

**STRIKT VERTROUWELIJK**

# Project Nachtwacht

*Appreciatie financieel beleid regionale netbeheerders*



10-02-2023

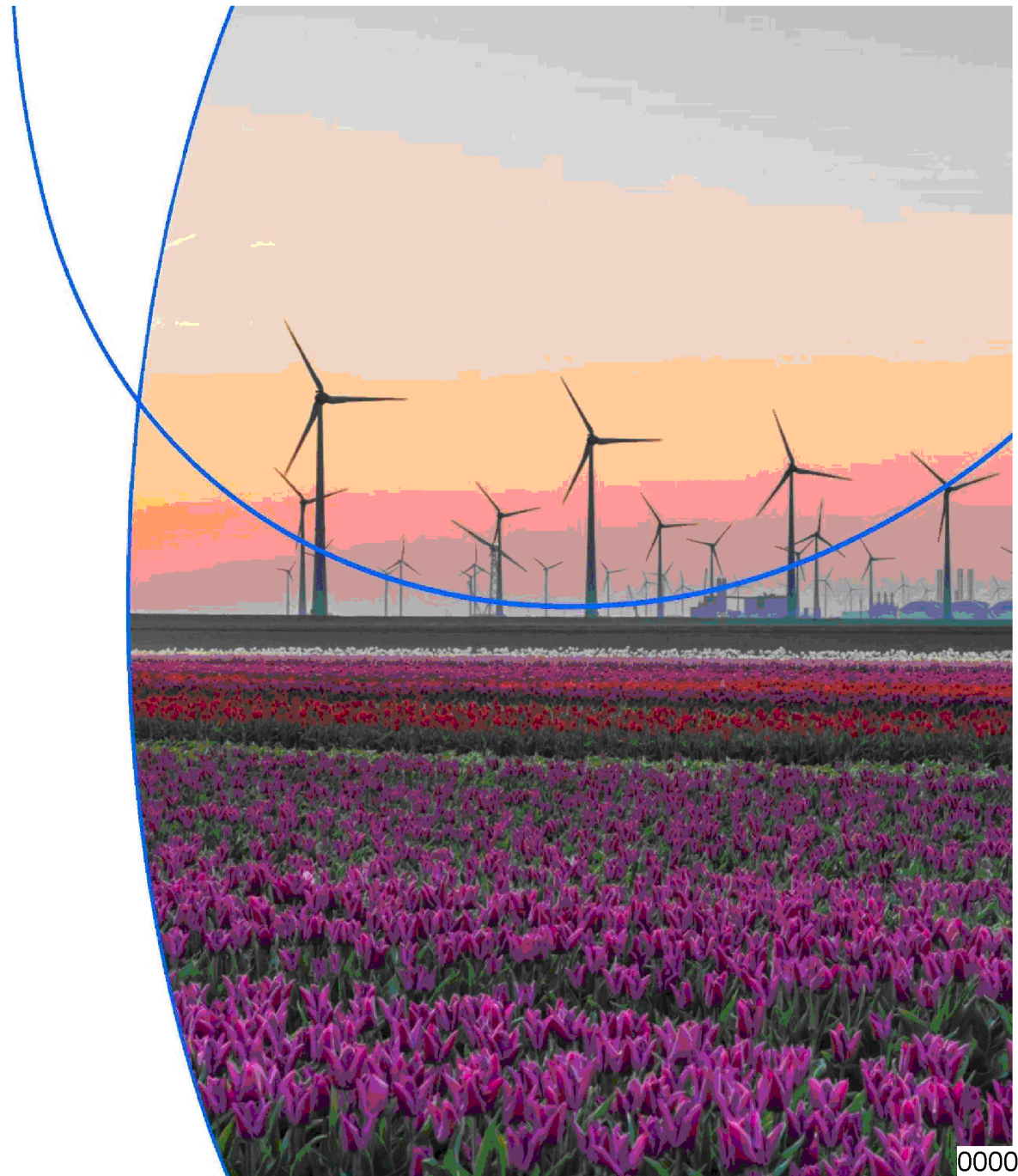
2066229

# Inhoudsopgave

- 1 Rating dynamiek
- 1.A Rating dynamiek S&P
- 1.B Rating dynamiek Moody's
- 2 Marktomstandigheden
- 3 Financieel beleid
- 4 Huidige kapitaalstructuren van de RNBS

1

# Rating dynamiek



# Introductie kredietratings

Opmerkingen	Moody's	S&P	Fitch	
<ul style="list-style-type: none"> <li>De term kredietrating verwijst naar een gekwantificeerde beoordeling van de kredietwaardigheid van een bedrijf of instrument</li> <li>Kredietbeoordeling en evaluatie voor bedrijven en overheden wordt doorgaans uitgevoerd door een ratingbureau zoals S&amp;P Global, Moody's, of Fitch Ratings</li> <li>Stedin, Alliander en Enexis hebben een rating van Moody's en/of S&amp;P</li> <li>De eisen die de wet, via het besluit financieel beheer netbeheerder (BFBN), stelt aan de Netwerkbedrijven is dat ze tenminste investment grade (Baa3/BBB- of hoger) zijn óf aan de volgende punten voldoen (deze punten zijn niet één-op-één vergelijkbaar met de rating agencies, maar zijn ongeveer in lijn met BBB/Baa):                         <ul style="list-style-type: none"> <li>EBIT / Rente &gt; 1,7;</li> <li>FFO / Totale Schuld &gt; 11%</li> <li>FFO' / Rente &gt; 2,5</li> <li>Schuld / Totaal Vermogen 0,7</li> </ul> </li> <li>Stedin (A-), Alliander (A+/Aa3) en Enexis (A+/Aa3) voldoen aan een investment grade rating profiel en om die reden zijn de BFBN ratio's niet van toepassing</li> <li>Voor de kleinere Nederlandse Netbeheerder is BFBN wel van toepassing</li> <li>Onderstaand overzicht geeft een indicatie van producten die beschikbaar zijn per rating classificatie. Obligaties zonder onderpand (Senior unsecured bonds) zijn alleen beschikbaar voor investment grade bedrijven. Voor de drie grote Netwerkbedrijven is het daarom van belang om tenminste investment grade te blijven</li> </ul>	Investment grade	Aaa	AAA	AAA
		Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
		A1	A+	A+
		A2	A	A
	No-investment grade	A3	A-	A-
		Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-
		Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+		
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Caa1	CCC+	CCC+		
Caa2	CCC	CCC		
Caa3	CCC-	CCC-		

## Investment grade producten

- Obligaties zonder onderpand
- Bankfinanciering zonder onderpand
- Private obligaties
- Hybride (Converteerbare obligaties, perpetuals, etc)

## Producten beschikbaar voor zogenaamde 'cross-over'<sup>2</sup>

- Cross over/HY light obligatie (zonder onderpand en covenanten)
- Bankfinanciering met en zonder onderpand
- Private obligaties
- Hybride (Converteerbare obligaties, perpetuals, etc)

## Non-investment grade producten

- High Yield obligaties
- Bankfinanciering met onderpand
- Institutionele financiering met onderpand
- Hybride (Converteerbare obligaties, perpetuals, etc)



Ratings per RNB in hoofdstuk 3



Producten per RNB in hoofdstuk 4

Note 1: FFO = EBITDA - Betaalde rente - Betaalde belasting; Note 2: BB+/Ba1, of in geval van een duale rating, waarbij de ene rating investment grade impliceert en de andere non-investment grade

# 1.A

## Rating dynamiek S&P



# S&P's rating methodologie

- S&P beoordeelt een bedrijf aan de hand van: i) het Business Risk Profile, en ii) het Financial Risk Profile, welke in een matrix worden geplaatst en leiden tot een "ankerrating"
- 1. Het Business Risk Profile (BRP) is afhankelijk van factoren als de industrie en het land waarin een bedrijf actief is, en komt voor de drie Netwerkbedrijven uit op "Excellent". We gaan ervan uit dat dit in de nabije toekomst niet zal veranderen
- 2. Het Financial Risk Profile (FRP) wordt met name bepaald aan de hand van een core ratio, in het geval van de Netwerkbedrijven is dit FFO/Net Debt. S&P geeft aan dat ze naar de ratio's op basis van een gewogen gemiddelde kijken!. S&P's methodiek heeft buckets gedefinieerd, maar wijkt hier in de praktijk van af om de rating meer in lijn te brengen met het risico in de desbetreffende sector :
  - "We could downgrade **Stedin** if FFO to debt declined and remained **below 11%**"
  - "We would downgrade **Enxelis** if the company's FFO to debt were to decline and remain **below 18%**"
  - "**Allianders'** rating could come under pressure if our forecast FFO to debt fell **below 18%** with no immediate likelihood of recovery"
- De rating wordt uiteindelijk niet alleen bepaald door BRP en FRP. S&P heeft een holistische benadering welke niet helemaal is vastgelegd in de methodiek, en zo brengt S&P meer granulariteit aan in de rating. Er wordt bijvoorbeeld gekeken naar hoe het bedrijf presteert ten opzichte van relevante peers en dit kan leiden tot een betere of juist slechtere rating
- Deze aanpassingen worden gemaakt op basis van "modifiers"<sup>2</sup>. Bij de drie netwerkbedrijven wordt geen gebruik gemaakt van de modifiers en in de sector wordt daar ook vrijwel geen gebruik van gemaakt, met uitzondering van de comparable rating modifier (welke wordt gebruikt om de rating te "fine-tunen" met maximaal 1 notch indien nodig)
- De ankerrating kan vervolgens worden verhoogd (of verlaagd) indien er sprake is van een "Government Related Entity". Op de volgende slide wordt dit nader toegelicht. Geen van de drie netwerkbedrijven krijgt op dit moment een GRE classificatie van S&P

S&P Global Ratings		Financial Risk Profile					
		Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly Leveraged
Business Risk Profile	Excellent	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
	Strong	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
	Satisfactory	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
	Fair	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
	Weak	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
	Vulnerable	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

S&P's Financial Risk profile buckets gebruikt in de praktijk

	FFO/Net Debt
Minimal	35% <
Modest	23% - 35%
Intermediate	15% - 23%
Significant	11% - 15%
Aggressive	6% - 11%
Highly leveraged	< 6%

Verwachte rating netbeheerders bij verschillende FFO/Netto schuld<sup>3</sup>

FFO/Net Debt	Rating
> 18%	A+
15%-18%	A
11%-15%	A-
9%-11%	BBB+
6%-9%	BBB

NB. S&P werkt in principe met een vijfdaags gemiddelde. Echter, ze behouden zich ook het recht om daarvan af te wijken in bepaalde gevallen. Voor de netbeheerders wordt daarom naar de jaarlijkse FFO/Netto schuld ratio gekeken

Note 1: 2 jaren actuals en 3 jaren voorspelling. Note 2: S&P kent de volgende modifiers, welke een rating positief of negatief kunnen beïnvloeden: i) diversificatie/portfolio effect, ii) management & governance, iii) financieel beleid, iv) kapitaalstructuur, v) liquiditeit en vi) Comparable rating modifier. Note 3:

# GRE methodologie S&P (I/II)

## S&P Global

### Stap 1: Bepalen van toekenning GRE

S&P hanteert de volgende definitie om te bepalen of een entiteit een GRE is: *"We consider an entity to be a GRE, for the purposes of these criteria, if (i) we believe the entity could, if under stress, benefit from extraordinary government support, which could enhance the entity's capacity and willingness to meet its financial commitments as they come due, ..."*

### Stap 2: Bepaal de "likelijkheid of Extraordinary Government Support"

#### Stap 2a: Bepalen van de rol van de GRE voor de overheid

S&P analyseert het belang van de rol van de GRE voor de regering door de ernst te beoordelen van het effect dat een wanbetaling van de GRE zou hebben voor de regering of de lokale economie. S&P onderscheidt vier verschillende niveaus bij de beoordeling van het belang van de rol van de GRE voor de regering:

1. Kritiek.
2. Zeer belangrijk.
3. Belangrijk.
4. Beperkt belang.

#### Stap 2b: Bepalen van de sterkte en duurzaamheid van de band tussen de GRE en de overheid

S&P beoordeelt de sterkte en de duurzaamheid van de band tussen een GRE en de overheid hoofdzakelijk door na te gaan in welke mate de overheid de strategie en de activiteiten van de GRE bepaalt en hoe streng zij toezicht uitoefent. Tot de analytische overwegingen behoren het eigendomspercentage van de GRE, het bestaan van een gedeeltelijke of ultieme overheidsgarantie voor de verplichtingen van de GRE, steunbetuigingen (vooral als die publiekelijk worden afgelegd), en/of het reputatierisico voor de overheid als de GRE volgens hun definities in gebreke blijft. S&P Ratings onderscheidt vier verschillende niveaus bij de beoordeling van de sterkte van de band tussen de GRE en de overheid:

1. Integraal.
2. Zeer sterk.
3. Sterk.
4. Beperkt.

Role-Link Matrix For Assessing The Likelihood Of Extraordinary Government Support

Likelihood of Extraordinary Government Support	Importance of the GRE's Role to the Government				
	CRITICAL	VERY IMPORTANT	IMPORTANT	LIMITED IMPORTANCE	
Link between the GRE and the Government	INTEGRAL	Almost certain	Extremely high	High	Moderately high
	VERY STRONG	Extremely high	Very high	High	Moderately high
STRONG	High	High	Moderately high	Moderate	
LIMITED	Moderately high	Moderately high	Moderate	Low	

### Stap 3: De plek in de matrix en de rating van het land bepalen de bijbehorende uplift

Nadat de waarschijnlijkheid van buitengewone steun is vastgesteld (de plek in de matrix) wordt de uiteindelijke rating van de GRE bepaald op basis van de stand-alone entity rating en de rating van het land. Hiervoor gebruikt S&P opzoek tabellen. Ter indicatie: Voor TenneT beschouwt S&P de rol (stap 2a) als **important** en de band (stap 2b) als **strong**. In combinatie met de AAA rating van Nederland resulteert dit in een uptick van twee notches voor TenneT.

# GRE methodologie S&P (II/II)

**GRE toekenning in de praktijk**

- In de rechter tabel staat een overzicht met de door S&P als GRE geclassificeerde energiebedrijven in Europa, het aantal upticks dat zij toegekend krijgen en de mate van aandeelhouderschap door de desbetreffende overheid
- Door het ontbreken van een goede vergelijkbare casus - waarin de overheid slechts voor een minderheidsbelang deelneemt of zich alleen committeert deel te nemen bij bepaalde trigger levels - is het moeilijk om een inschatting te maken van de waarschijnlijkheid van toekenning van GRE
- Om meer inzicht te krijgen in de overwegingen van S&P in het toekennen van de GRE classificatie raden wij aan om in gesprek te gaan met de overheid- en industrieanalisten van S&P
- S&P heeft in September 2017 het beleid tav GRE toekenning aangepast, waarbij de GRE toekenning voor alle Nederlandse netbeheerders kwam te vervallen. S&P achtte de kans op tijdige overheidssteun klein, met name door het versnipperde aandeelhouderschap. Dit had overigens geen impact op de rating omdat ze de waarschijnlijkheid van steun al beperkt achtten
- Op 25 juli 2022 heeft S&P een rapport uitgebracht over de te verwachten overheidssteun voor de RNB's. S&P beschouwt de haalbaarheid en bereidheid van overheidssteun als positief, maar heeft tot op zekere hoogte zorgen over de timing. Voor S&P is het heel belangrijk dat een GRE snel bijgestaan kan worden. Daarom zou een traag proces met toekomstige overheidssteun geen positief signaal afgeven. Naast snelheid van overheidssteun is het ook belangrijk dat een overheid bepaalde mate van controle heeft voor een GRE classificatie, bijvoorbeeld door middel van blocking votes of zeggenschap op strategische beslissingen.

	Company	Government impact	Notes
<b>Regulated utilities</b>	Augstspriguma Tikls	+2	100% state
	Azerenerji	+4	100% state
	CTE	+1	100% indirectly by state
	Electricity Supply Board	+1	96% state
	Enemalta	+3	67% state / 33% Shanghai Electric Power
	Fingrid	+1	53% state (71% voting rights) / 47% institutional investors
	Gas Networks Ireland	+1	100% state
	Gasunie	+2	100% state
	Ignitis	+1	73% state / 27% free float
	Israel Electric Corp	+4	100% state
	KEGOC	+2	100% state
	Kraftringen Energi	+2	82% municipality of Lund / 18% other municipalities
	MM SpA	-1	100% city of Milan
	Natsionalna Elektrieska	+2	100% state
	SNAM SpA	-1	18% (indirect) state
	Societa Metropolitana Acque Torino SpA	-1	100% municipalities
Statnett	+4	100% state	
Stockholm Energi	+2	50% city of Stockholm / 50% Swedish pension funds	
Tekniska Verken	+3	100% City of Linköping	
TenneT	+2	100% state	
Terna SpA	-1	18% (indirect) state	
Zagrebacki	+2	100% city of Zagreb	
<b>Unregulated utilities</b>	CEZ	+2	70% state / 30% free float
	Cote d'Ivoire Energies	+2	100% state
	Eesti Energia	+2	100% state
	Electricite de France	+3	84% state
	EnBW	+1	46.7% State of B. Wuertemberg / 46.7% association of B-W municipalities / 6.6% ff
	Energie Oberosterreich	+1	53% State of Austria / 26% Austrian utilities / 14% Raiffeisen / 5% Oberbank
	Energie Steiermark	+1	75% State of Styria / 25% Macquarie Group
	Fortum	+1	53% state / 47% free float
	Landsvirkjun	+4	100% state
	Orsted	+1	50.1% state / 49.9% retail investors
	Statkraft	+2	100% state
Vattenfall	+1	100% state	
Verbund	+1	51% state / 49% free float	



# 1.B

## Rating dynamiek Moody's



# Moody's rating methodologie

- Moody's bepaalt de "Baseline Credit Assessment" (BCA) op basis van de methodologie "Regulated Electric and Gas Networks", welke bestaat uit meerdere factoren met elk een bepaalde gewichting: i) Regulatory Environment and Asset Ownership Model, ii) Scale and Complexity of Capital program, iii) Financial Policy, en iv) Leverage and Coverage."
  - Regulatory environment and asset ownership gaat bijvoorbeeld over de mate van voorspelbaarheid in regulering en in hoeverre het netwerkbedrijf in staat is tarieven aan te passen aan kosten
  - Scale and Complexity of Capital program zegt onder andere iets over het executie risico en de omvang van het capex programma
  - Financial Policy is een kwalitatieve metric die beoordeelt hoe management en bestuur naar financiële risico's kijkt en hoe zij de belangen tussen aandeelhouders en kredietverstrekkers afweegt
  - Leverage en coverage stelt krediet risico's vast op basis van ratio's
- Bij het invullen van de factoren heeft Moody's een toekomstgerichte benadering en doet de analyse op basis van een 12-18 maands forecast
- De cumulatieve score van de rating factoren leidt tot de BCA. Deze is echter onderhevig aan bedrijfsspecifieke afwijkingen welke niet altijd volledig tot uiting komen in de methodologie (zo hebben zowel Enexis als Aliander eigenlijk een BCA van A1 als je puur de methodologie volgt)
- Het verschil tussen de BCA en de Final Rating Outcome reflecteert de classificatie tot Government-Related Issuer (GRI). Dit resulteert in 2 notches verbetering. We lichten de GRI methodologie nader toe op de volgende slides

Key Rating factors	Criteria per rating factor		Aaa	Aa	A	Baa
Regulatory Environment and Asset Ownership Model (40%)	Stability and Predictability of Regulatory Regime	15%				
	Asset Ownership Model	5%				
	Cost and Investment Recovery	15%				
	Revenue Risk	5%				
Scale and Complexity of Capital Program (10%)	Scale and Complexity of Capital Program	10%				
Financial Policy (10%)	Financial Policy	10%				
Leverage and Coverage (40%)	(FFO + Interest) / Interest	10%	>7,5x	>5,5x	>4,0x	>2,8x
	Net Debt / Fixed Assets	12.5%	<30%	<45%	<60%	<75%
	FFO / Net Debt	12.5%	>35%	>26%	>18%	>11%
	RCF <sup>1</sup> / Net Debt	5%	>30%	>21%	>14%	>7%
Overall Rating (100%)	Baseline Credit Assessment			a2		
	Final Rating Outcome			Aa3		

Note: De grijs gekleurde vlakken tonen de sub-factor uitkomsten voor Enexis en Alliander

- Moody's geeft aan dat voor een a2 BCA minimaal een FFO/Netto schuld van 16% vereist is<sup>2</sup>. Als de RNB aanhoudend onder de 16% FFO/Netto schuld blijft, is er dus een downgrade mogelijk.

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

- We kunnen berekenen hoe de forecasted Moody's ratings er uit zien voor de Netwerkbedrijven zodra we de data hebben ontvangen en gaan er dan vanuit dat de meeste kwalitatieve metrics gelijk blijven met de huidige situatie

Note 1: RCF = Retained cash flow; Note 2: De 16% minimum eis voor FFO/Netto schuld is een eis die losstaat van de scorecard met rating factoren.

# GRI methodologie Moody's (I/II)

## MOODY'S

### Stap 1: Bepalen van toekenning "Government-related issuer" (GRI)

Moodys definieert een GRI als een entiteit die geheel of gedeeltelijk in handen is van of gecontroleerd wordt door de overheid (Moody's hanteert over het algemeen 20% als het minimumniveau), of een entiteit die een speciaal charter, of een overheidsmandaat van de nationale, regionale of lokale overheid.

### Stap 2: Bepaal de "afhankelijkheid van wanbetaling" van een GRI en de ondersteunende overheid

#### Voorbeeld

De afhankelijkheid van wanbetaling (default dependence) weerspiegelt de gezamenlijke gevoeligheid van een GRI en zijn ondersteunende overheid voor ongunstige omstandigheden die hen tegelijkertijd dichter bij wanbetaling brengen. Hoe hoger de correlatie tussen de wanbetalingsrisico's van de twee debiteuren hoe lager de voordelen van gezamenlijke steun. De afhankelijkheid wordt bepaald aan de hand van:

- (1) de mate waarin de GRI en de overheid operationeel en financieel verbonden zijn;
- (2) de mate waarin de GRI en de overheid afhankelijk zijn van dezelfde economische of inkomstenbasis;
- (3) En de mate waarin de GRI en overheid zijn blootgesteld aan gemeenschappelijke kredietrisico's

EXHIBIT 4				
Dependence	Low	Moderate	High	Very High
(1) Operational and Financial Linkages				
> Direct and Indirect Government Transfers as a % of GRI Revenue		✓		
> Government Purchases as a % of GRI Revenue				
> GRI Payments (Dividends) as a % of Government Revenue				
(2) Reliance on Overlapping Revenue Base				✓
> Percentage of Income derived from within the government's territory				✓
(3) Exposure to Common Credit Risks				
> Foreign Exchange Risk in Debt Structure		✓		
> Shared Industry Exposure				
> Political Event Risks				
Overall Guidance Dependence Level				✓

Source: Moody's Investors Service

### Stap 3: Het bepalen van het ondersteuningsniveau voor de GRI

Buitengewone steun staat voor de waarschijnlijkheid dat een overheidseigenaar van een GRI financiële steun, of **andere contractuele bescherming**, aan een GRI zou verlenen. Hierbij gebruikt Moodys drie structurele factoren (1) garanties, 2) eigendomsniveau en 3) belemmeringen voor steun) en drie factoren die het niveau van de bereidheid om steun te verlenen (4) de mate van overheidsinterventie, 5) politieke banden en 6) economisch belang).

#### Voorbeeld

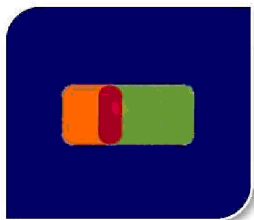
EXHIBIT 3					
Support	Low	Moderate	Strong	High	Very High
(1) Guarantees					
> Explicit Guarantees				✓	
> Verbal Guarantees and/or Comfort Letters					
> Special legal Status					
(2) Ownership					✓
> Ownership Level					✓
> Privatization Plans					
(3) Barriers to Support					
(4) Level of Government Intervention					
> History of State Bailouts					✓
> Ideological and Political Inclinations					✓
> Government Direction of GRI					✓
> Business Planning					✓
(5) Political Linkages					✓
(6) Economic Importance				✓	✓
Overall Guidance Support Range				✓	✓

Source: Moody's Investors Service

### Stap 4: Uitkomst van de scorecard

Zodra de afhankelijkheid en steun zijn geschat, gebruikt Moody's de scorekaart, de base-line credit rating van de GRI en de rating van de ondersteunende overheid, om een uiteindelijke rating te bepalen. Moody's gebruikt hiervoor geen opzoek tabellen en geen specifieke guidance mbt het aantal notches gerelateerd aan de scorecard uitkomst, in tegenstelling tot S&P. Moody's beoordeelt dus enkel de mate van afhankelijkheid en steun in de GRI methodologie en houdt vervolgens enige mate van vrijheid voor het bepalen van het aantal notches uplift

## GRI methodologie Moody's in de praktijk (II/II)




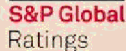


Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

# Een Moody's rating zou voor Stedin op de lange termijn interessant kunnen zijn

	Meerdere Kredietratings	Enkele Kredietrating
	 	 
Omschrijving	Heeft het toegevoegde waarde voor Stedin om een extra krediet rating aan te vragen?	Heeft het toegevoegde waarde voor Stedin om "te wisselen" van kredietbeoordelaarsbureau?
Overwegingen	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Een Moody's rating valt waarschijnlijk hoger uit in vergelijking met S&amp;P voor Stedin. Indien een GRE-uplift wordt verkregen bij S&amp;P, is de rating naar verwachting minimaal gelijk</li> <li>✓ Een dubbele rating kan zorgen voor meer flexibiliteit en headroom in het A spectrum</li> <li>✗ Investerders zijn op de hoogte van de verschillende methodologieën van de agencies en zullen Stedin blijven beoordelen volgens hun eigen kredietbeoordelingsprocessen, het toevoegen van Moody's zal daarom naar verwachting geen impact hebben op de prijs van nieuwe obligatie uitgiftes</li> <li>✗ Tijdsintensief om een rating proces te doorlopen</li> <li>✗ Kosten om een Moody's rating te krijgen en jaarlijks vertrouwelijke bedrijfsinformatie om te behouden</li> </ul>	<p>In tegenstelling tot in de USD markt is het in de Euro bond markt heel normaal om een uitgifte te doen met slechts één rating</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ De Moody's rating valt waarschijnlijk hoger uit, kijkend naar Nederlandse peers</li> <li>~ Ongeveer dezelfde jaarlijkse kosten als S&amp;P om vertrouwelijke bedrijfsinformatie te behouden</li> <li>✗ Noodzakelijk om ratingwissel redenatie goed te communiceren naar de markt</li> <li>✗ Complexere set aan criteria ten behoeve van bepaling kredietrating</li> <li>✗ Tijdsintensief om een rating proces te doorlopen</li> <li>✗ Kosten om een Moody's rating te krijgen</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Het kost weinig tot geen tijd om de huidige rating te behouden</li> <li>✓ Helderheid ten aanzien van de criteria die gelden voor A minus kredietrating</li> <li>~ Geen effect op de huidige kosten</li> <li>✗ S&amp;P is hoogst waarschijnlijk stringenter in vergelijking met Moody's</li> </ul>
Conclusie	De timing lijkt op dit moment niet logisch om een kredietrating bij Moody's aan te vragen, gezien de gesprekken die lopen bij S&P om daar een GRE-uplift te verkrijgen. Daarnaast zal het toevoegen van of wisselen naar een Moody's rating weinig impact hebben op de prijs van nieuwe obligatie uitgiftes. Voor de lange termijn (c.1-2 jaar) is het wel nuttig om een Moody's rating te gaan onderzoeken, omdat dit meer flexibiliteit kan geven	



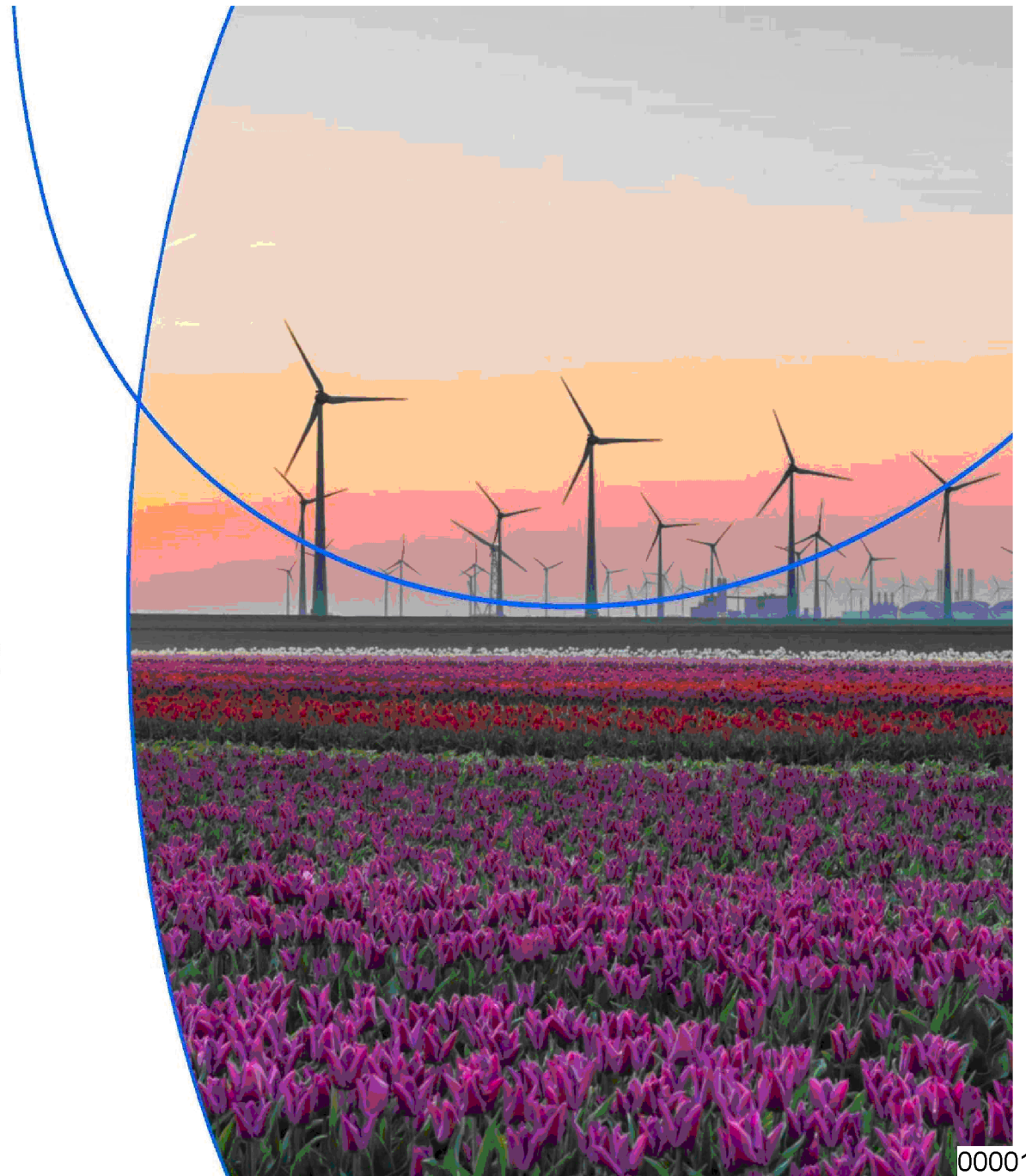
# Verschillen en overwegingen S&P vs. Moody's

Rating overwegingen	Verschillen in ratings			
<ul style="list-style-type: none"> <li>De methodologieën van S&amp;P en Moody's zijn verschillend en om die reden kan het voorkomen dat de agencies een andere rating geven voor het zelfde bedrijf. Zie de tabel rechts voor enkele voorbeelden van energie bedrijven die een rating bij zowel Moody's als S&amp;P hebben</li> <li>Beide methodologieën geven ruimte voor interpretatie en daarmee is het niet mogelijk om op voorhand vast te stellen welke rating zal worden toegekend</li> <li>Voor de drie Netwerkbedrijven hebben wij ons met name gericht op de S&amp;P rating om de volgende redenen:                         <ul style="list-style-type: none"> <li>De downgrade die het meest aannemelijk is, is die van Stedin (van A- naar BBB+). Stedin is alleen gerate door S&amp;P</li> <li>S&amp;P is het meest conservatief/streng en geeft aan Alliander en Enexis een lagere rating dan Moody's doet</li> <li>De S&amp;P rating is voor een groot deel afhankelijk van één simpele metric: (middels FFO/Netto schuld, er van uit gaande dat business profile "excellent" blijvend is)</li> </ul> </li> <li>Als S&amp;P GRE support zou toekennen zou de S&amp;P rating minimaal gelijk zijn met de Moody's rating (Moody's kent GRI al toe en geeft twee notches boven op de BCA). Er zou dan meer nadruk komen te liggen op de Moody's rating. Het is hierom van belang om het oordeel van beide rating agencies mee te nemen en ons te richten op de volgende ratio's<sup>1</sup>:                         <ul style="list-style-type: none"> <li>FFO/Netto schuld (S&amp;P) → A-: &gt;11%, BBB+: &gt;6%</li> <li>FFO/Netto schuld (Moody's) → A3: &gt;11%, Baa1: &gt;5%</li> <li>(FFO + Interest) / Interest (Moody's) → A: &gt;2.8x, Baa: &gt;1.8x</li> <li>Net Debt / Fixed Assets (Moody's) → A: &lt;75%, Baa: &lt;90%</li> <li>RCF / Net Debt (Moody's) → A: &gt;7%, Baa: &gt;1%</li> </ul> </li> </ul>	S&P Global Ratings	Moody's	Rating vergelijking	
		A-	n.a.	n.a.
		A+	Aa3	Moody's rating +1 notch
		A+	Aa3	Moody's rating +1 notch
		A-	A3	n.a.
		AA-	A1	S&P rating +1 notch
		BBB+	Baa1	n.a.
		BBB+	Baa2	S&P rating +1 notch
		BBB+	Baa2	S&P rating +1 notch,
		A+	A2	S&P rating +1 notch
		BBB+	Baa1	n.a.
		BBB+	Baa1	n.a.
	BBB	Baa1	Moody's rating +1 notch	

Note 1: Moody's bepaalt een rating op basis van een scorecard. De streefwaarden worden gezet op hele buckets. (Bijvoorbeeld: A = A1 tot A3 en Baa = Baa1 tot Baa3.

# 2

## Marktomstandigheden

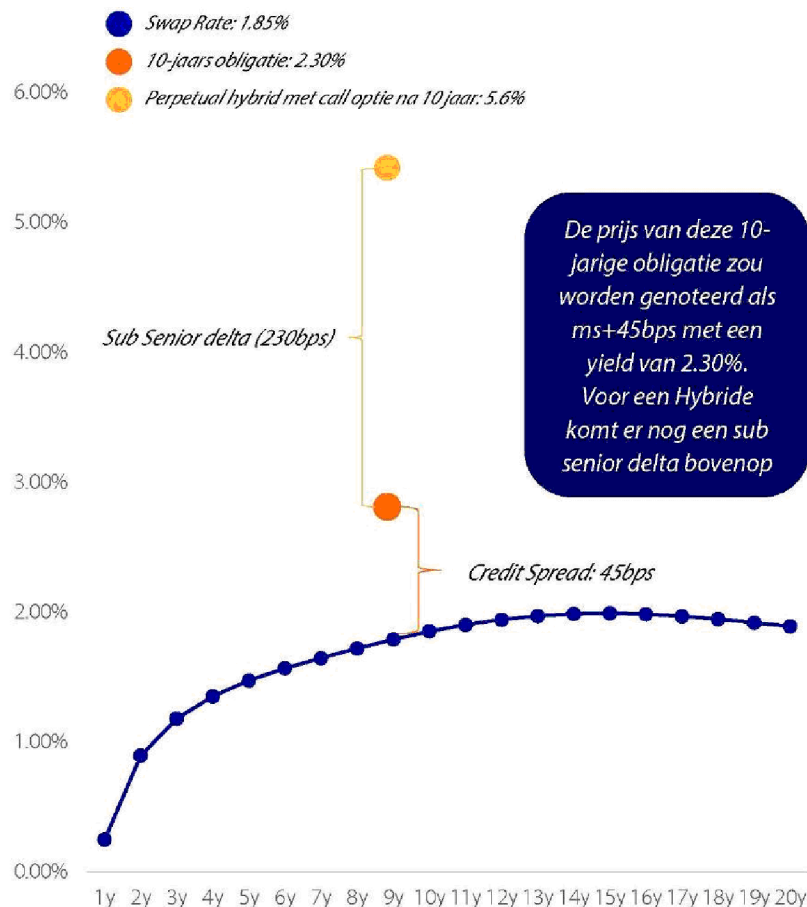


# Een introductie in kapitaalmarkten

## Veelgebruikte definities

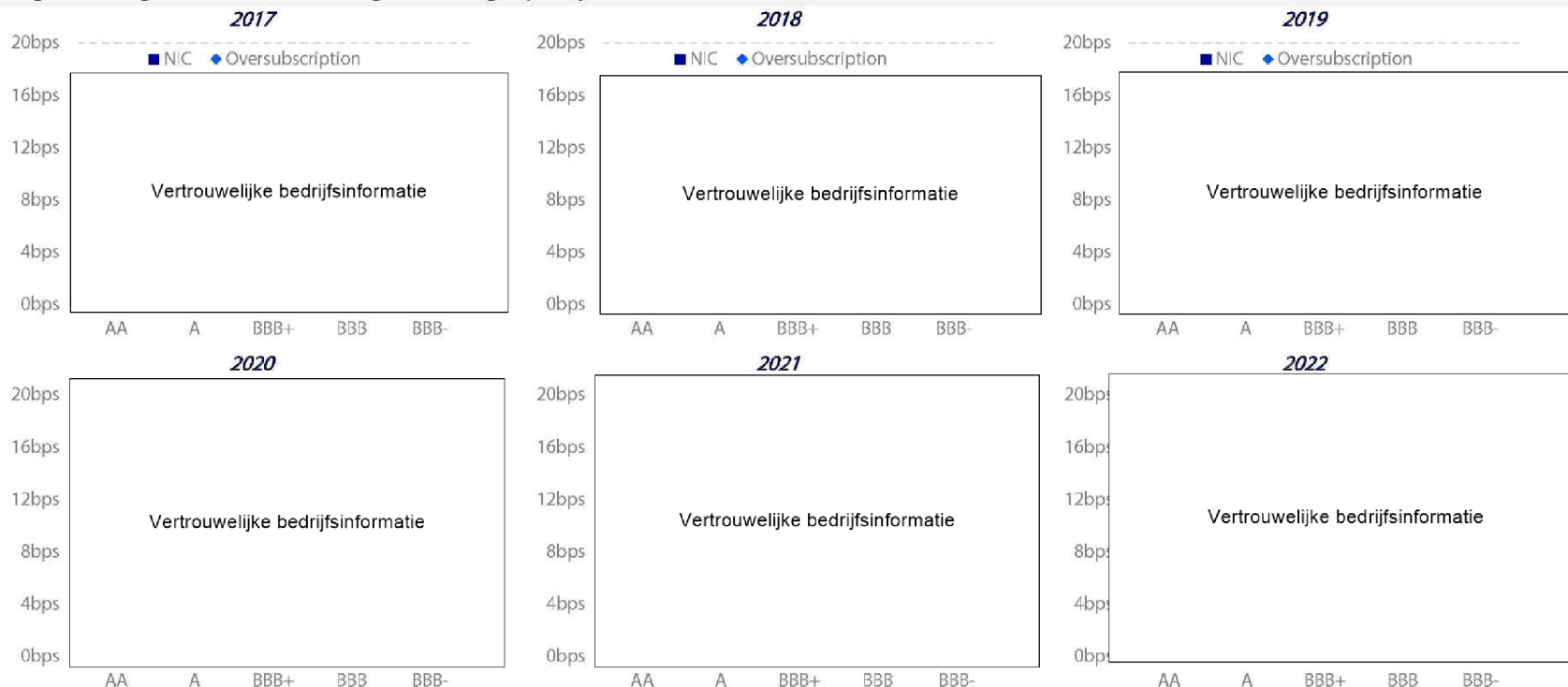
<b>Spread or i-spread</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obligatiekoers in basispunten (bps)</li> <li>Het verschil tussen de yield en swapniveau</li> </ul>
<b>(Mid) swaps and EUSA's</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gebruikt als referentierente bij de prijsbepaling van obligaties</li> <li>Fixed to floating rate exchange in dezelfde valuta</li> </ul>
<b>Yield</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Som van spread en swap</li> <li>Het totale rendement dat een belegger op een obligatie zal realiseren</li> </ul>
<b>Fair value (curve)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Realistische huidige handelsprijs van een bepaalde looptijd</li> <li>Gebaseerd op de uitstaande obligaties van de onderneming en die van peers</li> </ul>
<b>New issue concession/premium (NIC or NIP)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Extra rendement om investeerders te motiveren te investeren in een nieuw uitgifte</li> <li>Verskil tussen fair value level en nieuw uitgegeven obligatie</li> </ul>

## Hoe de prijsbepaling werkt (indicatief)



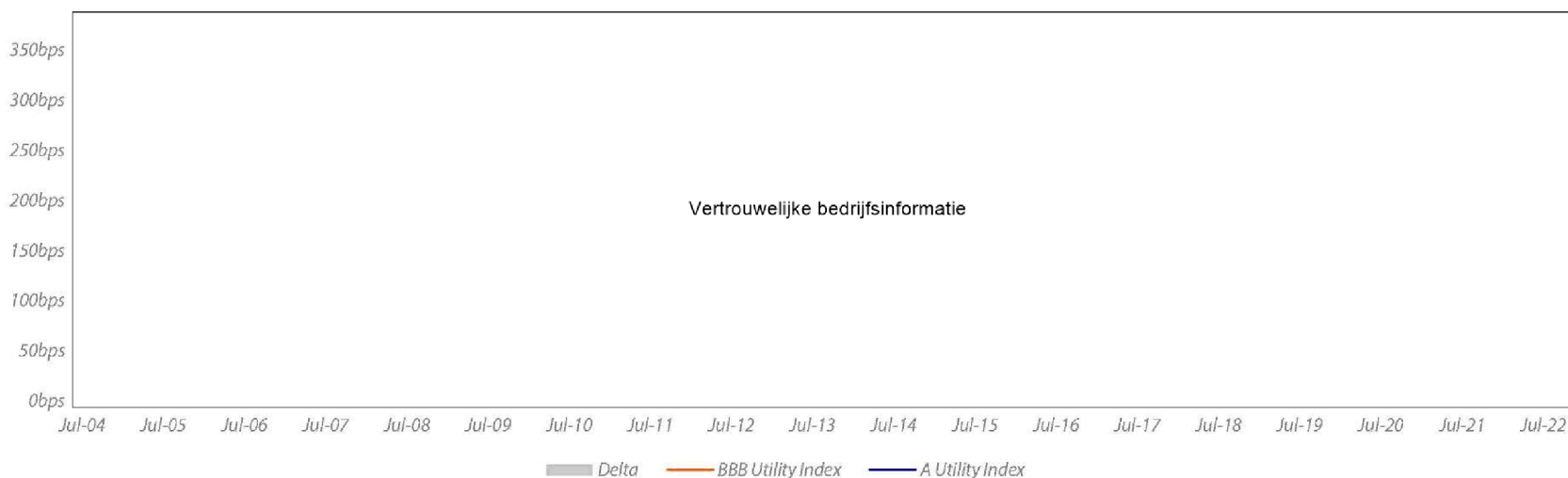
# De afgelopen jaren is de markt voldoende liquide geweest voor alle rating categorieën

- De Netbeheerders maken veelvuldig gebruik van de kapitaalmarkten voor de financiering van hun activiteiten. Daarom is het zinvol om te analyseren welke impact verschillende ratings hebben op liquiditeit en risico-opslag
- Eén indicatie voor liquiditeit en risicobereidheid op de obligatie markt is de mate waarin obligatie uitgiftes worden overschreven ("oversubscription")
- De New Issue Concession ("NIC") is een indicatie voor de welwillendheid van investeerders om deel te nemen in een nieuwe obligatie uitgifte van een bepaald bedrijf en is een beloning voor het investeren in een nieuwe lijn in plaats van het kopen van reeds uitstaande obligaties op de secundaire markt
- Een hogere NIC duidt op een hogere risico aversie van investeerders. Uit onderstaand overzicht blijkt dat de verschillen tussen A- en BBB+ uitgiftes over de jaren heen niet significant zijn, met uitzondering van 2018 en 2020
- Oversubscription is veelal vergelijkbaar voor rating categorieën, maar verschillend per jaar vanwege afhankelijkheid van algemene economische omstandigheden. Dit duidt op een liquide markt onafhankelijk van welke rating (binnen investment grade terrein). Belangrijke notitie hierbij is dat de marktomstandigheden zeer gunstig zijn geweest en geen echte stress hebben gekend de afgelopen 6 jaren

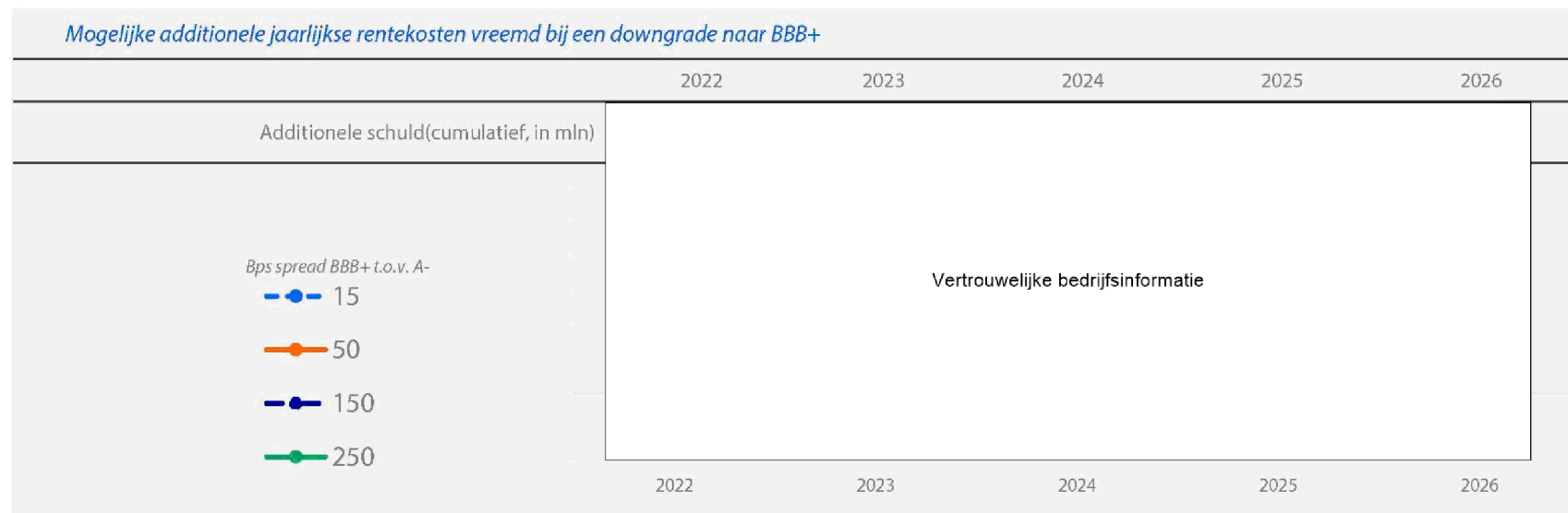


# De delta tussen BBB rated utility index en A utility rated index fluctueert tussen de ~10 bps en ~250 bps

- De oranje lijn geeft een index weer van verschillende nuts bedrijven met een BBB (van BBB+/Baa1 tot BBB-/Baa3) rating
- De blauwe lijn geeft een index weer van verschillende nuts bedrijven met een A (van A+/A1 tot A-/A3) rating
- Van beide indexen wordt de spread boven de “mid swap” getoond, oftewel de risico opslag die een investeerder eist bovenop de risico vrije rente voet
- Het grijze vlak reflecteert de delta tussen beide indexen. Deze delta is positief, wat reflecteert dat een investeerder een hoger rendement eist voor een BBB rated nutsbedrijf dan voor een A rated nutsbedrijf
  - Deze delta is mogelijk aan de hoge kant omdat deze grafieken “flat ratings” vertegenwoordigen (ze groeperen de +/- rating tot één “A” of “BBB” categorie) en de groep bedrijven met een BBB rating veel groter is dan de groep met een A rating
- De delta tussen beide is de afgelopen maanden toegenomen en is momenteel ongeveer 50 basispunten.
- In het verleden tijdens uitzonderlijke marktomstandigheden (Financiële crisis 2008, Euro crisis 2012) is de delta opgelopen tot 100-250 basispunten. Deze hoge delta's duurden maximaal c.6 maanden voor 250bps en c.2 jaar voor 100bps.



# Indicatieve impact op de rente kosten na een downgrade van A- naar BBB+



- De bovenstaande grafiek laat de mogelijke jaarlijkse additionele rentekosten zien naar aanleiding van een verhoging in het rentepercentage door een downgrade van A- naar BBB+. De berekening zet een downgrade naar BBB+ af tegenover een scenario waarin A- wordt gehanteerd. Voor deze indicatieve berekening hebben we de volgende aannames gedaan:
  - De schuld in beide scenario's is hetzelfde en loopt gelijk op. In deze analyse wordt geen rekening gehouden met de additionele schuld capaciteit bij een downgrade naar BBB+ en onderschat om die reden de additionele financieringslasten
  - De schuld loopt jaarlijks op met EUR 300mln
  - De nieuwe schuld in het A- scenario heeft een jaarlijks rentepercentage van 250bps
  - In het scenario naar een downgrade naar BBB+ gaan we uit van 4 verschillende scenario's met verschillende spreads bovenop de 250bps
  - In deze analyse is niet meegenomen wat de additionele kosten zouden zijn van (quasi) eigen vermogen om de RNB op A- te behouden

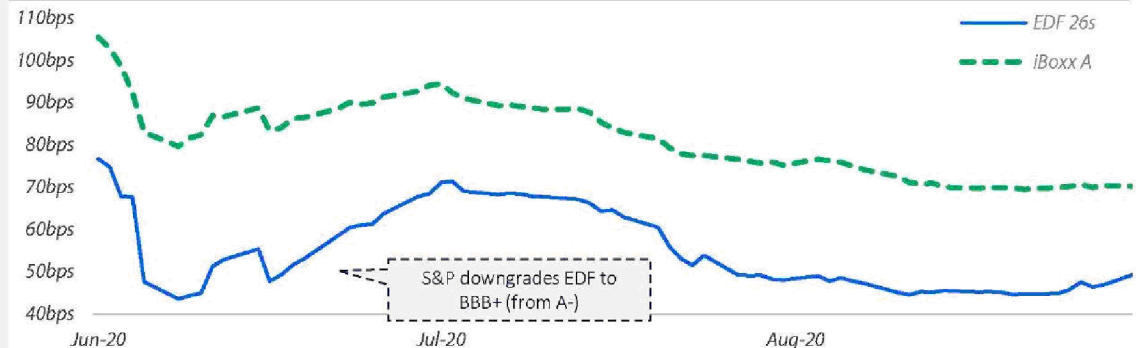
*DISCLAIMER: Deze slide geeft enkel een indicatie van de mogelijke impact op de rentelasten bij een downgrade naar BBB+. We hebben verschillende aannames moeten doen zoals een constante additionele jaarlijkse spread, het rentepercentage in het A- scenario en het nieuw te financieren vreemd vermogen*

# Downgrades zijn enigszins zichtbaar in de spreads, maar bewegen ook mee met de marktconsensus (I/II)

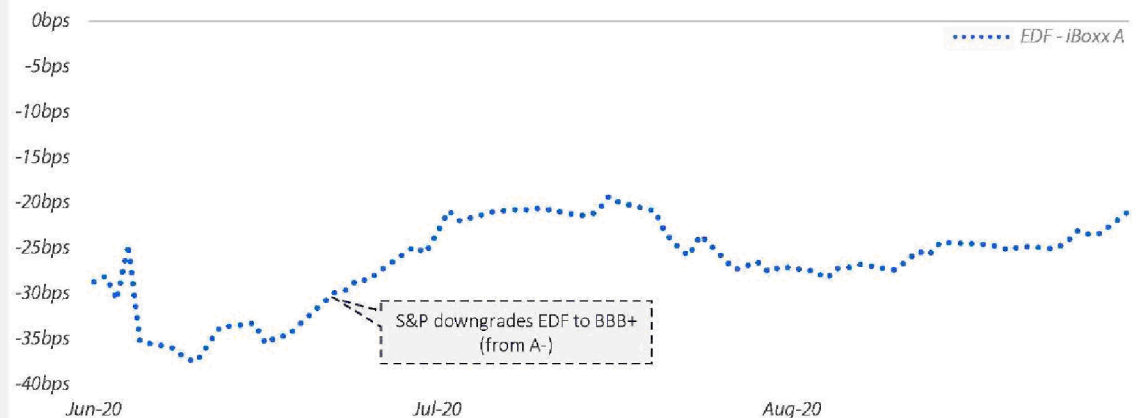
## Overwegingen

- Er zijn niet veel voorbeelden van downgrades van A-naar BBB+ in de utility space
- We hebben twee relevante casussen, EDF en ENEL gevonden die we op deze en de volgende slide laten zien
- Hiernaast is de spread van een obligatie van EDF geplot ten tijde van de downgrade van EDF van A-naar BBB+ op 22 juni 2020
- Daarnaast hebben we ook de spread van de iBoxx A index geplot, dit dient als proxy voor de gemiddelde beweging op de markt
- In de onderste grafiek hebben we de delta tussen EDF en iBoxx A geplot. Dit laat de beweging van EDF ten opzichte van de markt zien
- We zien in de grafiek een lichte stijging (c. 10bps) in de spread van EDF ten opzichte van de spread in de markt na de downgrade. Dit vlak na ongeveer een maand af tot c. 5 bps ten opzichte van voor de downgrade

## Downgrade EDF 22 juni 2020



## Impact downgrade EDF vergeleken met iBoxx A

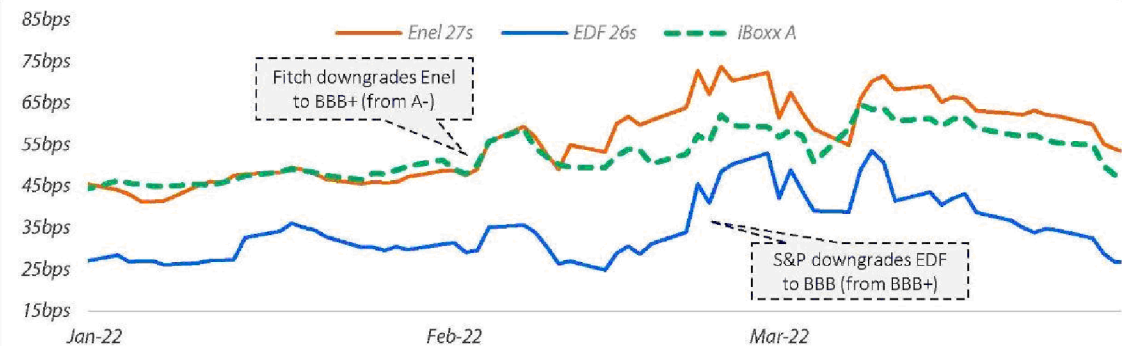


# Downgrades zijn enigszins zichtbaar in de spreads, maar bewegen ook mee met de marktconsensus (II/II)

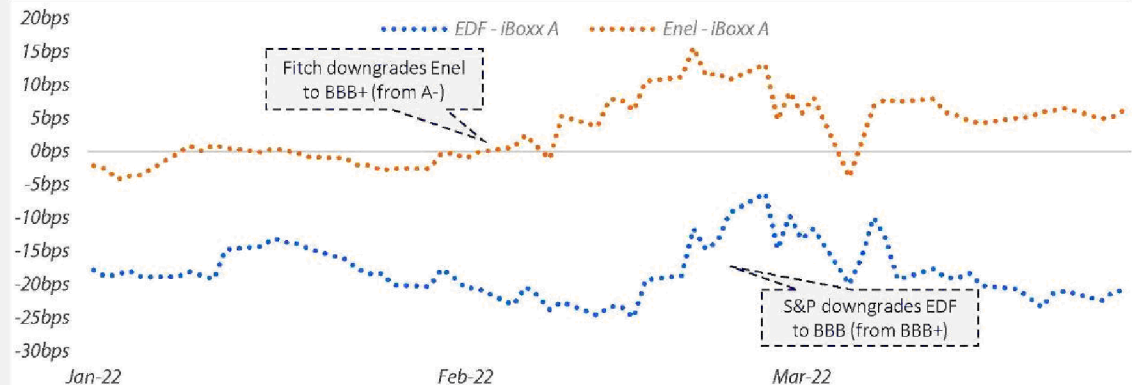
## Overwegingen

- Hiernaast is de spread van een obligatie van ENEL geplot ten tijde van de downgrade van A- naar BBB+ op 4 februari 2022
- Ook is de spread van EDF weer geplot, nu ten tijde van de downgrade van BBB+ naar BBB op 19 februari 2022
- Daarnaast hebben we ook weer de iBoxx A index geplot als proxy voor de gemiddelde beweging op de markt
- In de onderste grafiek hebben we de delta tussen EDF, ENEL en de index geplot
- Bij de downgrade van ENEL op 4 februari 2022 zien we een (bijna) geen reactie ten opzichte van de iBoxx A
- Bij de downgrade van EDF op 19 februari 2022 zien we een lichte stijging (c. 5bps) in de spread van EDF vergeleken met iBoxx A. Deze stijging verdwijnt na een maand weer
- Op basis van deze twee casussen is het lastig om te concluderen dat de rente kosten stijgen na een downgrade van A- naar BBB+ en van BBB+ naar BBB
- Let wel, dit zijn twee specifieke voorbeelden

## Downgrade ENEL op 4 Februari 2022 en EDF op 19 Februari 2022



## Impact downgrade ENEL en EDF vergeleken met iBoxx A








# 3

## Financieel beleid



# Belangrijkste drijfveer achter financieel beleid Netbeheerders is het behoud van een A rating

## Overzicht intern financieel beleid, standpunt kredietinstellingen en overheidsbeleid

						
	Beleid	Behaald	Beleid	Behaald	Beleid	Behaald
	A	Aa3/A+	A	Aa3/A+	A-	A-
Leidende kengetallen financieel beleid	Norm	Behaald	Norm	Behaald	Norm	Behaald
Solvabiliteit	> 30%	53.8%	n.a.	45.1%	> 40%	45.6%
FFO / Netto schuld	> 15%	25.8%	> 16%	22.0%	>12%	11.3%
Schuld / Totaal vermogen	< 60%	36.7%	< 60%	41.0%	n.a.	50.1%
EBIT / Interest	n.a.	9.3x	n.a.	13.7x	n.a.	5.5x
FFO / Interest	> 3.5x	17.2x	> 3.5x	19.3x	n.a.	4.0x
Rating downgrade triggers						
Moody's	FFO / Netto schuld < 16% Netto schuld / Vaste activa > 50% Verslechtering kredietwaardigheid achterliggende gemeenten				n.a.	
S&P	FFO / Netto schuld < 18%		FFO / Netto schuld < 11%			

## Overwegingen

- Het financieel beleid van de verschillende Netbeheerders wordt voornamelijk gedreven door de focus op het behoud van een rating binnen de "A" ruimte (A1/A+ tot A3/A-), erkend door de kredietinstellingen (Moody's en/of S&P)
- Achtergrond hierbij is dat geacht wordt met een A-rating voldoende toegang tot de kapitaalmarkten te verkrijgen tegen gunstige tarieven
- Stedin hanteert een zogenaamde 'buffer' van additionele 1% FFO/Netto schuld ten opzichte van de verwachte ondergrens van een bucket om eventuele tegenslag op te vangen
- Ook Enexis en Alliander hanteren ruime marges ten opzichte van de ondergrens van A- rating
- De voornaamste kengetallen waarop wordt gestuurd zijn solvabiliteit, FFO/Netto schuld, Schuld/Totaal vermogen, EBIT/Interest en FFO/Interest

# Overwegingen kredietratings en financieel beleid (I/II)

## Netbeheerders streven het behoud van een A rating om toegang tot de kapitaalmarkt te behouden tegen acceptabele kosten

### Overwegingen bij BBB/BBB+ rating

- Is er voldoende toegang tot investeerders?
  - Afgelopen jaren hebben Europese nutsbedrijven met BBB en BBB+ ratings voldoende toegang tot de kapitaalmarkt gehad (zie hoofdstuk Marktomstandigheden)
  - Er is echter sinds de Europese schulden crisis 2011-2012 geen echte periode van stress meer geweest; in 2011 is er een periode van een jaar geweest waarin er relatief weinig BBB+ obligatie uitgiftes zijn geweest (c. EUR 5mrd vs. c. EUR 20-100mrd in 'normale' jaren)
- Wat is het verschil in risico-opslag?
  - Het verschil in risico-opslag is niet exact te kwantificeren naar de toekomst toe, aangezien historische data uiteenlopende spreads tussen A- en BBB+ rating laten zien van 10 tot 250bps
  - Deze hogere risico-opslag geldt alleen voor nieuw uit te geven obligaties. Een indicatie van additionele kosten op vreemd vermogen hebben we gegeven op p.16
  - Kapitaalkosten voor eigen vermogen (lees rendementseisen) liggen in principe hoger dan kapitaalkosten voor schuld vanwege het hogere risico
- Is het door tijdelijke downgrade moeilijker om GRE uplift te krijgen?
  - Het tijdig en snel acteren van het Rijk richting Stedin geeft een positief signaal af aan S&P en draagt bij aan de kans op GRE classificatie voor de drie Netwerkbedrijven. Andersom kan ook gesteld worden dat trage besluitvorming bij de overheid de kans op GRE classificatie verkleint (in lijn met de reden waarom de GRE classificatie in 2017 is komen te vervallen)
- Wat zijn de consequenties voor winstgevendheid?
  - De algehele financieringslasten zullen stijgen door de combinatie van meer schuld en hogere rentelasten. Zie een illustratief voorbeeld op slide [16]. Het alternatief voor schuld – eigen vermogen – komt normaal gesproken met verwatering voor zittende aandeelhouders en hogere rendementseisen en is daardoor dus 'duurder'
- Een rating downgrade kan een cultuur bij de Netwerkbedrijven creëren of versterken waarbij de focus ligt op het vermijden van investeringen, gegeven de financiële situatie

### Overwegingen A rating

- Het Rijk hanteert een minimale A- rating bij een staatsdeelneming
- Historisch gezien hebben de Nederlandse Netwerkbedrijven altijd een A rating gehad
- ACM bepaalt de financieringskosten op basis van een A rating
- Alliander en Enexis hebben een A+ rating en investeerders vergelijken Stedin hiermee; indien het verschil in rating tussen Stedin en de andere Netwerkbedrijven te groot wordt, zouden investeerders ervoor kunnen kiezen om obligaties van Stedin te mijden
- De investeringsopgave en dus het behoeft aan externe financiering is zeer groot het komende decennium. Dit creëert een afhankelijkheid van de kapitaalmarkt voor het doen van noodzakelijke investeringen. Een A rating geeft de zekerheid dat die kapitaalmarkten altijd tegen redelijke voorwaarden toegankelijk zijn

### Conclusie

- Op de lange termijn is voor de Netbeheerders een A- rating een verstandige keuze gezien bovenstaande overwegingen
- Hoewel het meest waarschijnlijke scenario is dat een tijdelijke downgrade naar BBB+ geen ontoelaatbare gevolgen heeft, kleeft er wel degelijk het risico dat in tijden van stress op de kapitaal markten het zou kunnen betekenen dat de historische spread tussen A- en BBB+ (van max ca. 250bps) niet representatief is voor de toekomst
- Ook kan een downgrade een interne cultuur bij de Netwerkbedrijven creëren of versterken waarbij de focus ligt op het vermijden van investeringen, gegeven de financiële situatie

## Overwegingen kredietratings en financieel beleid (II/II)

### GRE classificatie kan worden verwacht bij een participatie van het Rijk, maar dit is niet met zekerheid te zeggen

- Op basis van de methodologie is niet expliciet te duiden of en in welke mate GRE classificatie zal worden toegekend
- S&P methodologie geeft geen minimale participatie aan om een GRE uplift toe te kennen: ook zonder participatie zou GRE uplift kunnen worden toegekend als men verwacht dat de overheid steun ("extraordinary support") zal verlenen indien de onderneming in financiële problemen komt
- Overheidssteun dient wel onherroepbaar en onomkeerbaar te zijn
- We verwachten dat de uplift voor de Netbeheerders maximaal 1 notch zou zijn indien er GRE classificatie verkregen wordt
- Het tijdig en snel acteren van het Rijk geeft een positief signaal af aan S&P en draagt bij aan de kans op GRE classificatie voor de drie Netwerkbedrijven
- Er zijn mogelijkheden om in gesprek te gaan met S&P om meer helderheid te krijgen in welke vorm GRE classificatie kan worden verkregen

#### Conclusie

- Het is verstandig om in gesprek te gaan met S&P over de mogelijkheden voor een GRE classificatie voor de Netbeheerders – Rabobank kan een RES proces in gang zetten

### Het hanteren van een buffer (van 1%) ten opzichte van de (geïmpliceerde) ondergrens van ratingbucket

- Argumenten om een veiligheidsmarge aan te houden zijn:
  - De recente turbulentie op de energiemarkten heeft laten zien dat de FFO van Netwerkbedrijven volatiel kan zijn op korte en middellange termijn, dit geeft aanleiding om een zekere veiligheidsmarge aan te houden
  - S&P geeft aan dat een buffer 'best practice is' en het gemakkelijker maakt om een rating te behouden
- Argumenten om geen veiligheidsmarge aan te houden zijn:
  - Er is nog een ruime buffer voordat de RNBs zich in sub-investment grade terrein begeven (onder de BBB-) en tot dit punt is bereikt is er ruim voldoende toegang tot de kapitaalmarkten. Vanuit dit oogpunt is het risico acceptabel
  - Ondanks dat S&P aangeeft voorkeur te hebben voor een buffer, kijken zij met name naar het financiële beleid: "is een bedrijf toegewijd de rating te behouden". Een buffer is hierin niet doorslaggevend

#### Conclusie

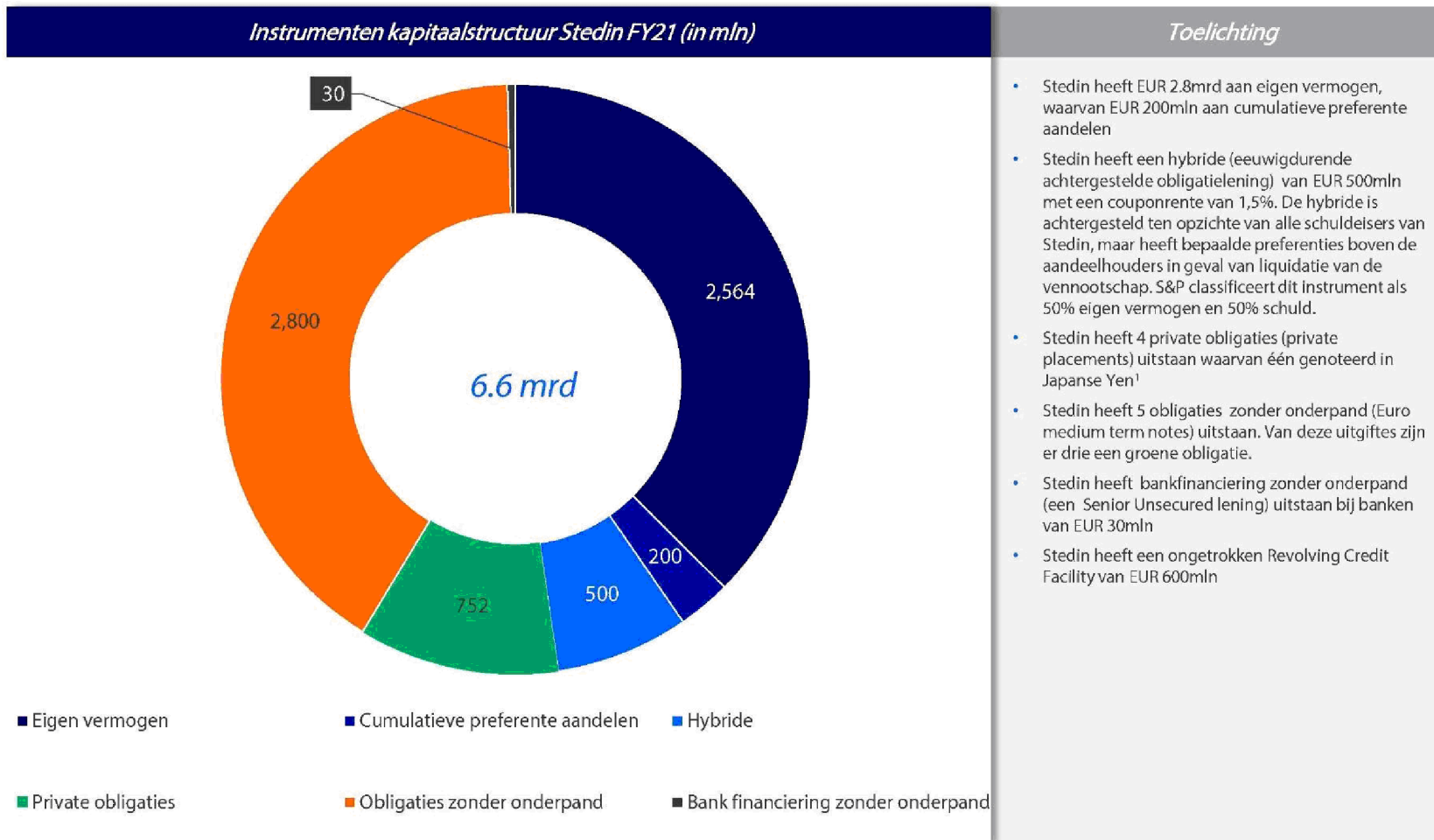
- Indien het Rijk haar commitment geeft de Netbeheerders te zullen steunen om een bepaalde minimale kredietrating te behouden, en deze als zodanig erkend wordt door S&P, lijkt het niet nodig een buffer aan te houden

# 4

## Huidige kapitaalstructuren van de RNBs



# Kapitaalstructuur Stedin

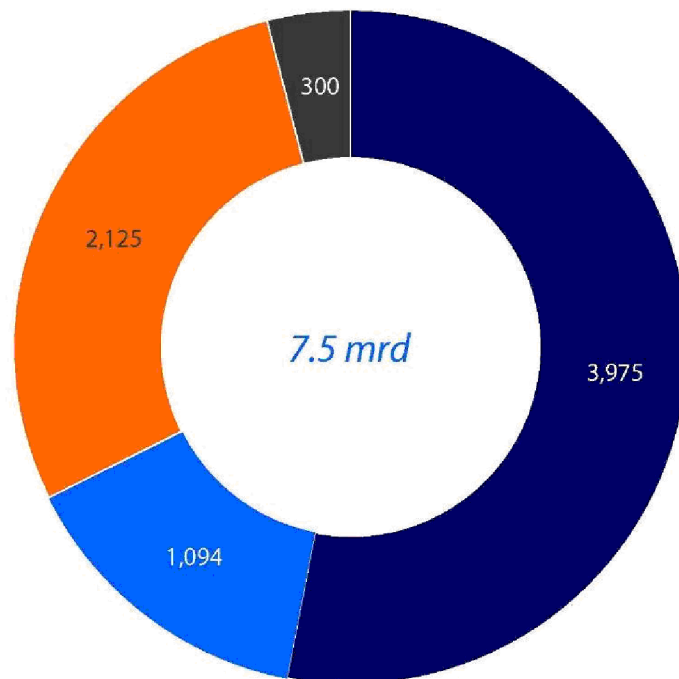


Source: Jaarverslag Stedin 2021, Website Stedin, Factset

Note 1: Wisselkoers EUR/JYP=0,0071 Note 2: Leases niet meegenomen

# Kapitaalstructuur Alliander

Instrumenten kapitaalstructuur Alliander FY21 (in mln)



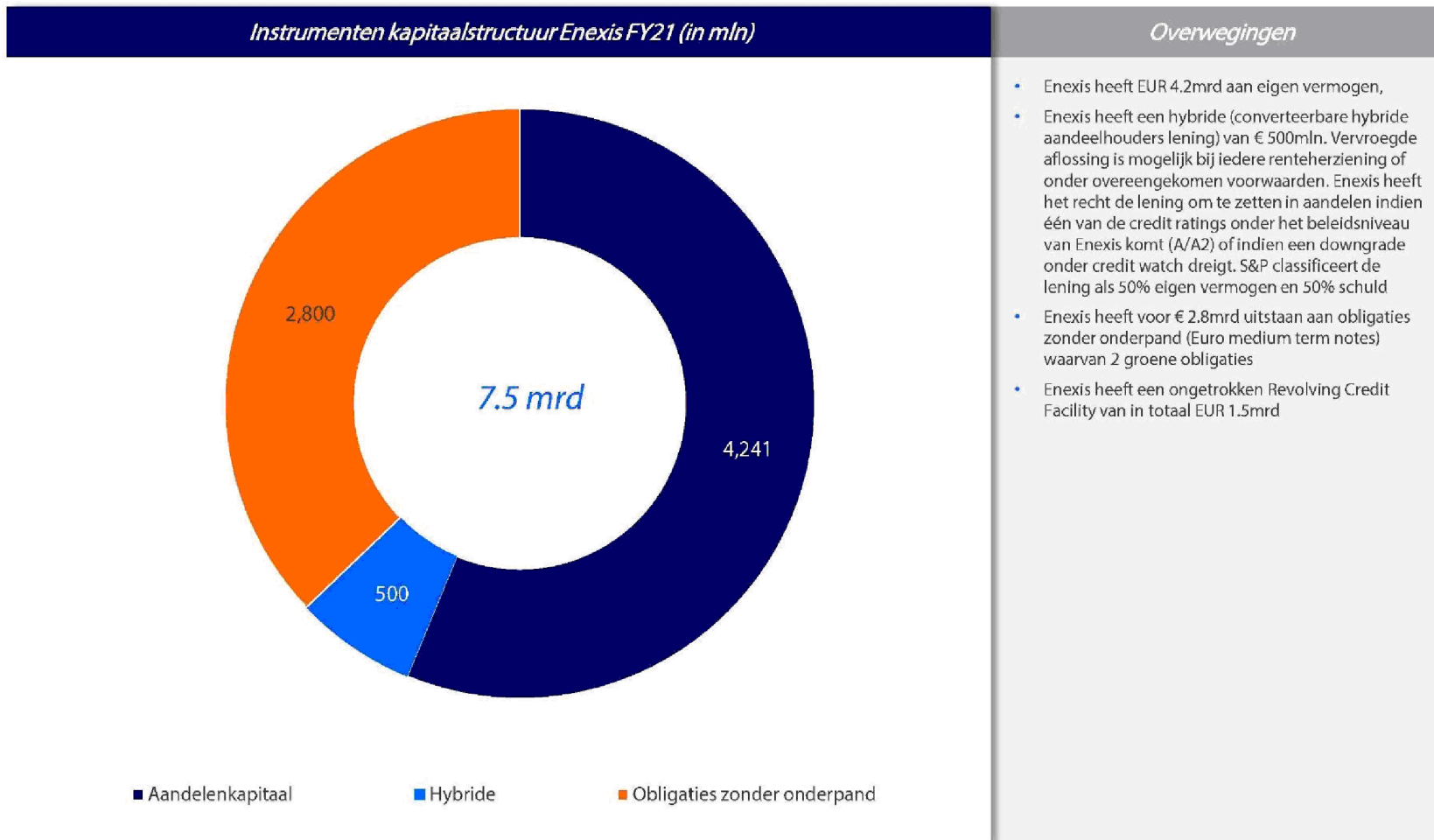
■ Eigen vermogen ■ Hybrides ■ Obligatie zonder onderpand ■ Bankfinanciering zonder onderpand

## Overwegingen

- Alliander heeft EUR 4.0mrd aan eigen vermogen,
- Alliander een hybride (eeuwigdurende achtergestelde obligatielening) van € 495mln tegen een couponrente van 1,625%. S&P classificeert deze lening als 50% eigen vermogen en 50% schuld
- Alliander heeft een hybride (converteerbare achtergestelde aandelhouderslening) van € 599mln. Alliander heeft onder bepaalde voorwaarden het recht de lening deels of geheel om te zetten in het eigen vermogen tegen een nog vast te stellen conversieratio. S&P en Moody's hebben officieel nog geen eigen vermogen classificatie gegeven aan deze lening, maar we verwachten dat dit in lijn ligt Enexis (50% EV/50% schuld)
- Alliander heeft 7 obligaties zonder onderpand (Euro medium term notes) voor EUR 2,1mrd uitstaan waarvan EUR 1, 1mrd aan groene obligaties
- Alliander heeft bank financiering zonder onderpand (senior unsecured term loan) van EUR 300mln uitstaan
- Alliander heeft een ongetrokken Revolving Credit Facility van EUR 900mln

Source: Jaarverslag Alliander 2021, Website Alliander, Factset Note 1: Leases niet meegenomen

# Kapitaalstructuur Enexis



Source: Jaarverslag Enexis 2021 Note 1: Leases niet meegenomen



# Disclaimer

This presentation (the Presentation) is issued by Coöperatieve Rabobank U.A., acting through its Corporate Finance Advisory department (Rabobank) incorporated in the Netherlands. Rabobank is authorised by the Dutch Central Bank (De Nederlandsche Bank) and the Netherlands Authority for the Financial Markets (Stichting Autoriteit Financiële Markten).

This Presentation is strictly confidential, has been prepared exclusively for the benefit and internal use of The Dutch Ministry of Finance (the Company) and does not carry any right of publication or disclosure other than to the Company. Neither this Presentation nor any of its contents may be distributed, reproduced, published or used, in whole or in part, for any other purpose without prior written consent of Rabobank. Rabobank retains the copyright and any and all other relevant intellectual property rights included or derived from this Presentation. Rabobank has prepared and distributed this Presentation as an agent for and on behalf of the Company and has no authority whatsoever to give any information or make any representation or warranty on behalf of the Company.

The information in this Presentation reflects prevailing market conditions and our judgement as of this date, all of which may be subject to change. Rabobank is under no obligation to update this Presentation for any changes. This Presentation is based on public information and/or information which was provided to us by or on behalf of the Company or which was otherwise received by us. This Presentation can contain marketing material. The information and opinions contained in this Presentation have been compiled or derived from sources believed to be reliable, without independent verification. No representation or warranty, express or implied is made as to their accuracy, completeness or correctness. Any information, projections, estimates, assumptions and opinions contained in this Presentation are provisional and for indicative, preliminary and illustrative purposes only. Rabobank does not render advice on tax and tax accounting matters.

This Presentation is not to be relied upon as authoritative and shall not form the basis or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or taken as a substitute for the exercise of a separate judgement by any recipient. No rights may be derived from any potential offers, transactions, commercial ideas et cetera contained in this Presentation. This Presentation does not constitute an offer, commitment, recommendation or invitation to buy or sell any financial instrument, does not constitute investment advice and does not take into account whether any product or transaction is suitable for any particular investor. This Presentation is being provided pursuant to our understanding that you are independently able to assess whether any potential transaction is suitable for you. Neither Rabobank, nor any of its affiliates, members, officers, employees, directors, supervisory board members, managers, agents, representatives or advisors (the Rabobank Persons) accept any liability whatsoever for any direct or indirect damage (including but not limited to consequential damage, loss of profit or goodwill) arising from any use of this Presentation or its contents or errors in or omissions from or otherwise arising in connection therewith, unless it is a result of gross negligence (grove schuld) or willful misconduct (opzet) of Rabobank Persons.

As an authorized credit institution, Rabobank is allowed to provide the investment services, investment activities and ancillary services as described in Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFID II). Unless we expressly agree otherwise with you, we will not provide you with an investment service or ancillary service. When Rabobank provides an investment service or ancillary service to you, Rabobank is subject to the applicable and relevant rules laid down in MiFID II as implemented under Dutch Law and Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFIR), as such are amended from time to time. For further details we refer to our website <https://www.rabobank.com/en/products-and-solutions/regulations/mifid-2/index.html>.