet.

Perspectief investeerders

Het onderzoek van Brattle is in onze ogen een theoretisch exercitie en sluit onvoldoende aan bij de realiteit. Het is wenselijk dat de aannames en uitkomsten van het Brattle onderzoek worden getoetst met de warmtesector en hun investeerders, zeker in het licht van de stijgende marktrentes. Onzes inziens is het een tekortkoming

van het onderzoek om de uitkomsten niet te toetsen op de hurdle rates van daadwerkelijke investeerders.

Daar komt bij dat projectfinanciering met deze maximale rendementen wordt bemoeilijkt en daarmee wordt de groei (en toetreding van nieuwe spelers) onnodig beperkt. Ter verduidelijking: banken stellen minimum eisen aan rendementen die momenteel hoger liggen dan het redelijk rendement zoals dat wordt voorgesteld door de ACM. Op basis van de bancaire financieringsvoorwaarden die momenteel worden gesteld hebben projecten een meervoud aan hogere ROIC nodig dan de Brattle voorstelt.

Zonder deze toetst met aandeelhouders, financiers en bancaire financieringsvoorwaarden heeft het rapport beperkte praktische waarde en kan het niet als basis dienen voor de warmtetransitie.

Daarbij geldt dat de door Brattle vastgestelde WACC lager is dan de ondergrens van de in het verleden gehanteerde bandbreedte voor redelijk rendement in de rendementsmonitor welke is gerelateerd aan de WACC van de netbeheerders elektriciteit en gas. De warmtesector is substantieel anders dan netbeheer voor elektriciteit en gas:

- In de warmtesector vindt concurrentie plaats (i.t.t. markt van netbeheerders). Het gaat hierbij om concurrentie *om* de markt, waarbij de beste aanbieder het recht verkrijgt het netwerk aan te leggen.
- Warmtesector beslaat de integrale keten van productie, transport en levering. De netbeheerder E&G heeft alleen betrekking op transport.
- Netbeheerders ontvangen gegarandeerde opbrengsten, waar warmtebedrijven te maken hebben met maximale prijzen waarmee zij hun kosten dienen te dekken.
- Volloopriscio: Concessies worden veelal voor een eindige periode van 30 jaar uitgegeven, waardoor verlate voltoop zal leiden tot afstel van inkomsten in plaats van uitstel. Daarnaast is er momenteel geen enkele harde aansluitverplichting voor gebouwen of woningen op een warmtenet. Hierdoor is het voltoop risico niet vergelijkbaar met netbeheer in E&G. Dit risico vraagt een extra opslag ten opzichte van netbeheer in E&G.
- Constructierisico: Het Rijk hanteert in de SDE++ hogere rendementen op vreemd en eigen vermogen voor technieken die een hoger risicoprofiel bevatten zoals aquathermie, geothermie en elektrische boilers. Dit type bronnen is juist wat warmtebedrijven de komende jaren moeten gaan ontwikkelen om te voldoen aan de regulering omtrent duurzaamheid. Het is daarom opvallend dat de hogere risico's die hier mee gepaard gaan onvoldoende worden meegenomen in de WACC-berekening. In de PBL eindadvies basisbedragen SDE++ van 2022 wordt ten opzichte van

conventionele technieken (zon-pv) een opslag van 0,5 tot 1% gerekend voor vreemd vermogen en een opslag tot wel 6% voor eigen vermogen. Dit zien wij onvoldoende terug in de systematiek en berekening van Brattle.

Het bovenstaande maakt o.i. dat de door Brattle voorgestelde WACC niet passend is voor de warmtesector. Daarom pleit Energie-Nederland voor een toetst van de door Brattle gehanteerde WACC's met de realiteit van investeerders, financiers en bancaire financieringsvoorwaarden.

Regulering met terugwerkende kracht

In zowel de consultatie van de WACC als rendementstoets wordt voor de bepaling van een redelijk rendement gekeken naar rendementen van voorgaande jaren. Dit komt o.a. tot uitdrukking in het feit dat Brattle ook WACC's heeft bepaald voor de jaren 2018 t/m 2021 welke na invoering van de nieuwe regelgeving als benchmark gehanteerd zal worden. In het verleden werd het behaalde rendement middels de rendementsmonitor altijd getoetst aan de indicatieve bandbreedte voor redelijk rendement welke gebaseerd was op de WACC van de netbeheerders elektriciteit en gas. De door Brattle vastgestelde WACC over de voorgaande jaren is lager dan de in het verleden gehanteerde bandbreedte. Het met terugwerkende kracht aanpassen van de norm redelijk rendement, kan voor de warmtesector tot gevolg hebben dat zij onder de nieuwe regelgeving met een meer dan redelijk rendement geconfronteerd worden terwijl daarvan geen sprake was op het moment van monitoren. Nog los van het feit dat de wellicht hoger dan redelijk rendement behaalde resultaten dienen ter compensatie van de in (een verder) verleden behaalde verliezen/onder rendementen. Daarom kan onzes inziens geen aanpassing plaats vinden van de in het verleden gehanteerde WACC's voor een redelijk rendement gebruikt in de rendementsmonitor.

Samenvattend

Als warmtesector onderschrijven wij het belang van een nieuwe tarief- en rendement methodiek. Belangrijk hierbij is de balans tussen consumentenbescherming en het behouden van een gezond ondernemings- en investeringsklimaat. In de opbouw van de voorgestelde WACC ontbreekt in onze ogen deze balans en zal het investeringsperspectief in de warmtesector verdampen.

Energie-Nederland stelt de volgende aanpassingen voor de WACC:

- Het toevoegen van een asymmetrisch reguleringsrisico en een risicopremie voor differentiatie binnen de warmtesector. Om de hoogte te bepalen verder onderzoek nodig is.

- Hoogte WACC toetsen bij investeerders, financiers en bancaire voorwaarden om het ondernemings- en investeringsklimaat gezond te houden.
- Aanpassing van de risicovrije rentevoet naar actuele data (van 0,04% naar huidige rentestanden).
- Aanpassing van de EMRP naar realistischere gegevens o.b.v. bijgevoegde notitie (van 5% naar 6,5%).
- Aanpassing van de weging van de sectoren van de peergroup o.b.v. bijgevoegde notitie.
- De samenhang met de verrekenperiode van 5-jaar heroverwogen en te kijken naar de beschikbare data.
- Verduidelijking over veronderstelde terugwerkende kracht van regelgeving.