

Autoriteit Consument & Markt



De Minister van Infrastructuur en Waterstaat
Mevrouw C. van Nieuwenhuizen-Wijbenga
Postbus 20901
2500 EX 's-Gravenhage

Den Haag, 24 JULI 2019

Aantal bijlagen : 7
Uw kenmerk : IenW/BSK-2018-273304
Ons kenmerk : ACM/UIT/515127
Contactpersoon :
Onderwerp : ACM/19/034758 Advies vermogenskostenvoet drinkwaterbedrijven 2020 en 2021

Geachte mevrouw Van Nieuwenhuizen-Wijbenga,

Per brief van 10 december 2018 heeft u de Autoriteit Consument en Markt (hierna: de ACM) verzocht een advies¹ uit te brengen ten behoeve van de vaststelling van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (hierna: WACC) voor de drinkwaterbedrijven voor de jaren 2020 en 2021. Het advies van de ACM over de WACC is als bijlage opgenomen bij deze brief.

De ACM is bij de bepaling van de WACC in dit advies uitgegaan van het kader dat is vastgelegd in de Drinkwaterwet en de onderliggende regelgeving. Bij de vaststelling van haar advies heeft de ACM gebruik gemaakt van een rapport opgesteld door onderzoeksbureau The Brattle Group (hierna: Brattle). Belanghebbenden zijn in de gelegenheid gesteld zienswijzen in te dienen op een concept van de rapporten van Brattle en de ACM. De ACM heeft deze zienswijzen betrokken bij de vaststelling van haar definitieve advies.

Op grond van het voorgaande adviseert de ACM de Minister van Infrastructuur en Waterstaat de nominale WACC na belastingen vast te stellen op 2,75% voor de jaren 2020 en 2021. De ACM ziet geen aanleiding om voor individuele drinkwaterbedrijven een afwijkende waarde vast te stellen en adviseert de Minister derhalve deze WACC vast te stellen voor alle drinkwaterbedrijven.

De daling van de WACC voor de jaren 2020 en 2021 ten opzichte van het advies van de ACM voor 2018 en 2019 wordt vooral veroorzaakt door een lagere risicovrije rente. De gehanteerde methodiek, de parameters zoals door de ACM vastgesteld en de berekeningswijze van de WACC worden uitgebreid toegelicht in bijlage I behorende bij het advies. Bijlage II bij het advies bevat een samenvatting van de zienswijzen die de ACM heeft ontvangen, inclusief een reactie van de ACM. Het definitieve rapport van Brattle vindt u tevens bijgevoegd. Tot slot zijn de zienswijzen van VEWIN, VEMW, VNG en IPO bijgevoegd.

¹ Artikel 10, derde lid, van de Drinkwaterwet en artikel 7, eerste lid, van de Drinkwaterregeling.

Ik verwacht u hiermee naar behoren te hebben geadviseerd.

Hoogachtend,

Autoriteit Consument en Markt,
namens deze, 


dr. F.J.H. Don 
bestuurslid



BIJLAGE I

Behorende bij het advies aan de Minister van Infrastructuur en Milieu over de vaststelling van gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet voor drinkwaterbedrijven voor 2020 en 2021.

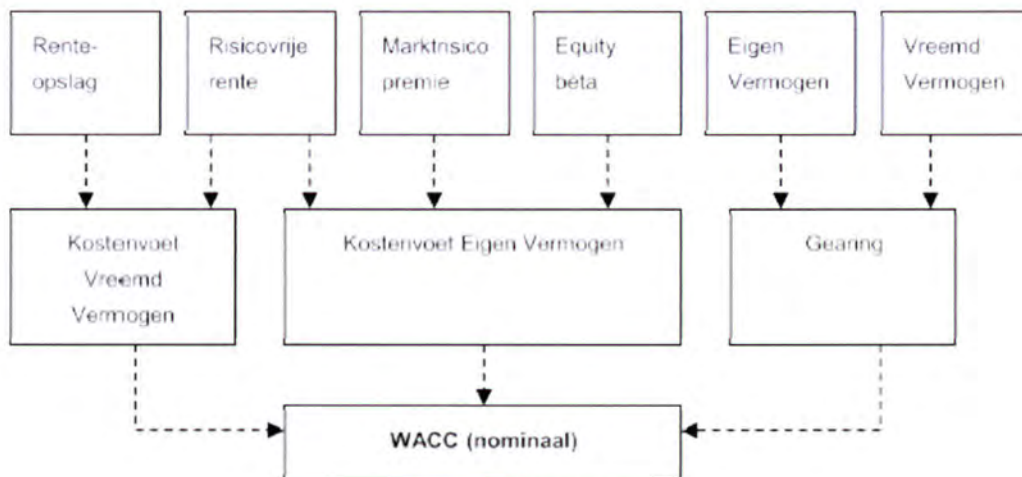
1 Inleiding

1. Op 10 december 2018 heeft de ACM een verzoek ontvangen van de minister van Infrastructuur en Waterschap (I&W) om haar op grond van artikel 7, eerste lid, van de Drinkwaterregeling te adviseren ten behoeve van de vaststelling van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (hierna: WACC) voor 2020 en 2021.
2. De WACC is een weergave van het redelijk rendement op het geïnvesteerd vermogen die geldt voor efficiënt gefinancierde drinkwaterbedrijven. Met het vaststellen van de WACC bepaalt de minister de vermogenskosten die de drinkwaterbedrijven maximaal mogen betrekken bij het vaststellen van de tarieven voor hun wettelijke taken voor het leveren van drinkwater. De WACC is het gewogen gemiddelde van de kostenvoet voor eigen vermogen en de kostenvoet voor vreemd vermogen.
3. Dit advies omvat een voorstel voor de hoogte van de WACC voor drinkwaterbedrijven voor 2020 en 2021 alsmede een toelichting en onderbouwing van de keuzes bij de gehanteerde berekeningswijze. Bijlage II van het advies bevat een reactie op de belangrijkste punten uit de notitie van de Vereniging van waterbedrijven in Nederland (hierna: VEWIN), het Interprovinciaal Overleg (hierna: IPO), de Vereniging van Nederlandse Gemeenten (hierna: VNG) en de Vereniging voor Energie, Milieu en Water (hierna: VEMW).
4. De berekening van de WACC voor de drinkwaterbedrijven is gebaseerd op een rapport van onderzoeksbureau The Brattle Group (hierna: Brattle). In dit rapport heeft Brattle de hoogte van de parameters van de WACC bepaald voor de drinkwaterbedrijven (hierna: Brattle-2).¹
5. Van belang hierbij is op te merken dat de drinkwaterregelgeving een beschrijving bevat van de methode voor het vaststellen van de WACC. Binnen deze kaders wordt aangesloten bij de methodologie voor de bepaling van de WACC zoals de ACM hanteert voor diverse sectoren. De ACM sluit (zoveel mogelijk) aan bij het rapport van Brattle. Daar waar een andere keuze is gemaakt, licht de ACM deze toe.

¹ The Brattle Group, The WACC for the Dutch drink water companies, 9 juli 2019, www.acm.nl.



6. Op 28 mei 2019 heeft de ACM een conceptversie van het Brattle rapport (hierna: Brattle-1) toegestuurd aan de belanghebbende partijen en deze tot en met 28 juni 2019 in de gelegenheid gesteld hierop te reageren. Tevens heeft de ACM een bijeenkomst georganiseerd teneinde gemaakte keuzes mondeling te kunnen toelichten en meningen hierover uit te wisselen tussen de ACM en betrokken partijen. Deze bijeenkomst heeft plaatsgevonden op 6 juni 2019. Bijlage II behorende bij het advies gaat nader in op de ontvangen zienswijzen.
7. Figuur 1 bevat een schematische weergave van de berekening van de WACC. In deze figuur is te zien welke parameters van belang zijn bij deze berekening en hoe zij met elkaar samenhangen. In hoofdstuk 2 gaat de ACM in op enkele algemene grondslagen bij de bepaling van de WACC. De ACM bespreekt de afzonderlijke parameters in de drie daaropvolgende hoofdstukken: in hoofdstuk 3 de parameters bij de kostenvoet vreemd vermogen, in hoofdstuk 4 de parameters bij de kostenvoet eigen vermogen en in hoofdstuk 5 de resterende parameters gearing, belastingvoet en inflatie. In hoofdstuk 6 concludeert de ACM met de vaststelling van de hoogte van de WACC.





2 Algemene uitgangspunten

Drinkwaterregelgeving

8. De ACM gaat uit van het kader dat de Drinkwaterwet stelt voor vaststelling van de WACC. Artikel 10, eerste lid van de Drinkwaterwet bepaalt dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur een algemeen aanvaarde bedrijfseconomische methode wordt vastgesteld volgens welke de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet en het aandeel eigen vermogen in het totale vermogen worden bepaald.
9. Artikel 6 van het Drinkwaterbesluit² verwijst naar bijlage C van hetzelfde besluit waarin de methode voor het bepalen van de WACC is opgenomen. De methode komt overeen met de methode genoemd in randnummer 7 van deze bijlage. Daarnaast vermeldt artikel 6 van het Drinkwaterbesluit dat per ministeriele regeling nadere regels kunnen worden gesteld met betrekking tot de WACC.
10. In artikel 5 van de Drinkwaterregeling³ zijn uitgangspunten opgenomen die de minister hanteert bij bepaling van de WACC. De regeling schrijft voor dat de risicovrije rente wordt gebaseerd op een nominale Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van tien jaar, aan de hand van het gemiddelde gerealiseerde rendement over de voorafgaande twee jaren en de voorafgaande vijf jaren. Tevens dient de renteopslag te worden gebaseerd op de historische renteopslag van een geschikte groep van ondernemingen met activiteiten die vergelijkbaar zijn met die van de drinkwaterbedrijven en met een vergelijkbare kredietwaardigheid, alsmede op de gemiddelde historische renteopslag behorende bij een index van obligaties van ondernemingen met een vergelijkbare kredietwaardigheid. Bovenop de renteopslag worden bovendien transactiekosten berekend. De regeling bepaalt daarnaast dat de marktrisicopremie wordt gebaseerd op zowel historisch gerealiseerde rendementen als op verwachtingen over toekomstige rendementen. Tevens dient de equity bèta te worden bepaald op basis van beursgenoteerde ondernemingen met vergelijkbare activiteiten en een vergelijkbaar risicoprofiel. Tot slot is vastgesteld dat het aandeel eigen vermogen ten behoeve van de bepaling van de WACC wordt gebaseerd op gegevens over het aandeel eigen vermogen van ondernemingen die vergelijkbaar zijn met drinkwaterbedrijven en een gezonde financiële positie hebben.

² Besluit van 23 mei 2011, houdende bepalingen inzake de productie en distributie van drinkwater en de organisatie van de openbare drinkwatervoorziening.

³ Regeling van de Staatssecretaris van Infrastructuur en Milieu van 14 juni 2011, nr. BJZ2011046947 houdende nadere regels met betrekking tot enige onderwerpen inzake de voorziening van drinkwater, warm tapwater en huishoudwater.



Gebruikte gegevens

11. Bij het vaststellen van de WACC is de ACM gericht op het zo goed mogelijk schatten van toekomstige ontwikkelingen. De ACM beschouwt zo recent mogelijke historische gegevens (concreet in dit advies t/m april 2019) als het beste vertrekpunt voor voorspellingen van de toekomst, waarbij prognoses gebruikt kunnen worden voor een controle op plausibiliteit. De ACM overweegt dat het uitsluitend gebruik van prognoses niet wenselijk is, omdat prognoses doorgaans met grote onzekerheid omgeven zijn.

12. De ACM bepaalt per parameter hoe op de meest accurate wijze de waarden kunnen worden voorspeld. Dat betekent ook dat de referentieperiodes voor de verschillende parameters niet per definitie dezelfde zijn.



3 Kostenvoet vreemd vermogen

13. De kostenvoet vreemd vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de nominale WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen (gecorrigeerd voor belasting).
14. De kosten van het vreemd vermogen zijn de optelsom van de risicovrije rente, de renteopslag en de opslag transactiekosten, waarbij de formule er als volgt uitziet:
- $$kVV = rf + ro + tk$$
- kVV = kostenvoet vreemd vermogen
 rf = risico vrije rente
 ro = renteopslag, exclusief opslag transactiekosten
 tk = opslag transactiekosten
15. De ACM begint dit hoofdstuk met de bepaling van de risicovrije rente (paragraaf 3.1) en vervolgt met de bepaling van de renteopslag (paragraaf 3.2). De ACM sluit dit hoofdstuk af met de bepaling van de kostenvoet vreemd vermogen op basis van de twee hiervoor genoemde parameters (paragraaf 3.3).

3.1 Risicovrije rente

16. Artikel 5 van de Drinkwaterregeling stelt dat de ACM de risicovrije rente dient te bepalen op basis van nominale Nederlandse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar, aan de hand van het gemiddelde gerealiseerde rendement over de voorgaande twee en de voorgaande vijf jaren.⁴

Conclusie

17. Uit Brattle-2 blijkt dat de rente (op dagbasis) op tienjaars Nederlandse staatsobligaties in de afgelopen twee jaar gemiddeld 0,50% bedroeg en in de afgelopen vijf jaar gemiddeld 0,60%. Op basis hiervan adviseert ACM een risicovrije rente te hanteren van 0,55%.

3.2 Rente-opslag

18. De rente-opslag betreft de vergoeding voor het extra risico dat verschaffers van vreemd vermogen lopen in vergelijking met een risicovrije investering. Hoe lager de kredietwaardigheid van een onderneming, des te hoger de rente-opslag zal zijn.

19. Om de rente-opslag zo goed mogelijk in te kunnen schatten, dienen de

⁴ Zie hiervoor artikel 5 onderdeel a van de Drinkwaterregeling.



karakteristieken van de obligaties aan de hand waarvan de rente-opslag wordt bepaald zoveel mogelijk overeen te komen met de karakteristieken van de obligaties op basis waarvan de risicovrije rente is bepaald.⁵ Voor de schatting van de renteopslag kijkt de ACM daarom naar de risicovrije rente in de afgelopen twee en vijf jaar.

20. De ACM hanteert een credit rating in de A-range (ook wel 'single A-rating') als uitgangspunt bij de bepaling van de renteopslag. Er zijn meerdere argumenten voor het hanteren van dit uitgangspunt. Veel vergelijkbare bedrijven hebben een credit rating in de A-range. Dit duidt er op dat het management van vergelijkbare bedrijven het aanhouden van een credit rating in de A-range ziet als een geschikte balans tussen efficiëntie en een gezonde financiële positie. Hiernaast stelt ook de toelichting op de Drinkwaterregeling⁶ dat met betrekking tot een gezonde financiële positie het redelijk is om uit te gaan van ondernemingen met een credit rating in de A-range.
21. In Brattle-2 is de gemiddelde rente-opslag van de groep van vergelijkbare ondernemingen met een single A-rating bepaald. Het gemiddelde over de afgelopen twee en vijf jaar komt uit op 1,16%. Daarnaast is de gemiddelde rente-opslag bepaald van generieke obligaties (index) van bedrijven met een single A-rating. Het gemiddelde over de afgelopen twee en vijf jaar komt uit op 0,66%.
22. Op grond van het bovenstaande adviseert ACM om ter bepaling van de rente-opslag het gemiddelde te nemen van bovenstaande waarden, hetgeen resulteert in een rente-opslag van 0,91%.
23. Artikel 5 van het Drinkwaterbesluit bepaalt dat bovenop de rente-opslag transactiekosten worden berekend. De ACM concludeert dat de transactiekosten die gepaard gaan met financiering met vreemd vermogen een verhoging van de rente-opslag met 10 tot 20 basispunten kunnen rechtvaardigen. De ACM adviseert daarom een verhoging van de rente-opslag van 0,15%.

⁵ In de toelichting op de Drinkwaterregeling wordt gesteld: "De referentieperiode die hierbij wordt gehanteerd sluit zoveel mogelijk aan bij de periode die wordt gebruikt voor het bepalen van de risicovrije rente." Zie toelichting op Artikel 5, Staatscourant 2011 nr. 10842.

⁶ Zie toelichting op Artikel 5, Staatscourant 2011 nr. 10842.



3.3 Conclusie

24. De risicovrije rente van 0,55%, samen met de rente-opslag van 0,91% en de opslag voor transactiekosten van 0,15% leidt tot een kostenvoet vreemd vermogen van 1,61% (zie tabel 1).

Risicovrije rente	0,55%
Rente-opslag	0,91%
Opslag transactiekosten	0,15%
Kostenvoet vreemd vermogen	1,61%

Tabel 1: Opbouw van de kostenvoet voor vreemd vermogen



4 Kostenvoet eigen vermogen

25. De kostenvoet eigen vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen (gecorrigeerd voor belasting).
26. De ACM bepaalt de kostenvoet eigen vermogen met behulp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM). De ACM is zich ervan bewust dat er andere modellen beschikbaar zijn om de kostenvoet eigen vermogen te bepalen (zoals het Dividend Growth Model en het Arbitrage Pricing Theory Model). De ACM kiest ervoor het CAPM te hanteren, omdat dit model door de financiële wereld en toezichthouders als het meest geschikte model voor de bepaling van de WACC wordt beschouwd.
27. Met het CAPM is het mogelijk om een vergoeding te berekenen voor het systematische marktrisico die een onderneming loopt. Risico's die niet samenhangen met het marktrisico, zogenaamde bedrijfsspecifieke risico's, kan een investeerder elimineren via het aanhouden van een beleggingsportefeuille met voldoende omvang en spreiding. Het is mogelijk bedrijfsspecifieke risico's te diversifiëren en deze verdienen daarom geen extra risicopremie in de kostenvoet eigen vermogen.
28. Het is mogelijk om de kostenvoet eigen vermogen te bepalen door expliciet uit te gaan van het rendement op de marktportefeuille, in plaats van het separaat vaststellen van de risicovrije rente en de marktrisicopremie. De ACM heeft gekozen voor een gescheiden vaststelling van de risicovrije rente en de marktrisicopremie, omdat de ACM zowel realisaties als verwachtingen betreft bij het bepalen van de parameters van de kostenvoet eigen vermogen. De ACM wijkt met deze benadering niet af van het CAPM. De marktrisicopremie en de risicovrije rente vormen samen ook het rendement op de marktportefeuille, zodat beide methodes tot dezelfde uitkomsten leiden.
29. De kostenvoet eigen vermogen wordt berekend door het product van de marktrisicopremie en de bèta bij de risicovrije rente op te tellen, waarbij de formule er als volgt uit ziet:

$$kEV = rf + \beta_e \cdot mrp$$

kEV = kostenvoet eigen vermogen

rf = risicovrije rente

β_e = equity bèta

mrp = marktrisicopremie



30. De ACM zal in dit hoofdstuk eerst de marktrisicopremie en vervolgens de bèta toelichten. De ACM heeft de risicovrije rente al in paragraaf 3.1 toegelicht. De ACM sluit het hoofdstuk af met het bepalen van de kostenvoet eigen vermogen op basis van de twee hiervoor genoemde parameters.

4.1 Marktrisicopremie

31. De marktrisicopremie is het geëiste rendement dat beleggers in de markt kunnen realiseren voor het extra risico dat investeren in de marktportefeuille oplevert in vergelijking met een risicovrije investering.

32. De hoogte van de marktrisicopremie kan worden vastgesteld door gebruik te maken van de historisch gerealiseerde (ex post) marktrisicopremie en/of van de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige (ex ante) marktrisicopremie.

33. Artikel 5 van de Drinkwaterregeling bepaalt dat de marktrisicopremie wordt gebaseerd op zowel historisch gerealiseerde rendementen als op verwachtingen over toekomstige rendementen.

Historische gegevens

34. De marktrisicopremie wordt bepaald door factoren en omstandigheden op de kapitaalmarkt. Door gebruik te maken van historische gegevens valt af te leiden welke premie beleggers in het verleden konden realiseren ter compensatie voor deze factoren. Bij het bepalen van de marktrisicopremie ex post is het van belang uit te gaan van een zo lang mogelijke tijdsperiode met betrouwbare data. Door het gebruik van een lange tijdsreeks reflecteert de marktrisicopremie velerlei omstandigheden die zich op de kapitaalmarkt hebben voorgedaan en die zich in de toekomst voor kunnen doen. Door een lange periode te hanteren wordt voorkomen dat de marktrisicopremie wordt vertekend door specifieke omstandigheden die zich gedurende een relatief korte tijdsperiode hebben voorgedaan. Daarom wordt een langjarige historische gemiddelde als de beste schatter gezien van de voor de toekomst (door beleggers) verwachte waarde.

35. De ACM maakt voor de bepaling van de ex post marktrisicopremie daarom gebruik van het onderzoek van Dimson, Marsh en Staunton.⁷ Dit is een omvangrijk onderzoek naar de hoogte van de marktrisicopremie in 24 verschillende landen gedurende de periode 1900-2018.

36. In Brattle-1 is Oostenrijk niet in de selectie van landen voor het bepalen van de marktrisicopremie meegenomen. Volgens Brattle had Oostenrijk

⁷ Credit Suisse Research Institute, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2019.



opvallend hoge rentes na de Tweede Wereld Oorlog en werd om die reden Oostenrijk buiten de selectie gelaten.

37. Met betrekking tot de landen in de selectie voor de marktrisicopremie heeft de ACM de volgende wijziging doorgevoerd mede naar aanleiding van de ingediende zienswijze.
38. De ACM is van mening dat het uitsluiten van Oostenrijk uit de selectie niet juist is. De ACM merkt op dat ook DMS zelf Oostenrijk meeneemt in de bepaling van de marktrisicopremie voor Europa, waarbij zij enkel de jaren met hyperinflatie (1921-22) buiten de berekening laat. De ACM ziet op dit punt onvoldoende aanleiding om van de keuze van DMS af te wijken. Brattle heeft het rapport op dit punt aangepast.

Weging van historische gegevens en ex ante gegevens

39. Naast het gebruik van historische gegevens kunnen ook 'ex ante gegevens' worden gebruikt bij het vaststellen van de marktrisicopremie. De ACM acht dit om twee redenen relevant. Ten eerste dient er in de WACC geanticipeerd te worden op te verwachten ontwikkelingen. Het gebruik van ex ante gegevens is hiermee in lijn. De tweede reden is dat met gebruik van ex ante gegevens kan worden getoetst of de markt inschat of een wijziging in de voor de marktrisicopremie relevante factoren en omstandigheden in de komende jaren zal optreden die een aanpassing van de historisch gerealiseerde marktrisicopremie rechtvaardigt.
40. In het onderzoek van DMS wordt aangegeven dat het gebruik van de historische marktrisicopremie als schatter tot een overschatting van de toekomstige marktrisicopremie kan leiden. Reden hiervoor is dat over tijd de drempels voor handel in aandelen lager zijn geworden en de diversificatie van de beleggingsportefeuille hierdoor eenvoudiger is geworden. Hiernaast heeft in het verleden een stijging in de prijs/dividend-ratio plaatsgevonden, die volgens DMS niet naar de toekomst toe geëxtrapoleerd zou moeten worden. Deze twee factoren zijn volgens de DMS-studie factoren die eenmalig voorkomen, en de marktrisicopremie zou daarom neerwaarts gecorrigeerd moeten worden voor deze factoren.
41. Daar tegenover plaatst Brattle echter het opwaartse effect dat de inschattingen voor de toekomst heeft op de marktrisicopremie. De resultaten op basis van Dividend Growth Models (DGM) voor de komende twee jaren zijn significant hoger dan op basis van historische gegevens. Door de marktrisicopremie tevens te baseren op toekomstvoorspellingen, wordt de marktrisicopremie opwaarts bijgesteld.
42. Zowel de neerwaartse bijstelling als de opwaartse bijstelling zijn zeer lastig



te kwantificeren. In haar rapport uit 2015 adviseerde Brattle (Brattle-2015⁸) daarom om geen neerwaartse correctie op de historische marktrisicopremie toe te passen. Een simpel gemiddelde tussen de historische data en de DGM resultaten is hierbij niet gepast, aangezien de resultaten op basis van het historische onderzoek van Dimson, Marsh en Staunton meer betrouwbaar zijn. Brattle bespreekt dit in nader detail in haar rapport uit 2012.⁹ De ACM ziet in het huidige rapport geen aanleiding om tot een andere conclusie te komen.

43. De ACM volgt de conclusie van Brattle en adviseert geen aanpassing van de historische rendementen toe te passen bij de bepaling van de marktrisicopremie. Door de marktrisicopremie te baseren op toekomstverwachtingen kan het opwaartse effect hiervan worden weggestreept tegen het neerwaartse effect van de aanpassing van historische realisaties.

Meetkundig en rekenkundig gemiddelde

44. Uit literatuur blijkt dat wetenschappers verdeeld zijn over de vraag of de ex post marktrisicopremie op basis van het meetkundig of rekenkundig gemiddelde dient te worden bepaald.¹⁰ Daarom stelt ACM de marktrisicopremie vast op basis van resultaten die beide methoden hebben gegenereerd (beide 50%).

Conclusie

45. De marktrisicopremie bepaalt ACM op basis van het gewogen gemiddelde van de historische marktrisicopremie van de Eurozone, waarbij zowel historisch gerealiseerde rendementen als op verwachtingen over toekomstige rendementen in het advies zijn betrokken. De uitkomst wordt gewogen voor het rekenkundig en het meetkundig gemiddelde en komt uit op 4,95%.

4.2 Bèta

46. Om de WACC te bepalen is een zogenaamde equity bèta benodigd voor de drinkwaterbedrijven. De equity bèta is een maat voor het risico dat een investeerder loopt door te investeren in de aandelen van een specifieke onderneming ten opzichte van het risico van het investeren in de marktportfolio. Dit risico wordt het marktrisico genoemd.¹¹ Een bèta lager dan 1 duidt erop dat het aandeel minder volatiel is dan de markt en een

⁸ The Brattle Group, The WACC for Dutch drink water companies, 3 juli 2015. www.acm.nl

⁹ Calculating the Equity Risk Premium and the Risk-free Rate, The Brattle Group (Dan Harris, Bente Villadsen, Francesco Lo Passo), 26 november 2012.

¹⁰ Smithers rapport (2003); P. Fernandez (2009), The Equity Premium in 150 Textbooks, Journal of Financial Transformation, 2009, vol. 27, pagina 14-18. Smithers en Wright (2014), The Cost of Equity Capital for Regulated Companies: A Review for Ofgem, pagina 11 ; Damodaran (2016), Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2016 Edition, pagina 33-34.

¹¹ Ook wel: systematisch risico of niet-diversificeerbaar risico.



lager systematisch risico kent. Een bèta hoger dan 1 duidt juist op een hoger risico. Dit systematisch risico vertaalt zich in het rendement wat beleggers zullen eisen op hun investering.

47. Artikel 5 van de Drinkwaterregeling stelt dat de equity bèta wordt bepaald op basis van beursgenoteerde ondernemingen met vergelijkbare activiteiten en een vergelijkbaar risicoprofiel.

48. In deze paragraaf zal de ACM eerst toelichten waarom een indirecte methode wordt gebruikt voor het bepalen van de equity bèta en vervolgens zal ACM de drie stappen bij het berekenen van de bèta bespreken, waarbij de ACM in stap 3 de gehanteerde equity bèta presenteert.

Indirecte methode om bèta te bepalen

49. Zoals eerder opgemerkt adviseert ACM een WACC voor de vermogenskosten van een drinkwaterbedrijf dat zich efficiënt financiert en niet op de vermogenskosten van de drinkwaterbedrijven zelf. Voor het bepalen van de bèta is het niet mogelijk om de bèta van de drinkwaterbedrijven zelf te bepalen, aangezien het geen beursgenoteerde ondernemingen zijn. Dit betekent dat het niet mogelijk is om de bèta op basis van geobserveerde marktwaarden van de drinkwaterbedrijven zelf te berekenen. De bèta van de drinkwaterbedrijven wordt daarom benaderd door de bèta te berekenen van beursgenoteerde ondernemingen met soortgelijke activiteiten (hierna: de vergelijkingsgroep voor de bèta).

Samenstelling van de vergelijkingsgroep

50. De ACM hanteert een aantal criteria bij het vaststellen van de vergelijkingsgroep voor de bèta. Dit zijn:

- I. De activiteiten van de bedrijven zijn vergelijkbaar met de activiteiten van de Nederlandse drinkwaterbedrijven
- II. De bedrijven worden op tenminste 90% van alle handelsdagen verhandeld
- III. De bedrijven hebben een omzet van tenminste 100 miljoen euro
- IV. De vergelijkingsgroep bevat voldoende bedrijven

51. Het belangrijkste criterium bij het samenstellen van de vergelijkingsgroep voor de bèta heeft betrekking op het risicoprofiel van de ondernemingen. Het risicoprofiel van een onderneming is onder meer afhankelijk van de aard van de activiteiten en de wijze van regulering van een onderneming.

52. De vergelijkingsgroep voor de bèta is samengesteld uit ondernemingen met activiteiten die zoveel mogelijk overeenkomen met de gereuleerde activiteiten van de drinkwaterbedrijven.



53. Ook beoordeelt de ACM of de aandelen van ondernemingen die zijn geselecteerd in de vergelijkingsgroep voor de bèta in redelijke mate verhandelbaar (liquide) zijn. Indien de liquiditeit van de aandelen onvoldoende is, kan dit de betrouwbaarheid van de schattingen negatief beïnvloeden. Om de liquiditeit te waarborgen zijn ondernemingen in de vergelijkingsgroep voor de bèta opgenomen die een jaaromzet van tenminste 100 miljoen euro behalen en waarvan de aandelen op voldoende handelsdagen actief verhandeld worden (ten minste 90% van de handelsdagen). Daarnaast beoordeelt de ACM of de reguleringssystematiek die voor de geselecteerde ondernemingen geldt enige gelijkenis vertoont met de regulering die voor de drinkwaterbedrijven geldt.
54. Brattle voert naast de reguliere checks ook een gevoeligheidstest uit naar de bid/ask spread van de potentiële vergelijkingsgroep. Vergelijkbare bedrijven die een afwijkende spreidingspercentage vertonen, ten opzichte van de overige vergelijkingsgroep, worden uit de peer groep verwijderd.
55. In dit onderzoek naar de vergelijkingsgroep is door Brattle gebruik gemaakt van een maximum van 1% voor de bid/ask spread.
56. Het is belangrijk dat deze vergelijkingsgroep voldoende observaties bevat. Hoe meer observaties de vergelijkingsgroep bevat, hoe minder invloed 'outliers' zullen hebben op het gemiddelde (of de mediaan) van de vergelijkingsgroep. Bovendien is met een grotere groep de standaardfout kleiner. De ACM acht het daarom van belang dat de vergelijkingsgroep een voldoende aantal bedrijven bevat. De medianen zijn in dit geval relevant, omdat de waarden van de asset bèta's van de vergelijkingsgroep voor de bèta mogelijk niet normaal verdeeld zijn. Door de asset bèta op de medianen te baseren, wordt voorkomen dat de bèta ten onrechte wordt beïnvloed door een uitschieter van de asset bèta van een onderneming binnen de vergelijkingsgroep voor de bèta.
57. Er is slechts een zeer beperkt aantal beursgenoteerde waterbedrijven dat in eerste instantie in aanmerking komt voor de vergelijkingsgroep. In het Brattle-2 rapport heeft Brattle vier Europese waterbedrijven geselecteerd die op basis van het risicoprofiel voldoende representatief zijn. Dit beperkte aantal vormt reden om, omwille van de statistische betrouwbaarheid, bedrijven toe te voegen aan de vergelijkingsgroep. De drinkwaterbedrijven ontplooiën naast transportactiviteiten ook productie- en leveringsactiviteiten. Hierbij geldt dat deze activiteiten gereguleerd zijn. Indien er geen informatie beschikbaar is ten aanzien van de wijze van regulering, wordt de betreffende onderneming niet opgenomen in de vergelijkingsgroep voor de bèta. Brattle heeft geadviseerd om drie



Amerikaanse waterbedrijven en vijf Europese bedrijven uit de energiesector toe te voegen aan de vergelijkingsgroep. Bij het samenstellen van de vergelijkingsgroep is het van belang dat het risicoprofiel van deze ondernemingen zo min mogelijk afwijkt van dat van de gereuleerde activiteiten van Nederlandse drinkwaterbedrijven. De vergelijkingsgroep zoals door Brattle samengesteld voldoet hieraan. Met deze bedrijven toegevoegd acht de ACM de vergelijkingsgroep voor de bèta voldoende representatief en de resultaten bruikbaar voor het vaststellen van de asset bèta van de Nederlandse drinkwaterbedrijven.

58. Met betrekking tot de bèta heeft de ACM op advies van Brattle dezelfde weging aangehouden als in het advies voor 2018 en 2019. De Europese waterbedrijven bepalen de waarde van de bèta voor 50%. De Amerikaanse bedrijven en de Europese energiebedrijven wegen beide voor 25% mee. De ACM kiest hiervoor om zo het meest representatieve deel van de vergelijkingsgroep meer bepalend te laten zijn voor de hoogte van de bèta.

Berekening van de equity bèta

59. Het is belangrijk om onderscheid te maken tussen de asset bèta en de equity bèta. De equity bèta is een indicatie van het marktrisico van de aandelen van een onderneming, terwijl de asset bèta het marktrisico is van de aandelen als ware het bedrijf gefinancierd met 100% eigen vermogen. De hoogte van de equity bèta is daarom mede afhankelijk van de wijze van financiering van een onderneming en de voor de onderneming geldende belastingvoet.
60. De equity bèta voor de drinkwaterbedrijven wordt in drie stappen berekend.¹² Eerst worden de equity bèta's van de bedrijven in de vergelijkingsgroep (hierna: peers) bepaald door de correlatie van de rendementen van de peers met het marktportfolio te berekenen. De asset bèta's worden vervolgens bepaald door de equity bèta's van de peers te corrigeren voor de financieringsstructuren en de tarieven van de belasting van de afzonderlijke peers. Ten slotte wordt de equity bèta van de Nederlandse drinkwaterbedrijven bepaald door de asset bèta te corrigeren voor de door de ACM vastgestelde parameters gearing en belastingvoet. De stappen worden in de volgende randnummers nader toegelicht.

Stap 1: berekening equity bèta's van peers

61. Om tot een benadering van de equity bèta van de Nederlandse drinkwaterbedrijven te komen bepaalt de ACM eerst de equity bèta's van de peers. De equity bèta van elke peer wordt bepaald door de correlatie te meten tussen het rendement op de aandelen van de betreffende

¹² Koller et al. (2005), p. 319.



onderneming en het rendement op de marktindex van het land waar het aandeel is genoteerd. Voor Europese peers gebruikt de ACM hierbij een Eurozone index.

62. Ten aanzien van de datafrequentie overweegt de ACM het volgende. Een hogere datafrequentie leidt tot statistisch betrouwbaardere resultaten omdat het aantal waarnemingen groter is. Anderzijds kan een hogere datafrequentie leiden tot onderschatting van de bèta wanneer aandelen een lage liquiditeit hebben. Daarnaast brengt een hoge datafrequentie een grotere kans op autocorrelatie met zich mee.
63. De ACM kiest ervoor om uit te gaan van een dagelijkse frequentie. De ACM is van mening dat het voordeel van de grotere hoeveelheid waarnemingen van een dagelijkse frequentie opweegt tegen de nadelen, omdat de nadelen gemitigeerd kunnen worden. Zo worden de peers getoetst op liquiditeit en kan voor de aanwezigheid van autocorrelatie en heteroskedasticiteit worden gecontroleerd. Ook past Brattle de Dimson adjustment toe om te betrouwbaarheid van de schattingen verder te vergroten.¹³
64. Ten aanzien van de referentieperiode concludeert de ACM het volgende. Conform de methode die de ACM tevens hanteert voor de energienetwerkbeheerders en de loodsen, stelt de ACM de referentieperiode voor de schatting van de equity bèta op drie jaar. Zoals hiervoor gesteld is het niet noodzakelijk dat de referentieperioden voor alle parameters gelijk is, maar gaat het erom steeds tot de beste schatter voor de toekomst te komen.

Stap 2: bepaling van de asset bèta berekening

65. In randnummer 59 is beschreven dat de hoogte van de equity bèta mede afhankelijk is van de voor de onderneming geldende belastingvoet en de wijze van financiering van een onderneming. Om bèta's van ondernemingen in de vergelijkingsgroep voor de bèta vergelijkbaar te maken wordt de asset bèta berekend. Bij de berekening van de asset bèta wordt gecorrigeerd voor de financieringsstructuur en de belastingvoet van de peers over de referentieperiode. Voor deze correcties wordt de Modigliani-Miller-methode¹⁴ toegepast.¹⁵ Uit onderzoek¹⁶ blijkt dat de Modigliani-Miller-methode de

¹³ Bij het berekenen van bèta's met dagelijkse rendementen bestaat het risico dat de aandelenkoers van een bedrijf de dag voor of de dag erna lijkt te reageren op de marktindex. Dit kan optreden vanwege verschillen in openstellingstijden en handelsuren van de markt, of verschillen in de liquiditeit van de aandelen versus de gemiddelde liquiditeit van de markt. Als een dergelijk effect aanwezig is, kan dit van invloed zijn op de bèta/

¹⁴ De formule ziet er als volgt uit: $\beta_e = \frac{(1-g)+g(1-T)}{1-g} \cdot \beta_a$. Waarbij β_a de asset bèta van een individuele onderneming uit de vergelijkingsgroep; β_e de equity bèta van een individuele onderneming; g de gearing ratio en T de belastingvoet.

¹⁵ Andere methoden die kunnen worden toegepast, zijn bijvoorbeeld de Miller-methode en de Miles-Ezzel-methode. Deze methoden genereren ongeveer dezelfde resultaten.



meest geschikte methode is, omdat deze methode bij wijziging van bijvoorbeeld expliciet rekening houdt met belastingen.

66. Toepassing van de hiervoor genoemde berekeningsmethoden leidt tot de onderstaande asset bèta's (zie tabel 3). Vervolgens worden er aparte medianen bepaald voor de Europese waterbedrijven, de Amerikaanse waterbedrijven en de Europese energiebedrijven. Van deze medianen wordt vervolgens een gewogen gemiddelde bepaald, waarbij de Europese waterbedrijven vanwege hun grotere vergelijkbaarheid een hogere weging krijgen (50%) dan de andere twee groepen (25%). Dit resulteert in een asset bèta van 0,38.

		Equity beta [A]	Gearing (D/E) [B]	Tax rate [C]	Asset beta [D]
European Water Companies					
Severn Trent PLC	United Kingdom	0.57	104.5%	19.3%	0.31
Pennon Group PLC	United Kingdom	0.63	85.0%	19.3%	0.37
United Utilities Group PLC	United Kingdom	0.60	126.3%	19.3%	0.30
Athens Water Supply & Sewerage	Greece	0.51	0.0%	28.9%	0.51
	Median	[1]			0.34
US Companies					
California Water Service Group	United States	0.63	39.7%	34.6%	0.50
American Water Works	United States	0.35	52.0%	34.6%	0.26
Middlesex Water Co	United States	0.66	25.0%	34.6%	0.57
	Median	[2]			0.50
European Network Companies					
Snam	Italy	0.60	87.8%	25.9%	0.36
Terna Rete Elettrica Nazionale	Italy	0.55	83.3%	25.9%	0.34
Red Electrica	Spain	0.49	56.1%	25.0%	0.35
Enagas	Spain	0.56	81.9%	25.0%	0.34
Elia System Operator	Belgium	0.26	105.3%	31.9%	0.15
	Median	[3]			0.34

Notes and sources:

[B]: Calculated from Bloomberg data. Average values from Q2 2016 to Q1 2019.

[C]: KPMG. Average values from Q2 2016 to Q1 2019.

[D]: $[A]/(1+(1-[C])\times[B])$.

Tabel 3

Stap 3: berekening equity bèta van de drinkwaterbedrijven

67. De ACM berekent de equity bèta van de drinkwaterbedrijven door de asset bèta van de vergelijkingsgroep met behulp van de Modigliani-Miller-methode (gegeven de door de ACM vastgestelde parameters gearing en belastingvoet) om te zetten in een equity bèta voor de drinkwaterbedrijven.
68. Conform de methode ter bepaling van de asset bèta van de vergelijkingsgroep voor de bèta stelt de ACM de waarde van de equity bèta

¹⁶ Fernandez, Levered and unlevered Beta, IESE Business School Research Paper, januari 2003.



van de drinkwaterbedrijven vast. Deze equity bèta bedraagt 0,54.

Conclusie

69. De risicovrije rente van 0,55%, samen met de marktrisicopremie van 4,95% en de equity bèta van 0,54, leidt tot een kostenvoet eigen vermogen (na belasting) van 3,24%.



5 Gearing, belastingvoet en inflatie

70. Naast de kostenvoet eigen vermogen en de kostenvoet vreemd vermogen is ook de gearing en de belastingvoet van belang voor het berekenen van de WACC. De inflatie is normaliter van belang wanneer de reële WACC wordt bepaald, hetgeen voor de nominale WACC voor drinkwater niet relevant is.

Gearing

71. 'Gearing' betreft de mate waarin een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, uitgedrukt als fractie van het totale vermogen. Aangezien de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen (gecorrigeerd voor belasting), is het belangrijk om de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen vast te stellen. Daarnaast is de gearing van belang bij het berekenen van de equity bèta. De ACM zal in deze paragraaf toelichten hoe zij de gearing bepaalt en wat de hoogte van de gearing is.

72. Artikel 5 van de Drinkwaterregeling bepaalt dat het aandeel eigen vermogen ten behoeve van de bepaling van de WACC wordt gebaseerd op gegevens over het aandeel eigen vermogen van ondernemingen die vergelijkbaar zijn met drinkwaterbedrijven, met een gezonde financiële positie.

73. De ACM gaat voor de bepaling van de gearing uit van een efficiënt gefinancierde onderneming met daarnaast een gezonde financiële positie. Het hanteren van een te hoog niveau voor de gearing zou normaliter leiden tot een te lage compensatie voor kapitaalkosten, terwijl het hanteren van een te laag niveau voor de gearing zou leiden tot een te hoge compensatie van de kapitaalkosten. In hoeverre een solvabiliteitspositie als gezond kan worden beschouwd is mede afhankelijk van de activiteiten die een onderneming uitvoert en kan dus per sector verschillen. Een ander uitgangspunt bij het vaststellen van de gearing is het geven van een prikkel aan de drinkwaterbedrijven om een efficiënte financieringsstructuur te bewerkstelligen.

74. In het algemeen kan gesteld worden dat, mede afhankelijk van de hoogte van de rentestand, het vanuit bedrijfseconomisch perspectief aantrekkelijk kan zijn voor een drinkwaterbedrijf om zich te financieren met relatief veel vreemd vermogen (in vergelijking tot andere typen ondernemingen). Drinkwaterbedrijven zijn ondernemingen met stabiele kasstromen en relatief waardevolle activa met een lange levensduur. Onder meer door een relatief stabiele vraag naar drinkwater en een jaarlijkse indexatie van de totale inkomsten voor de gerealiseerde inflatie, kunnen door de drinkwaterbedrijven relatief stabiele en voorspelbare operationele kasstromen gegenereerd worden. Hierdoor kunnen de drinkwaterbedrijven



een gezonde financiële positie behouden, terwijl zij toch met relatief veel vreemd vermogen worden gefinancierd.

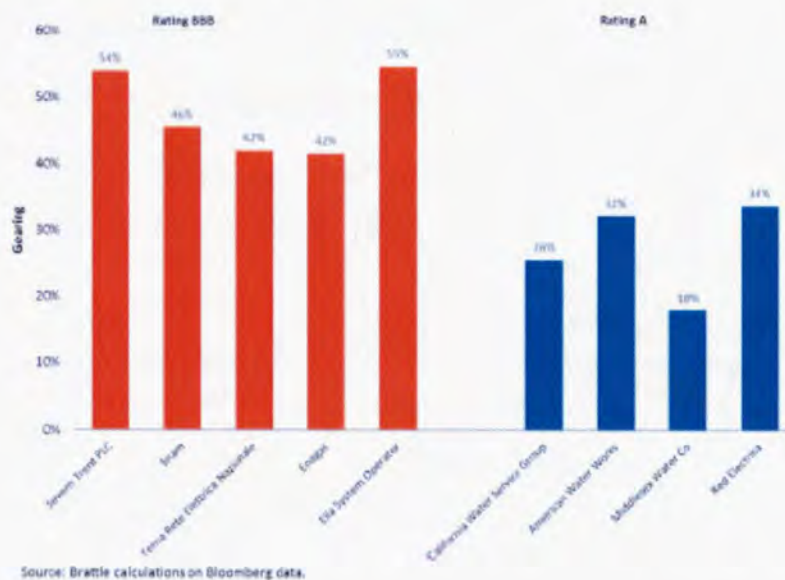
75. De relatief gunstige condities waartegen de drinkwaterbedrijven zich kunnen financieren, kan het voor drinkwaterbedrijven aantrekkelijk maken om een hoge gearing na te streven. Zolang het schuldenniveau van de drinkwaterbedrijven niet te hoog wordt, kan dit leiden tot lagere kosten van financiering.
76. In Brattle-2 merkt Brattle twee belangrijke factoren op bij de bepaling van de gearing. Ten eerste noemt zij hierbij, net als de wetgever in de toelichting op de Drinkwaterregeling, het feit dat drinkwaterbedrijven geen vennootschapsbelasting betalen. Rentelasten leveren daarmee geen fiscaal voordeel op voor drinkwaterbedrijven. Daarom verwacht Brattle voor drinkwaterbedrijven mogelijk een lagere gearing dan voor de bedrijven die belasting betalen. Ten tweede bestaat voor drinkwaterbedrijven ook de eis dat zij maximaal met 70% eigen vermogen gefinancierd mogen zijn. Hierdoor zal de gearing in ieder geval niet lager liggen dan 30%.
77. De ACM neemt een credit rating in de A-range als uitgangspunt voor gezonde ondernemingen.
78. De toelichting op de Drinkwaterregeling gaat in op een aantal factoren die meespelen bij de bepaling van het aandeel eigen vermogen (en daarmee de gearing).¹⁷ Zo kan het aantrekkelijk zijn om met relatief veel vreemd vermogen te financieren, aangezien de kosten hiervan veelal lager zijn dan de kosten van het eigen vermogen. Daartegenover staat echter dat een te hoog aandeel vreemd vermogen de kredietwaardigheid van de onderneming in gevaar brengt. Verder zijn ook rentelasten voor waterbedrijven niet fiscaal aftrekbaar, aangezien Nederlandse waterbedrijven geen vennootschapsbelasting hoeven te betalen. De toelichting concludeert dat het voor de bepaling van het aandeel eigen vermogen daarom redelijk is om uit te gaan van ondernemingen met een credit rating in de A-range.
79. Om de gearing van de vergelijkingsgroep te onderzoeken gebruikt de ACM de gearing zoals die gold in het eerste kwartaal van 2019, aangezien dat op het moment van opstellen van het rapport de meest recente informatie betreft. Deze werkwijze is gelijk aan de wijze waarop de gearing voor de WACC drinkwater voor de jaren 2018 en 2019 is bepaald. Brattle-2015 gaf hierbij aan dat de meest recente waarden hierbij als beste schatter voor de toekomst gelden. Ook heeft Brattle in Brattle-2 de credit ratings van de bedrijven in de vergelijkingsgroep per 13 maart 2019 bepaald. Aangezien

¹⁷ Zie hiervoor artikel 5 van de toelichting op de Drinkwaterregeling, Staatscourant 2011 nr. 10842.



we voor de bepaling van de gearing kijken naar de bedrijven met een A-rating, ligt het gebruik van de gearing in het eerste kwartaal van 2019 daar het meest mee in lijn.¹⁸

80. In onderstaande grafiek zijn de gearing ratio's opgenomen van de bedrijven in de vergelijkingsgroep. In de vergelijkingsgroep zijn vier bedrijven met een A-rating, vijf bedrijven met een BBB-rating. Voor de vergelijkingsgroep zien we voor de bedrijven met een A-rating een gemiddelde gearing van 27%. Gezien de gearing niet lager kan liggen dan 30%, heeft Brattle de gearing naar boven afgerond.



81. In het rapport merkt Brattle verder op dat de resultaten slechts beperkt gevoelig zijn voor de keuze voor een bepaald niveau van gearing, zolang bedrijven een A-rating behouden. Dit betekent dat eerdergenoemde factoren die meespelen bij de keuze voor een niveau van gearing slechts een beperkt effect op de uiteindelijk vast te stellen WACC hebben. Deze ongevoeligheid van de WACC is ook wel bekend als de Modigliani-Miller theorie, waarbij twee effecten meespelen. Aan de ene kant zal wanneer de gearing toeneemt het aandeel relatief goedkoop vreemd vermogen in de WACC toenemen. Aan de andere kant zal de hogere gearing tot hogere risico's voor de aandeelhouders leiden, hetgeen leidt tot een hogere equity bèta en daarmee een hogere kostenvoet eigen vermogen. Deze effecten werken tegen elkaar in, waardoor het totale effect op de WACC erg beperkt is.¹⁹

¹⁸ In de praktijk is het mogelijk dat de credit rating van een bedrijf over tijd verandert. Om deze reden is het van belang om de gearing en de credit rating op een zelfde moment te bepalen.

¹⁹ Zo berekende Brattle dat een stijging van de gearing van 30% naar 40% slechts een WACC-effect van 0,1%-punt veroorzaakt op de in Brattle -2 berekende WACC.



82. In de WACC voor de jaren 2018 en 2019 hanteerde de ACM een gearing van 40%. Gegeven bovenstaande bevindingen ziet de ACM wel reden om daar voor het huidige besluit van af te wijken.

Conclusie

83. De ACM adviseert een gearing te hanteren van 30%.

Belastingvoet en Inflatie

84. De belastingvoet is van belang voor het bepalen van de WACC na belasting. De ACM gaat uit van de werkelijke belastingsituatie. Drinkwaterbedrijven zijn echter niet belastingplichtig voor de activiteiten die voortkomen uit hun wettelijke taken. De belastingvoet is daarom 0%, waardoor deze geen invloed heeft op de hoogte van de WACC in het advies.

85. De inflatie is van belang wanneer een reële WACC wordt gehanteerd. In het geval van drinkwaterbedrijven wordt alleen de nominale WACC bepaald. De nominale WACC bevat reeds een vergoeding voor de verwachte geldontwaarding. Bij toepassing van deze methode is het wel belangrijk ervoor te zorgen dat de drinkwaterbedrijven niet ook op een andere wijze een inflatievergoeding ontvangen voor kapitaalskosten. Bij de regulering van energienetbeheerders is het bijvoorbeeld gebruikelijk te werken met een reële WACC. De inflatievergoeding wordt vervolgens apart verwerkt in de berekening van de totale toegestane inkomsten. Een voordeel van deze benadering is dat bedrijven meer flexibiliteit hebben om jaarlijkse veranderingen in de inflatie in hun tarieven te verwerken. Bij het hanteren van de nominale WACC dient bij het toezicht op de totstandkoming van de tarieven erop gelet te worden dat de drinkwaterbedrijven niet nogmaals vergoed worden voor geldontwaarding voor kapitaalskosten.

Conclusie

86. Toepassen van de belastingvoet van 0% beïnvloedt de WACC niet. Omdat de nominale WACC niet wordt omgerekend tot een reële WACC, stelt de ACM de inflatie voor dit advies niet vast.



6 De hoogte van de WACC

88. Tabel 4 bevat de hoogte, zoals bepaald in voorgaande paragrafen, van de verschillende parameters van de WACC.

89. Tabel 4: Opbouw van de WACC

Gearing (D/A)	[1]	Section VI	30.00%
Gearing (D/E)	[2]	$[1]/(1-[1])$	42.86%
Tax rate	[3]	Assumed	0.00%
Risk free rate	[4]	Section II	0.55%
Asset beta	[5]	Section V	0.38
Equity beta	[6]	$[5] \times (1 + (1 - [3]) \times [2])$	0.54
Equity Risk Premium	[7]	Section III	4.95%
After-tax cost of equity	[8]	$[4] + [6] \times [7]$	3.24%
Debt premium	[9]	Section VII	0.91%
Non-interest fees	[10]	Assumed	0.15%
Pre-tax cost of debt	[11]	$[4] + [9] + [10]$	1.61%
Nominal after-tax WACC	[12]	$((1 - [1]) \times [8]) + ([1] \times (1 - [3]) \times [11])$	2.75%
Nominal pre-tax WACC	[13]	$[12] / (1 - [3])$	2.75%

Source:
The Brattle Group.

90. Op basis van bovenstaande adviseert de ACM een WACC voor de drinkwaterbedrijven voor de jaren 2020 en 2021 van 2,75%.



BIJLAGE II

Behorende bij het advies aan de Minister van Infrastructuur en Milieu over de vaststelling van gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (hierna: WACC) voor drinkwaterbedrijven voor 2020 en 2021.

1 Inleiding

1. Zoals genoemd in bijlage I behorende bij het advies, heeft de ACM een conceptversie van het Brattle-rapport voor de WACC voor drinkwaterbedrijven op 28 mei 2019 aan de betrokken partijen gezonden en hen in de gelegenheid gesteld hierop een zienswijze in te dienen.
2. De ACM gaat in deze bijlage in op de zienswijzen die zijn ontvangen en geeft voor de belangrijkste onderdelen van de verschillende zienswijzen een reactie. Mede op basis van deze zienswijzen heeft de ACM Brattle verzocht haar rapport op enkele punten te verduidelijken en/of aan te passen. Daar waar de zienswijzen hebben geleid tot aanpassing van het Brattle rapport is dat vermeld in deze bijlage. De zienswijzen zelf zijn eveneens toegevoegd als aparte bijlagen bij het advies.
3. Op 20 juni 2019 heeft de ACM de zienswijze ontvangen van het Interprovinciaal Overleg (hierna: IPO), op 26 juni 2019 heeft de ACM een reactie ontvangen van de Vereniging van waterbedrijven in Nederland (hierna: VEWIN) en de Vereniging van Nederlandse Gemeenten (hierna: VNG), en op 28 juni 2019 van de Vereniging voor Energie, Milieu en Water (hierna: VEMW).
4. De zienswijzen van VEWIN, IPO, VNG en VEMW worden achtereenvolgens besproken.

2 Zienswijze VEWIN

5. VEWIN heeft een zienswijze op het Brattle-rapport ingediend. Hierin verzoekt VEWIN de ACM om in haar advies rekening te houden met de voorziene wijzigingen van de berekeningsmethodiek van de WACC door de Minister van Infrastructuur en Waterstaat. De ACM is bij het geven van dit advies echter gehouden aan het huidige wettelijke kader. Het is daarom voor de ACM niet mogelijk om bij de vaststelling van de WACC vooruit te lopen op nieuwe wetgeving.

Marktriscopremie

6. VEWIN stelt dat de berekening van de marktriscopremie in strijd is met de Drinkwaterregeling. Volgens artikel 5 sub d wordt de marktriscopremie gebaseerd op zowel historisch gerealiseerde rendementen als op verwachtingen over toekomstige rendementen. VEWIN stelt dat de berekening van Brattle strijdig is met de wetgeving door de toekomstgerichte marktriscopremie niet te betrekken in haar WACC-berekening.
7. Volgens de ACM is de stelling van VEWIN gebaseerd op een onjuiste veronderstelling. De ACM baseert de marktriscopremie zowel op historisch gerealiseerde rendementen als op verwachtingen over toekomstige



rendementen, zoals artikel 5 sub d voorschrijft. Deze verwachtingen hoeven niet per definitie gebaseerd te worden op een toekomstgerichte marktrisicopremie, zoals VEWIN suggereert in haar zienswijze. De historische gegevens waarmee Brattle de marktrisicopremie berekent, worden gebruikt als schatter voor toekomstverwachtingen.

8. De ACM wijst erop dat de bronnen voor de marktrisicopremie op basis van toekomstverwachtingen meer onzekerheid kennen dan het gebruik van historische gegevens, om deze reden is het nemen van een gemiddelde volgens de ACM niet geschikt. Door grotere betrouwbaarheid van de historische gegevens ziet de ACM reden om meer gewicht te kennen aan deze historische gegevens. Dit heeft er echter niet toe geleid dat de ACM de toekomstgerichte gegevens buiten beschouwing laat. Zonder het meewegen van de toekomstgerichte gegevens had de ACM immers een neerwaartse bijstelling toegepast op de op historische cijfers gebaseerde marktrisicopremie. De conclusie van de ACM sluit aan bij de eerdere conclusie van Brattle in haar rapport van 2015¹, waarin Brattle stelt dat niet aan alle bronnen noodzakelijk een gelijk gewicht hoeft te worden toegekend. Hierbij wijst zij op de lagere betrouwbaarheid van de bronnen voor de marktrisicopremie op basis van toekomstverwachtingen. De zienswijze van VEWIN leidt niet tot een wijziging van de marktrisicopremie in het advies van de ACM.
9. VEWIN is van mening dat de marktrisicopremie alleen berekend dient te worden op basis van het rekenkundig gemiddelde van de marktrisicopremie van de landen in de selectie. Brattle baseert de marktrisicopremie (4,82%) op het gemiddelde van de 'arithmetic mean' (rekenkundig gemiddelde) en de 'geometric mean' (meetkundig gemiddelde). Het meetkundig gemiddelde wordt door VEWIN voor het onderhavige vraagstuk als niet relevant gezien, als gevolg waarvan VEWIN van mening is dat de marktrisicopremie slechts gebaseerd dient te worden op het rekenkundig gemiddelde van 6,19%.
10. De ACM merkt op dat uit literatuur blijkt dat wetenschappers verdeeld zijn over de vraag of de ex post marktrisicopremie op basis van het meetkundig of rekenkundig gemiddelde dient te worden bepaald.² Daarom stelt de ACM de marktrisicopremie vast op basis van resultaten die beide methoden hebben gegenereerd (beide 50%). De zienswijze van VEWIN leidt niet tot een wijziging van de marktrisicopremie in het advies van de ACM.
11. VEWIN merkt op dat Brattle bij de berekening van de marktrisicopremie Oostenrijk heeft uitgesloten op basis van een willekeurig toegepast argument, dat bovendien inconsequent is aangezien het in eerdere reguleringsperiodes niet is gehanteerd.
12. De ACM heeft Brattle verzocht een reactie te geven op deze uitspraak van VEWIN. Volgens Brattle had Oostenrijk opvallend hoge rentes na de Tweede Wereld Oorlog en werd om die reden Oostenrijk buiten de selectie gelaten. Sinds het vorige Brattle-rapport³ heeft Brattle naar aanleiding van

¹ The Brattle Group, The WACC for the Dutch drink water companies, 3 juli 2015, www.acm.nl

² Smithers rapport (2003); P. Fernandez (2009), The Equity Premium in 150 Textbooks, Journal of Financial Transformation, 2009, vol. 27, pages 14-18.

³ The Brattle Group, Update to WACC parameters for Drinking Water, 28 juli 2017, www.acm.nl



opmerkingen door stakeholders een update toegepast op haar benadering voor het berekenen van de gemiddelde Europese marktrisicopremie. Zoals beschreven in bijlage I van dit advies, is de ACM van mening dat Oostenrijk niet verwijderd zou moeten worden uit de berekening van de marktrisicopremie. De zienswijze van VEWIN leidt daarmee tot een bijstelling van de marktrisicopremie van 4,82% naar 4,95%.

Algemene opslag

13. VEWIN merkt op dat de WACC voor drinkwaterbedrijven, in tegenstelling tot de andere sectoren waarvoor de ACM een WACC vaststelt, een maximum is. VEWIN stelt dat daardoor drinkwaterbedrijven gemiddeld over een vaststellingsperiode niet de vastgestelde WACC behalen. VEWIN is bovendien van mening dat het Nederlandse reguleringssysteem, ceteris paribus, leidt tot een hoger risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven dan de reguleringssystemen van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. VEWIN is daarom van mening dat er een opslag van 10% zou moeten plaatsvinden op de eigen vermogensvergoeding.
14. Het specifieke doel van de Minister bij het introduceren van de WACC in de drinkwatersector was het begrenzen van de winst. Hierbij is er specifiek voor gekozen de WACC als maximum te hanteren. De door de Minister van Infrastructuur en Waterstaat vastgestelde WACC wordt in de regulering van en het toezicht op de Nederlandse drinkwaterbedrijven gebruikt. Enerzijds dienen de drinkwaterbedrijven met de WACC rekening te houden in de vaststelling van de tarieven die zij in het opvolgende jaar hanteren. Anderzijds wordt de WACC gebruikt bij de toetsing van het daadwerkelijk behaalde rendement, die resulteert uit de gefactureerde tarieven en de gerealiseerde kosten. Er staat de drinkwaterbedrijven niets in de weg om bij de ramingen uit te gaan van de WACC die de minister vaststelt. Het behaalde rendement is afhankelijk van de gedragingen van de drinkwaterbedrijven zelf. Immers stellen de drinkwaterbedrijven zelf de (kosten)ramingen voor het volgende jaar op. Ook zijn zij zelf verantwoordelijk voor de kosten die in dat opvolgende jaar worden gerealiseerd. Op grond hiervan ziet de ACM geen reden om de WACC voor de drinkwaterbedrijven opwaarts bij te stellen.
15. De stelling van VEWIN dat het Nederlandse reguleringssysteem tot een hoger risicoprofiel leidt dan de reguleringssystemen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, is hiernaast onvoldoende onderbouwd. In het Brattle rapport wordt juist gewezen op mogelijk hogere risico's in de regulering in de Verenigde Staten. Dit komt onder andere voort uit het volumerisico en de onvoorspelbare momenten waarop de tarieven worden aangepast. Voor een verdere toelichting hierop verwijst de ACM naar het rapport van Brattle.

Gearing

16. VEWIN merkt op dat de door Brattle voorgestelde gearing van 30% tien procentpunten lager is dan in de vorige reguleringsperiode (2018-2019), en twintig procentpunten lager dan de 50% zoals vastgesteld in de periode 2014-2015. Dit is volgens VEWIN het gevolg van het gebruik van een niet betrouwbare methode (op basis van een zeer kleine referentiegroep van vier bedrijven met een uitkomst die buiten de DWW valt) en niet overeenkomstig de feitelijke situatie van de drinkwaterbedrijven (de



feitelijke gearing is 65-70%). VEWIN acht het argument van Brattle dat een gearing van maximaal 30% toepasselijk is voor een A-rating is onjuist. VEWIN verwijst hierbij naar Moody's, welke aangeeft een gearing van 40-55% te verwachten bij een waterbedrijf met A-rating.

17. Met betrekking tot de gearing benadrukt de ACM dat het niet nodig en/of wenselijk is om aan te sluiten bij de hoogte van parameters van de Nederlandse drinkwaterbedrijven zelf. Voor het bepalen van de gearing voor efficiënt gefinancierde drinkwaterbedrijven bekijkt de ACM de gearing van met de Nederlandse drinkwatersector vergelijkbare bedrijven. De ACM acht deze aanpak redelijk en passend binnen het wettelijke kader. Brattle acht een gearing van 30% toepasselijk voor een bedrijf met een A-rating. Brattle benadrukt dat de Moody's-richtlijnen stellen dat de gearing van een bedrijf tussen 40-55% kan zijn en een A-rating kan behalen. Dit is echter alleen op basis van de gearing. In de praktijk dragen veel andere factoren bij tot kredietratings. Brattle ziet in de praktijk dat bedrijven met een A-rating zich dichterbij de 30% bevinden. De zienswijze van VEWIN leidt hiermee niet tot een aanpassing in het advies van de ACM.

Small firm premium (SFP)

18. VEWIN stelt dat een 'small firm premium' van toepassing is voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven vanwege de relatief kleine omvang van de Nederlandse drinkwaterbedrijven en het wetenschappelijk aangetoonde bestaan van de zogenaamde 'small firm premium'.
19. De ACM heeft in 2012 onderzoek laten doen door het onderzoeksbureau Boer & Croon⁴ naar de toepassing van een SFP in gereguleerde sectoren. Aanleiding daarvoor was dat het Loodswezen van mening was dat in de WACC die voor het Loodswezen werd vastgesteld een SFP gerechtvaardigd was.
20. Boer & Croon concludeert als volgt:
Zoals beargumenteerd in 4.4 achten wij, ongeacht de grootte van de onderneming, het niet gebruiken van een SFP in een vrije markt het best verdedigbaar. Op basis van de karakteristieken van het Nederlandse Loodswezen zien wij geen aanleiding om voor het Loodswezen van deze conclusie af te wijken. Dat het Loodswezen opereert in een gereguleerde markt in plaats van een vrije markt is niet van belang. Het opereren in een gereguleerde markt voegt geen specifieke risico's toe aan kleine ondernemingen. Ook geeft de omvang van het Nederlandse Loodswezen geen aanleiding om af te wijken van het niet gebruiken van een Small Firm Premium omdat de conclusie met betrekking tot het toepassen van de SFP geldt ongeacht de grootte van de onderneming. Tevens biedt een onderzoek naar andere toezichthouders in gereguleerde sectoren binnen Europa geen aanknopingspunten om voor het Loodswezen een SFP toe te passen. Bij het vaststellen van de vermogenskosten binnen de gereguleerde sector past het overgrote deel van de toezichthouders geen SFP toe.
21. De ACM constateert dat de argumentatie van Boer & Croon in haar advies om geen SFP toe te passen bij de WACC voor het Loodswezen ook opgaat

⁴ Boer & Croon, Additioneel onderzoek naar de Small Firm Premium, 31 augustus 2012, www.acm.nl.



voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Brattle deelt deze conclusie.⁵ Brattle acht het bestaan van een SFP controversieel en acht het onwaarschijnlijk dat de Nederlandse drinkwaterbedrijven blootgesteld worden aan de risico's die aanleiding geven tot een SFP. Om deze redenen neemt de ACM geen SFP op in de onderhavige WACC.

Renteopslag

22. VEWIN stelt dat Brattle de renteopslag te laag heeft berekend door onvoldoende rekening te houden met de specifieke omstandigheden waarin Nederlandse drinkwaterbedrijven opereren. VEWIN stelt dat Brattle terecht de (il)liquiditeitspremies erkent waarmee kleinere bedrijven in de financiering worden geconfronteerd. Vervolgens stelt VEWIN dat Brattle zonder duidelijke onderbouwing en ondanks de (il)liquiditeitspremies de renteopslag baseert op een gemiddelde van de referentiegroep en het marktgemiddelde (de groep die geen last heeft van de illiquiditeit). Volgens VEWIN is de spread van de individuele bonds echter meer relevant dan de berekende generieke spreads en deze laatste zou derhalve niet (zo zwaar) moeten worden meegenomen in de bepaling van de spread voor de drinkwatersector. VEWIN stelt dat door dit wel te doen, Brattle geen recht doet aan de financieringskosten van de Nederlandse drinkwaterbedrijven.
23. De ACM hanteerde in het advies over de WACC van de drinkwaterbedrijven voor 2014 en 2015 voor de renteopslag de laagste waarde die resulteerde op basis van de groep vergelijkbare ondernemingen en de index voor de bepaling van de renteopslag. De reden hiervoor was dat de regulering van inkomsten van drinkwaterbedrijven is ingericht op basis van *cost-plus*, dat een lager risico meebrengt dan het risico voor de bedrijven uit de vergelijkingsgroep en de index. In het onderhavige advies weegt de ACM mee dat de omvang van de drinkwaterbedrijven kleiner is dan die van de bedrijven uit de index. Om die reden gaat de ACM bij het bepalen van de renteopslag niet uit van de laagste waarde voor de renteopslag. Dit is eveneens in lijn met het advies van de ACM voor de jaren 2016 en 2017 en voor de jaren 2018 en 2019..
24. Brattle stelt in haar rapport dat de drinkwaterbedrijven qua omvang meer lijken op de bedrijven die onderdeel uitmaken van de groep 'individual bonds'. Dit is de reden dat de renteopslag berekend wordt als gemiddelde van de renteopslag van de groep individuele bedrijven met een single A-rating en de renteopslag van generieke obligaties, en niet op basis van een utility index. Op die manier houdt Brattle dus al rekening met de kleinere omvang van de drinkwaterbedrijven. Tevens acht Brattle dat de spread van de generieke industriële bonds en de spread voor de vergelijkbare bedrijven beide relevante benchmarks zijn. Om die reden past Brattle een gemiddelde van de twee spreads toe.
25. De ACM concludeert dat er in het advies rekening wordt gehouden met het risicoprofiel en de omvang van de Nederlandse drinkwaterbedrijven. De ACM ziet geen reden om de renteopslag aan te passen op basis van de zienswijze van VEWIN.

Risicovrije rente

⁵ The Brattle Group, Update to WACC parameters for Drinking Water, 28 juli 2017, www.acm.nl



26. VEWIN stelt dat Brattle in de berekening van de risicovrije rente ten onrechte niet corrigeert voor de tijdelijk opgetreden negatieve rentes op 10-jarige staatsobligaties. VEWIN stelt dat de drinkwaterbedrijven door het invoeren van zero-floors niet in staat zijn om te profiteren van deze negatieve rentes. VEWIN merkt op dat de impact voor deze reguleringsperiode weliswaar zeer gering is, maar dat het mogelijk wel van materiële invloed is op toekomstige reguleringsperiodes.
27. De ACM merkt op dat negatieve rentes niet alleen een theoretisch fenomeen zijn, maar dat dit ook daadwerkelijk voorkomt in de praktijk. Het zou daarom geen recht doen aan de praktijk om negatieve rentes uit de referentieperiode aan te passen. Daarnaast stelt de ACM dat de vergelijking die VEWIN maakt ten aanzien van de door banken ingevoerde zero-floors onjuist is. Voor zover banken een zero floor stellen voor hun rente, dient deze zero floor vergeleken te worden met de kostenvoet vreemd vermogen, en niet enkel de risicovrije rente. Immers is de kostenvoet vreemd vermogen de schatter van de rente waarmee drinkwaterbedrijven geconfronteerd worden. Om deze reden leidt de berekeningswijze tot een juiste benadering van de kostenvoet vreemd vermogen van bedrijven en ziet de ACM geen reden om de negatieve rentes uit de sample aan te passen.
28. Ondanks het feit dat een aanpassing van de risicovrije rente daarmee theoretisch onjuist is, heeft Brattle gekeken naar de effecten van een mogelijke aanpassing. Hieruit blijkt dat de risicovrije rente negatief is voor in totaal slechts tien dagen van de totale referentieperiode van drie jaar. Afgerond op drie decimalen⁶ blijkt er geen effect op het niveau van de gemiddelde risicovrije rente indien de ACM reden zou zien om tot aanpassing over te gaan.

3 Zienswijze IPO

29. IPO heeft een zienswijze op het Brattle-rapport ingediend. De ACM gaat hieronder op de verschillende aspecten uit de zienswijze in.

WACC methodiek niet toegespitst op huidige situatie

30. IPO geeft in de zienswijze aan dat de systematiek van de WACC, die ook in het verleden zijn toegepast, meer toegesneden moet zijn naar de omstandigheden waarmee de drinkwaterbedrijven te maken hebben. Als voorbeeld noemt het IPO de financierbaarheid die onder druk staat.
31. IPO stelt dat Brattle zich voornamelijk heeft laten leiden door theoretische en modelmatige aspecten en minder oog hebben gehad voor grote veranderingen in de drinkwatersector. Het IPO geeft aan dat een onmiskenbaar gevolg van een te lage WACC is dat de kredietwaardigheid (als bedoeld in art.7, 2^e lid van het Drinkwaterbesluit) en continuïteit van de drinkwaterbedrijven in de gevarezone komt.
32. De hoogte van de WACC wordt bepaald door de marktomstandigheden en de gehanteerde methode. De ACM adviseert de Minister van Infrastructuur

⁶ Op basis van berekeningen van Brattle zou uitsluiting van de negatieve rentes leiden tot een verschil van 0.000055%.



en Waterstaat met betrekking tot de hoogte van de WACC conform de Drinkwaterregeling artikel 7, eerste lid b. De ACM heeft voor het opstellen van het advies aan de Minister consultancy bureau Brattle gevraagd om, binnen de gestelde kaders, de WACC te berekenen gebruik makende van de laatste relevante financiële gegevens. De ACM heeft de WACC berekend conform het huidige wettelijke kader, waarin de methode in hoge mate van detail is vastgelegd. Het wettelijke kader biedt geen ruimte om af te wijken van de hierin beschreven methode. Het Ministerie van I&W werkt aan een wijziging van de Drinkwaterwet en de daarin opgenomen methodologie voor het vaststellen van de WACC. De ACM kan hier in haar advies niet op vooruitlopen.

33. Voor het advies over de WACC stelt de ACM zichzelf ten doel rekening te houden met de specifieke situatie voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven. De ACM geeft hier invulling aan door, waar relevant, voor de onderliggende parameters van de WACC aan te sluiten bij indicatoren die zo goed mogelijk overeen komen met situatie van de Nederlandse drinkwaterbedrijven. De ACM is van mening dat hiermee voldoende recht wordt gedaan aan de specifieke situatie voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven. De WACC is een weergave van het redelijk rendement op het geïnvesteerd vermogen voor efficiënt gefinancierde drinkwaterbedrijven en reflecteert de huidige marktomstandigheden. In de huidige marktsituatie ligt de nadruk op lage rentes op de financiële markten, waardoor een efficiënt gefinancierd bedrijf ook tegen lage rentes een lening kan afsluiten. Daarmee is het niet nodig of mogelijk om aan te sluiten bij de hoogte van parameters van de Nederlandse drinkwaterbedrijven zelf. De ACM heeft dit tevens in Bijlage I toegelicht.

Vergelijkingsgroep

34. IPO vindt het niet logisch om Amerikaanse drinkwaterbedrijven bij de vergelijkingsgroep te betrekken in plaats van bijvoorbeeld de Nederlandse Elektriciteit en Gas netwerksector, bij gebrek aan vergelijkbare Europese drinkwaterbedrijven.
35. Artikel 5, sub b, e en f van de Drinkwaterregeling beschrijft de voorwaarden waaraan voldaan moet worden bij het samenstellen van de vergelijkingsgroep. Hierin staat beschreven dat de vergelijkingsgroep wordt gebaseerd op beursgenoteerde ondernemingen met vergelijkbare activiteiten en een vergelijkbaar risicoprofiel.
36. De ACM merkt op dat de Nederlandse netwerkbedrijven niet beursgenoteerd zijn. Voor het vaststellen van de WACC van de Nederlandse Gas en Elektriciteit netwerkbedrijven wordt ook gebruik gemaakt van vergelijkingsgroepen. De Europese netbeheerders in de vergelijkingsgroep voor de Nederlandse netwerkbedrijven komen overeen met de Europese netbeheerders in de vergelijkingsgroep drinkwaterbedrijven.
37. Brattle stelt dat er redenen zijn die impliceren dat de Amerikaanse bedrijven minder vergelijkbaar zijn met de Nederlandse drinkwaterbedrijven dan de Europese waterbedrijven. Om deze reden heeft Brattle een lagere weging toegekend aan de Amerikaanse bedrijven. Overigens heeft Brattle de uiteindelijke asset bèta (0.38) getoetst aan de asset bèta voor Europese



drinkwaterbedrijven (0.34), waaruit blijkt dat deze erg dicht bij elkaar liggen. Daarnaast zou het niet meenemen van de Amerikaanse bedrijven er toe leiden dat er maar vier drinkwaterbedrijven in de vergelijkingsgroep overblijven. De ACM is van mening dat de weging uit het rapport van Brattle ervoor zorgt dat er een goede balans bestaat tussen enerzijds de representativiteit en anderzijds het vergroten van de statistische betrouwbaarheid. Dit wordt beschreven en toegelicht in bijlage I behorende bij het advies.

38. IPO geeft aan bij de vergelijkingsgroep niet te snappen waarom Oostenrijk uit de berekening van de marktrisicopremie is gelaten.
39. Zoals beschreven in randnummer 12, heeft de ACM Brattle verzocht om Oostenrijk, in lijn met eerdere besluiten, te betrekken in de berekening van de marktrisicopremie.

Gearing

40. IPO vindt dat de gearing van 30% niet realistisch is aangezien ook "andere" gerenommeerde rating agencies voor een financieel gezond drinkwaterbedrijf werken met een gearing die tussen de 40% en 55% ligt.
41. De ACM verwijst in dit verband naar haar reactie in randnummer 17.

Algemene opslag

42. IPO bepleit dat met de bepaling van de WACC voor de komende periode bewust rekening moet worden gehouden met de hedendaagse en te verwachten maatschappelijke context en dynamiek. Het IPO acht het daarom noodzakelijk voor de ACM om in haar advies bij te sturen door een opslag op de WACC-uitkomst in de advisering aan de Minister van Infrastructuur & Waterstaat mee te nemen.
43. Zoals beschreven in randnummer 14, acht de ACM een opslag op de WACC niet noodzakelijk. In randnummer 32 en 33 gaat de ACM in meer detail in op de maatschappelijke context en dynamiek.

4 Zienswijze VNG

44. VNG heeft een zienswijze op het Brattle-rapport ingediend. De ACM gaat hieronder in op de verschillende aspecten uit de zienswijze.
45. VNG geeft aan dat zij vraagtekens heeft bij het voorstel van de ACM om de WACC te verlagen. De reden hiervoor is dat de drinkwatervoorziening voor grote uitdagingen staat, waarvan de financiering in het gedrang komt door een verdere verlaging van de WACC.
46. VNG stelt dat er door de lagere WACC minder vreemd vermogen kan worden aangetrokken, waardoor investeringen alleen kunnen worden gerealiseerd als de aandeelhouders eigen vermogen bijstorten. Dit bijstorten van eigen vermogen moet volgens VNG uit lokale belastingen worden gefinancierd. VNG stelt dat een verlaging van de WACC daarmee leidt tot een verschuiving van de lasten van de drinkwatertarieven naar de lokale belastingen en neemt in feite de betaalbaarheid van de drinkwatervoorziening af.



47. VNG heeft het volgende citaat opgenomen van de Minister van Infrastructuur & Waterstaat uit de Evaluatie Drinkwaterwet, IENM/BSK-2017/284070: *“Een punt van aandacht is evenwel de mate waarin de WACC invloed heeft op de financiering van investeringen op de langere termijn. Volgens AEF⁷ zijn er gereede argumenten om nog eens te kijken naar een aantal aspecten van de methodiek op basis waarvan de WACC wordt berekend. Deze zouden tot ongewenste effecten kunnen leiden. In lijn met de aanbevelingen zal ik hier onderzoek naar doen.”* Verder geeft VNG aan dergelijk onderzoek niet bij VNG bekend is en dat het haar bevreemdt dat de ACM in weerwil van de zorgpunten van de Minister overweegt de WACC te verlagen.
48. De hoogte van de WACC wordt bepaald door de marktomstandigheden en de gehanteerde methode. De ACM heeft de WACC berekend conform het huidige wettelijke kader, waarin de methode in hoge mate van detail is vastgelegd. Het wettelijke kader biedt geen ruimte om af te wijken van de hierin beschreven methode. Het Ministerie van I&W werkt aan een wijziging van de Drinkwaterwet en de daarin opgenomen methodologie voor het vaststellen van de WACC. De ACM kan hier in haar advies niet op vooruitlopen.
49. De WACC is een weergave van het redelijk rendement op het geïnvesteerd vermogen voor efficiënt gefinancierde drinkwaterbedrijven en reflecteert de huidige marktomstandigheden. In dit geval ligt de nadruk op lage rentes op de huidige financiële markten, waardoor een efficiënt gefinancierd bedrijf ook tegen lage rentes een lening kan afsluiten. Hoe de drinkwaterbedrijven financiering aantrekken is aan het drinkwaterbedrijf. De zienswijze van VNG leidt niet tot een wijziging in het advies van de ACM op dit punt.

Vergelijkingsgroep

50. VNG meldt dat de steekproef voor de bepaling van de solvabiliteit te klein en niet representatief is. Tevens meldt VNG dat de geselecteerde bedrijven niet representatief zijn voor de Nederlandse markt; zo is de Amerikaanse markt niet vergelijkbaar met de Nederlandse markt.
51. De ACM verwijst VNG naar randnummers 35 tot en met 37, met betrekking tot de representativiteit van de vergelijkingsgroep.
52. Voor VNG is het onduidelijk waarom Oostenrijk uit de berekening van de marktrisicopremie is gehouden.
53. De ACM verwijst VNG naar randnummer 12 voor de verdere uitleg van consultancy bureau Brattle.

Gearing

54. De gearing is verlaagd naar 30%. VNG stelt dat rating agencies een gearing van 40% tot 55% voor een A-rating voldoende achten.
55. De ACM verwijst in dit verband naar randnummer 17, met betrekking tot de gearing.

⁷ Onderzoeksbureau Andersson EIFFERS Felix



56. VNG stelt dat de WACC als maximum is bepaald. Om dit niet te overschrijden blijven drinkwaterbedrijven een risicomarge inbouwen waardoor de WACC effectief nog lager moet worden vastgesteld.
57. De ACM verwijst in dit verband naar randnummer 14.

5 Zienswijze VEMW

58. VEMW heeft een zienswijze op het Brattle-rapport ingediend. De ACM gaat hieronder in op de verschillende aspecten uit de zienswijze.
59. VEMW kan zich in grote lijnen vinden in de bevindingen van Brattle. VEMW heeft controles uitgevoerd op de analyses en berekeningen, en komt tot dezelfde resultaten als Brattle. Hierbij merkt VEMW één uitzondering op. Dit is de berekening van de gearing (D/E) cijfers. VEMW komt gemiddeld genomen op hogere waardes uit, waarbij VEMW gebruikt heeft gemaakt van dezelfde database en tijdsperiode. VEMW komt in haar berekeningen uit op een asset bèta van 0,37 in plaats van 0,38 en daarmee ook een andere WACC. Uit de door VEMW uitgevoerde berekeningen resulteert een WACC van 2,6% in plaats van 2,7%. VEMW heeft haar berekeningen gedeeld met de ACM.
60. De ACM heeft de bevindingen van VEMW ten aanzien van de gearing en de bijbehorende berekening gedeeld met Brattle.
61. Brattle geeft aan dat er verschil zit in de door VEMW gehanteerde berekening van de gearing. Waar VEMW gebruik heeft gemaakt van bruto schuld (total debt) heeft Brattle netto schuld (net debt) gebruikt. VEMW raamt de gearing op basis van de bruto schuld, berekend als de som van langlopende en kortlopende leningen. De bruto schuld zal de gearing van een bedrijf overschatten, omdat dit het compenserende effect van korte termijncapitaal negeert. Brattle gebruikt de netto schuld, gelijk aan de bruto schuld verminderd met liquide middelen en verhandelbare waardepapieren, voor de schuldramingen.
62. De ACM vult hierop aan dat het gebruik van de netto schuld in lijn is met de wijze waarop de ACM voor andere sectoren de WACC heeft vastgesteld. De berekening van Brattle is in lijn met deze methode. De zienswijze van VEMW leidt niet tot een aanpassing in de berekening van de WACC.



WACC Drinkwater 2020-2021

Reactie Vewin op het advies van The Brattle Group d.d. 27 mei 2019

Van: Vewin
Aan: ACM en Ministerie van IenW
Datum: 26 juni 2019

Samenvatting

Voorliggende notitie betreft de reactie van Vewin op het rapport van The Brattle Group 'The WACC for Drinking Water Companies in the Netherlands' d.d. 27 mei 2019.

Vewin heeft een aantal opmerkingen bij het advies van Brattle:

1. Brattle heeft, in strijd met de wetgeving, de toekomstgerichte marktrisico premie (MRP) niet betrokken in haar WACC-berekening.
2. In tegenstelling tot de voorgaande reguleringsperiode heeft Brattle Oostenrijk uitgesloten van de berekening op basis van een ogenschijnlijk willekeurig toegepast argument, dat bovendien inconsequent is aangezien het in eerdere reguleringsperiodes niet is gehanteerd.
3. Brattle baseert de MRP (4,82%) op het gemiddelde van de 'arithmetic mean' (rekenkundig gemiddelde) en de 'geometric mean' (meetkundig gemiddelde). Het meetkundig gemiddelde wordt door de sector voor het onderhavige vraagstuk als niet relevant gezien, als gevolg waarvan de drinkwaterbedrijven van mening zijn dat de MRP slechts gebaseerd dient te worden op het rekenkundig gemiddelde van 6,19%. Dit percentage is bovendien meer in lijn met de door KPMG afgegeven toekomstgerichte MRP.
4. Omdat de drinkwaterbedrijven gemiddeld over een vaststellingsperiode niet de vastgestelde WACC zullen behalen (onderschrijding is toegestaan, maar overschrijding moet worden gecompenseerd), zou een opslag van 10% moeten plaatsvinden op de eigen vermogensvergoeding.
5. De door Brattle voorgestelde gearing van 30% is tien procentpunten lager dan in de vorige reguleringsperiode (2018-2019), en twintig procentpunten lager dan de 50% zoals vastgesteld in de periode 2014-2015. Dit is o.i. het gevolg van het gebruik van een niet betrouwbare methode (op basis van een zeer kleine referentiegroep van 4 bedrijven met een uitkomst die buiten de DWW valt) en niet overeenkomstig de feitelijke situatie van de drinkwaterbedrijven (de feitelijke gearing is 65-70%). Het argument van Brattle dat een gearing van max. 30% van belang is voor een A-rating is onjuist, aangezien bijv. Moody's aangeeft een gearing van 40-55% te verwachten bij een waterbedrijf met A-rating.
6. Gezien de relatief kleine omvang van de Nederlandse drinkwaterbedrijven en het wetenschappelijk aangetoonde bestaan van de zogenaamde 'small firm premium', is Vewin van mening dat er overtuigende redenen zijn om een 'small firm premium' toe te passen op de Nederlandse drinkwaterbedrijven.
7. De rente-opslag is te laag berekend omdat onvoldoende rekening is gehouden met de specifieke omstandigheden waarin Nederlandse drinkwaterbedrijven opereren.
8. In de berekening van de risicovrije rente wordt ten onrechte niet gecorrigeerd voor de tijdelijk opgetreden negatieve rentes op 10-jarige staatsobligaties. Door het invoeren van zero-floors zijn de waterbedrijven niet in staat om te profiteren van deze negatieve rentes.

Er van uitgaande dat de vreemd vermogenskosten stabiel blijven (2020) en het balanstotaal eenzelfde groei vertoont (delta 2016-2017) leiden de voorgestelde toegestane vermogenskosten tot sterke reductie van het toegestane resultaat. Dit heeft een negatieve invloed op de solvabiliteit en daarmee op het risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven, de ratio's in de bankconvenanten komen onder druk te staan. De discrepantie tussen de in de berekening gehanteerde gearing en de daadwerkelijke gearing neemt verder toe. Hierdoor ontstaat een vicieuze cirkel die de toekomstige investeringsruimte en de financierbaarheid van de drinkwatervoorziening onder druk zet. Juist op een moment dat de omvang en noodzaak van investeringen toenemen. Dit wordt nog eens versterkt doordat de reële waarde van het eigen vermogen wordt uitgehold door de fors dalende vergoeding voor de inzet van het eigen vermogen, die het inflatieniveau benadert.

Daarnaast houdt het advies van Brattle geen rekening met de voorziene wijzigingen van de berekeningsmethodiek van de WACC voor de drinkwaterbedrijven die ongewenste effecten van de huidige methodiek moet elimineren. Vewin gaat er van uit dat de ACM in haar advies aan de Minister van IenW rekening houdt met deze wijzigingen.

Inhoudsopgave

Samenvatting	2
Inhoudsopgave	3
1. Introductie	4
2. Strijdigheid met het wettelijk kader: bepaling MRP	5
3. Afwijking van aandachtspunten Minister	5
3.1 Algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen	6
3.2 Specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven	6
3.3 'Small Firm Premium'	8
4. Berekening specifieke WACC-elementen door Brattle	8
4.1 Marktrisico premie (MRP)	8
4.2 Risicovrije rente	9
4.3 Rente-opslag	9
5. Overige opmerkingen	10

1. Introductie

Voorliggende notitie betreft de reactie van Vewin op het rapport van The Brattle Group 'The WACC for Drinking Water Companies in the Netherlands' d.d. 27 mei 2019. Het advies van Brattle is opgesteld in opdracht van de ACM, die de Minister van IenW adviseert over de WACC-drinkwater 2020-2021.

Het adviesrapport van Brattle vertoont, mede als gevolg van de in de Drinkwaterwet voorgeschreven methodiek, grote overeenkomsten met de rapporten die door Brattle zijn opgesteld ten behoeve van de WACC-reguleringsperiode 2016-2017 en 2018-2019. De zienswijze van Vewin vertoont daarom grote overeenkomsten met de ingediende zienswijzen die betrekking hebben op die reguleringsperiodes. Daarnaast vraagt Vewin aandacht voor enkele specifieke punten ten aanzien van de gearing en de MRP.

Bij de evaluatie van de Drinkwaterwet is geconstateerd dat de WACC als instrument niet ter discussie staat, maar dat de methodiek elementen bevat die ertoe leiden dat ongewenste effecten ontstaan. Dat is veelal het gevolg van het feit dat de methodiek onvoldoende aansluit bij de (financierings)praktijk van de Nederlandse drinkwatersector. De Minister van IenW heeft een wijziging van de Drinkwaterwet in voorbereiding om hieraan tegemoet te komen.

De ACM heeft aangegeven geen rekening te kunnen houden met toekomstige wijziging van de methodiek. Vewin heeft er begrip voor dat de vigerende wet het uitgangspunt is, maar pleit er voor dat de ACM het advies voorziet van overwegingen die aan de Minister van IenW ruimte geven om de WACC vast te stellen zonder dat de geconstateerde onwenselijke effecten van de huidige regeling in de komende twee jaren opnieuw optreden.

Los van de methodiek stelt Vewin tevens de voorgestelde hoogte van enkele parameters ter discussie omdat meer relevante waardes beschikbaar zijn.

Indien de WACC volgens het rapport van Brattle wordt vastgesteld op 2,7% leidt dat tot de situatie dat het resultaat (bedrijfsresultaat) van de drinkwaterbedrijven fors moet dalen. Dit heeft een negatieve invloed op de solvabiliteit en daarmee op het risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven, de ratio's in de bankconvenanten komen onder druk te staan. De discrepantie tussen de in de berekening gehanteerde gearing en de daadwerkelijke gearing neemt verder toe. Hierdoor ontstaat een vicieuze cirkel die de toekomstige investeringsruimte en de financierbaarheid van de drinkwatervoorziening onder druk zet, juist op het moment dat de omvang van en de noodzaak voor die investeringen toenemen. De investeringen nemen niet alleen toe als gevolg van veroudering van het distributienetwerk, maar ook als gevolg van externe ontwikkelingen zoals de klimaatverandering (grotere piekvraag) en de toename van opkomst van nieuwe vervuilende stoffen zoals medicijnresten.

Door de sterke verlaging van het WACC-percentage zal de beloning voor de inzet van het eigen vermogen van de drinkwaterbedrijven gecorrigeerd voor inflatie fors lager uitvallen dan de afgelopen jaren het geval was. Daarmee wordt de reële waarde van het eigen vermogen uitgehold en verslechtert de financierbaarheid van de drinkwatervoorziening op de lange termijn.

Vewin heeft een aantal opmerkingen bij het rapport van Brattle. De reactie van Vewin op dit rapport is geformuleerd vanuit de volgende invalshoeken:

- Strijdigheid met het wettelijk kader;
- Afwijking van aandachtspunten van de Minister van IenW zoals neergelegd in haar brief aan de ACM van 12 maart 2015;
- Berekening specifieke WACC-elementen door Brattle;
- Overige opmerkingen.

2. Strijdigheid met het wettelijk kader: bepaling MRP

In de Drinkwaterregeling is bepaald dat de marktrisicopremie (MRP of ERP) moet zijn gebaseerd op zowel historische als de toekomstgerichte cijfers (artikel 5d). Evenals in de voorgaande reguleringsperiodes baseert Brattle zich, in strijd met de Drinkwaterregeling, uitsluitend op historische informatie over de MRP. Dit lijkt te zijn gebeurd op aanwijzing van de ACM, aangezien Brattle opmerkt: "Based on the available evidence, ACM has asked us to apply the weighted average DMS ERP for the Eurozone equal to 4.82% in the WACC calculation."

De MRP is het rendement dat beleggers eisen voor het extra risico dat beleggen in de marktportefeuille oplevert ten opzichte van beleggen in een risicovrije investering. De MRP is een belangrijke input in het Capital Asset Pricing Model (CAPM) om het geëiste rendement op het eigen vermogen te berekenen en uiteindelijk te komen tot de WACC.

De MRP, zoals 'geëist' door beleggers, wordt volgens de theorie beïnvloed door (i) de verwachte volatiliteit van de marktportefeuille: hoe hoger de verwachte volatiliteit van de markt, des te hoger het geëiste rendement / de risicopremie en (ii) de risico-aversie van beleggers: hoe hoger de risico-aversie van beleggers des te hoger het geëiste rendement / de risicopremie.

De MRP, zoals gebruikt in het CAPM, dient derhalve idealiter toekomstgericht te zijn. De methode van vaststellen van de MRP is hierdoor niet eenduidig¹. Onder de aanname dat de volatiliteit van de marktportefeuille en de risico-aversie van beleggers bezien over lange(re) termijn gemiddeld stabiel zijn, kan de MRP worden vastgesteld op basis van historische data. Wanneer de verwachte volatiliteit van de marktportefeuille en de risico-aversie van beleggers in de toekomst significant (kunnen) afwijken van historische waardes heeft het de voorkeur een toekomstgerichte methode te gebruiken.

In de Drinkwaterregeling artikel 5.d. betreffende de regulering van de Nederlandse drinkwaterbedrijven is (waarschijnlijk) daarom expliciet vastgelegd dat "de MRP wordt gebaseerd op zowel historische gerealiseerde rendementen als op verwachtingen over toekomstige rendementen".

Er is een correlatie tussen de MRP en de risicovrije rente. Bij de WACC wordt de risicovrije rente bepaald door het gemiddelde van de afgelopen 2 en 5 jaar. Door de wettelijke bepaling dat de MRP naast historie (Brattle gebruikt hiervoor een termijn van 118 jaar) ook op toekomstgerichte cijfers moet zijn bepaald, wordt nog enigszins recht gedaan aan deze correlatie. De huidige rente is door marktingrijpen tot extreme laagten gedaald. Uit onderzoek van de NY Fed blijkt dan ook dat de huidige lage rente ertoe leidt dat de MRP hoger is dan gebruikelijk. Brattle vermeldt in haar rapportage de toekomstgerichte ERP's van zowel KPMG als Bloomberg. De ERP's bevestigen dat investeerders op dit moment voor toekomstige investeringen rendement eisen dat hoger ligt dan het door Brattle geadviseerde op historische rendementen gemiddelde.

Op grond van de Drinkwaterregeling moeten toekomstverwachtingen worden meegewogen bij het schatten van de MRP. De conclusie van Vewin is dat Brattle in strijd met de Drinkwaterregeling de toekomstgerichte MRP niet betreft in de bepaling van de MRP.

3. Afwijking van aandachtspunten Minister

In een vorige reguleringsronde heeft de Minister van IenW in een brief aan de ACM van 12 maart 2015 een aantal aandachtspunten voor de berekeningswijze van de WACC neergelegd. Deze principes en uitgangspunten dienen tot uitdrukking te komen in de WACC-berekening. Ook bij de

¹ Zowel de historisch- als toekomstgerichte bepaalde methodes hebben voor- en nadelen. De MRP vastgesteld op basis van historische gegevens kan achterhaald zijn en verschilt per gebruikte historische datareeks, rekenmethode en regio. Een toekomstgerichte MRP is sterk afhankelijk van het gebruikte model en de belangrijke aannames daarin.

evaluatie van de doelmatigheidsaspecten van de Drinkwaterwet (hoofdstuk V en enkele specifieke onderwerpen zoals de WACC) is dit aan de orde geweest. Zoals eerder opgemerkt is dit aanleiding om de onwenselijke effecten van de WACC-methodiek, die veelal het gevolg zijn van het feit dat de methodiek onvoldoende aansluit bij de (financierings)praktijk van de Nederlandse drinkwatersector, te elimineren.

Niet alleen de methodiek, maar ook in keuzes die Brattle maakt binnen de toepassing van de methodiek, wordt volgens Vewin met name aan het uitgangspunt dat "de WACC moet rekening houden met specifieke kenmerken en omstandigheden van de Nederlandse drinkwaterbedrijven", geen recht gedaan. Dit komt tot uitdrukking in de:

1. algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen;
2. specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven;
3. 'small firm premium'.

3.1 Algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen

De WACC is voor de drinkwaterbedrijven, in tegenstelling tot de andere sectoren waar de ACM een WACC vaststelt, een maximum. Wordt de WACC overschreden dan moet dit worden terugbetaald, wordt deze niet overschreden dan volgt geen 'compensatie'. De drinkwaterbedrijven zullen dan ook gemiddeld over een vaststellingsperiode niet de vastgestelde WACC behalen. Het reguleringssysteem van Nederland leidt (ceteris paribus) bovendien tot een hoger risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven dan de reguleringssystemen van de VS en de UK. Hoewel Brattle er in haar berekening van de WACC wel vanuit gaat, is er in de praktijk dus geen sprake van een 'gemiddelde' vermogenskostenvergoeding. Om dit te bereiken zou de WACC hoger vastgesteld moeten worden door middel van een opslag op de eigen vermogensvergoeding. Op basis van kansberekening in relatie tot de relatief lage WACC pleit Vewin voor een opslag van 10%.

3.2 Specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven

De voor de bepaling van de WACC gehanteerde solvabiliteit stijgt volgens advies van Brattle opnieuw met 10 procentpunten ten opzichte van de vorige reguleringsronde. Deze steeg in 2016 ook met 10 procentpunten, waardoor volgens Brattle de solvabiliteit sinds 2015 met 20 procentpunten is gestegen van 50% naar 70% (gearing aldus verlaagd van 50 naar 30%), hetgeen ook het door de Drinkwaterwet bepaalde maximum is.

In de schriftelijke zienswijze van Vewin d.d. 12 juni 2015 is beargumenteerd aangetoond dat de berekening mankementen vertoont en dat de gehanteerde gearing bovendien niet representatief is voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven.

De Nederlandse waterbedrijven hebben financiering en een gearing die sterk afwijkt van de uitgangspunten en de uitkomsten die Brattle hanteert.

Zo is de gemiddelde gearing door Brattle bepaald aan de hand van een zeer beperkte peergroup van 4 ondernemingen, die alle ondernemingen zijn uit landen met voor Nederland sterk afwijkende kapitaalmarkten (3 van de 4 zijn Amerikaans) en waarbij de spreiding zeer groot is. De uitkomst van de vergelijking is daardoor mogelijk niet betrouwbaar en is zeker niet representatief voor de Nederlandse situatie. Vewin is benieuwd op welke informatie Brattle zich baseert als geconstateerd wordt dat "a gearing level of 30% is consistent with an A credit rating for regulated water firms operating in the Netherlands". Ter vergelijking: één van de Nederlandse drinkwaterbedrijven met een solvabiliteit van circa 30% (gearing 70%) heeft recentelijk een stand alone rating ontvangen van BBB, vanwege het feit dat de aandelen in handen zijn van de Nederlandse overheden en de uitstekende credit rating van Nederland is dit verhoogd tot A+ (verhoging van 4 notches). Een volgens Vewin betrouwbaardere vergelijking wordt gemaakt door Moody's, die aangeeft een gearing van 40-55% te verwachten bij Regulated Water Utilities met een A-rating (zie tabel).

Factor 3 – Leverage and Coverage (40%)

The following tables show the scorecard-scoring categories for each Leverage and Coverage sub-factor and the weighting thereof.

Rating Factor	Weight	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Baa
Adjusted Interest Coverage Ratio (1)	12.5%	≥8x	4.5-8x	2.5-4.5x	1.5-2.5x	1.2-1.5x	1-1.2x	<1x
OR		OR	OR	OR	OR	OR	OR	OR
FFO Interest Coverage (2)		≥10x	7-10x	4.5-7x	2.5-4.5x	1.8-2.5x	1.5-1.8x	<1.5x
Net Debt / Regulated Asset Base (3)	10%	<25%	25-40%	40-55%	55-70%	70-85%	85-100%	≥100%
OR								
Debt / Capitalisation								
FFO / Net Debt	12.5%	≥40%	25-40%	15-25%	10-15%	6-10%	4-6%	<4%
RCF / Net Debt	5%	≥30%	20-30%	10-20%	6-10%	4-6%	2-4%	<2%

Notes:

- (1) The Adjusted Interest Coverage Ratio is our preferred metric for water utilities where allowed revenues/tariffs are determined using a 'building block' or equivalent approach and where the components of allowed revenues/tariffs are consistently available and can be verified by firms an independent source – in many cases, publications from the regulatory authority itself. For the numerator, interest net of inflation accretion is added back to the extent it was deducted in calculating FFO. Capital Charges represent expenditures recovered in revenues that are not accounted for as operating expenses and are not treated as additional invested capital incrementing the RAB, including regulatory revenue profiling to smooth the impact of tariff increases on customer bills.
- (2) In jurisdictions where regulatory revenues/tariffs are not determined with a 'building block approach' or where the regulatory information needed to calculate Capital Charges may not be consistently available, we use the FFO Interest Coverage, calculated (or for forward periods estimated) as (FFO + Interest Expense) / Interest Expense.
- (3) For the utilities regulated under a RAB-based model where the RAB accurately represents the invested capital on which the water utility will earn a return over time, we measure leverage as Net Debt to RAB. For water utilities that (1) are regulated under tariff models without a RAB, (2) are regulated under a RAB-based model but where the RAB may not accurately represent the invested capital on which the water utility will earn a return over time (e.g. because of ex-post rate-setting), or (3) where RAB may not be consistently available, we use Debt to Capitalisation.

Door Brattle is geen poging gedaan om de Nederlandse situatie in de berekening te betrekken. In tegenstelling tot de reguleringsperiode 2014-2015, heeft Brattle in het onderhavige advies de uitkomst niet getoetst aan de gearing van de Nederlandse situatie. De werkelijke gearing in de Nederlandse drinkwatersector is in onderstaande tabel weergegeven:

Waterbedrijf	Gearing ultimo 2013	Gearing ultimo 2016	Gearing ultimo 2018
Brabant Water	0,45	0,42	0,41
Dunea	0,67	0,67	0,62
Evides	0,59	0,57	0,56
Oasen	0,57	0,61	0,60
PWN	0,76	0,73	0,68
Vitens	0,74	0,72	0,70
Waterbedrijf Groningen	0,63	0,61	0,64
WMD	0,72	0,74	0,77
WML	0,70	0,66	0,65
Mediaan drinkwaterbedrijven	0,67	0,66	0,64
Advies Brattle (mediaan)	0,40	0,40	0,30

Uit bovenstaande tabel blijkt dat de solvabiliteit van de Nederlandse drinkwaterbedrijven in de praktijk op een veel lager niveau ligt dan waar Brattle van uit gaat en dat de solvabiliteit zich in de afgelopen jaren zeer gematigd heeft ontwikkeld.

Vewin stelt voor dat Brattle de gearing toetst aan die van de Nederlandse drinkwatersector.

Brattle ging in eerdere reguleringsrondes uit van obligatieleningen maar geeft nu aan te begrijpen dat drinkwatersector zich bancair financiert en vindt op basis daarvan een liquiditeitspremie aannemelijk. Het is daarom bevreemdend dat Brattle vervolgens een gemiddelde neemt van generic industry bonds en de spread voor vergelijkbare peers. Verwacht zou worden dat Brattle daarbij een weging toepast van bijvoorbeeld 20-80 of 10-90.

3.3 'Small Firm Premium'

Brattle houdt in haar rapport geen rekening met een Small Firm Premium (SFP). De ACM stelde in voorgaande reguleringsronde ter onderbouwing dat een premieopslag voor kleinere bedrijven sinds de jaren tachtig niet meer is aangetoond. Dat klopt indien men uitgaat van de market bèta als enige risicofactor, wat een achterhaalde aanname is.

Dat betekent echter niet dat een dergelijke risicopremie sindsdien niet meer is aangetoond. Vewin verwijst daarvoor naar de rapporten van Ibbotson / Duff & Phelps, een overigens veelgebruikte bron voor de hoogte van deze premie. Voor de editie van 2014 zijn daarvoor analyses uitgevoerd door Prof. Erik Peek van de Erasmus Universiteit. Prof. Peek vat de literatuur over de SFP als volgt samen:

"Numerous studies analyzing US equity returns find that throughout the past decades, small capitalization ("small cap") shares have earned greater returns, on average, than large capitalization ("large cap") shares (see van Dijk (2011) for a review of these studies), suggesting that small firms have a higher cost of equity. In fact, these studies show that, depending on sample selection procedures, research period, and (sorting) methodology, the estimated monthly return difference between the largest cap and smallest cap shares may range from approximately 0.4 percent to almost 2.5 percent."

Ook in Buckley, Ross, Westerfield en Jaff (1988) wordt een SFP van niet minder dan 13,7% vastgesteld.

De aanwezigheid van een SFP wordt tegenwoordig niet meer alleen geassocieerd met de market bèta, maar meer met een relatief groter estimation risk en informatierisico omdat beleggingsanalisten voor kleinere ondernemingen veel minder aandacht hebben.

Nederlandse drinkwaterbedrijven zijn ten opzichte van de referentiegroep relatief klein. Daarom en vanwege de wetenschappelijk aangetoonde aanwezigheid van een SFP, vraagt Vewin om toepassing van een SFP op de drinkwatersector.

4. Berekening specifieke WACC-elementen door Brattle

Er worden door Brattle in haar rapport diverse (soms impliciete) keuzes gemaakt, die los staan van de vastgestelde methode en criteria en daarmee zelfs soms in strijd zijn. Daarnaast zijn deze keuzes soms subjectief en/of niet goed onderbouwd.

Vewin heeft op de volgende elementen van de WACC-berekeningen opmerkingen ten aanzien van de door Brattle in haar rapport gehanteerde parameters:

1. Marktrisico premie (MRP)
2. risicovrije rente
3. rente-opslag

4.1 Marktrisico premie (MRP)

Brattle kiest er bij de bepaling van de MRP voor om Oostenrijk buiten de berekening van de Eurozone gemiddelden te houden. Dit is niet consequent met de voorgaande reguleringsrondes. Bovendien bevreemdt het argument dat dit land na WOII een relatief hoog rendementscijfer kende en daardoor onbetrouwbaar is, aangezien er meerdere niet van de berekening uitgesloten landen in de Eurozone dezelfde economische consequenties van WOII kenden. Bovendien is de historische

MRP over een zeer lange historische tijdreeks gebaseerd en bevat ook periodes van economische neergang.

Brattle baseert de MRP (4,82%) op het gemiddelde van de arithmetic mean (rekenkundig gemiddelde) en de geometric mean (meetkundig gemiddelde).

Het rekenkundig gemiddelde of aritmetisch gemiddelde is de som van een aantal getallen gedeeld door het aantal getallen. Het rekenkundig gemiddelde is een centrummaat en in de wiskunde en statistiek de meest gebruikelijke betekenis van een gemiddelde. Het rekenkundig gemiddelde wordt daarom ook wel gewoon het gemiddelde genoemd.

Het meetkundig gemiddelde of geometrisch gemiddelde van getallen wordt verkregen door de getallen met elkaar te vermenigvuldigen en vervolgens van het product de n-de-machtswortel te nemen. Het geometrisch gemiddelde wordt met name gebruikt om een relatieve verandering te wegen tussen grootheden met een afwijkende schaal.

De sector is van mening dat het rekenkundig volstaat voor het doel van de WACC-bepaling: een centrummaat van gemeten rendementen. De toegevoegde waarde van het meetkundig gemiddelde wordt voor dit doel door de sector niet gezien. Als gevolg hiervan de drinkwaterbedrijven van mening zijn dat de MRP slechts gebaseerd dient te worden op het rekenkundig gemiddelde van 6,19%.

4.2 Risicovrije rente

In artikel 5 van de Drinkwaterregeling (nadere uitwerking van artikel 10 uit de Drinkwaterwet) worden ten behoeve van de berekening van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet in lid a voor de risicovrije rente de volgende uitgangspunten gehanteerd: "De risicovrije rente wordt gebaseerd op een nominale Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar, aan de hand van het gemiddelde gerealiseerde rendement over de voorafgaande 2 jaren en de voorafgaande 5 jaren.

Brattle gaat in haar berekening van de risicovrije rente terecht uit van 10-jaars Nederlandse staatsobligaties. Onder invloed van het ECB-beleid zijn medio 2016 tijdelijk negatieve rentes ontstaan. De banken hebben zich hiertegen gewapend door het instellen van zogenaamde 'zero floors'. Hierdoor is het o.i. onterecht dat in de WACC rekening wordt gehouden met negatieve rentes, de drinkwaterbedrijven zijn immers niet in staat om hiervan te profiteren. De impact is voor deze reguleringsperiode weliswaar zeer gering, maar is mogelijk wel van materiële invloed op toekomstige reguleringsperiodes.

4.3 Rente-opslag

In artikel 5 van de drinkwaterregeling lid b worden voor de rente-opslag de volgende uitgangspunten gehanteerd:

De rente-opslag wordt gebaseerd op:

- de historische rente-opslag van een geschikte groep van ondernemingen met activiteiten die vergelijkbaar zijn met die van de drinkwaterbedrijven en met een vergelijkbare kredietwaardigheid;
- de gemiddelde historische rente-opslag op een index van obligaties van ondernemingen (uit diverse sectoren) met een vergelijkwaardige kredietwaardigheid.

De referentieperiode die hierbij wordt gehanteerd sluit zoveel mogelijk aan bij de periode die wordt gebruikt voor het bepalen van de risicovrije rente (zie toelichting Drinkwaterregeling).

In het rapport wordt vermeld dat de Nederlandse drinkwaterbedrijven relatief klein zijn, geen gebruik maken van obligaties en voor financiering voornamelijk zijn aangewezen op de banken. Brattle erkent terecht de (il)liquiditeitspremies waarmee kleinere bedrijven in de financiering van de bedrijfsactiviteiten worden geconfronteerd. Zonder duidelijke onderbouwing besluit Brattle desondanks de rente-opslag te bepalen op basis van een gemiddelde van de referentiegroep en het marktgemiddelde (de groep die geen last heeft van de illiquiditeit). De spread van de individual bonds is echter meer relevant dan de berekende generieke spreads en deze laatste zou derhalve niet (zo zwaar) moeten worden meegenomen in de bepaling van de spread voor de

drinkwatersector. Door dit wel te doen doet Brattle geen recht aan de financieringskosten van de Nederlandse drinkwaterbedrijven.

5. Overige opmerkingen

Brattle hanteert, bijvoorbeeld bij de bepaling van de MRP, de methodiek(keuzes) die binnen de ACM gebruikelijk is/zijn voor het berekenen van (elementen van de formule ter berekening van) de WACC. Deze ACM methodiek(keuzes) wordt/worden in het rapport van Brattle echter niet uitgewerkt en onderbouwd. De ontvangers van het rapport wordt daardoor de mogelijkheid ontnomen om deze methodiek(keuzes) te wegen, tot een afgewogen oordeel te komen en daarover een (compleet afgewogen) zienswijze te geven.

Onderwerp Reactie VNG op het advies The Brattle Group d.d. 27-5-2019 "*The WACC for Drinking Water Companies in the Netherlands*"
Auteur: Drs. Martin Potjens
Datum: 26 juni 2019

Gemeenten zijn grote aandeelhouders in drinkwaterbedrijven en staan voor een veilige, betrouwbare, duurzame en betaalbare drinkwatervoorziening in Nederland. Vanuit die verantwoordelijkheid maken wij graag gebruik van de mogelijkheid om een zienswijze in te dienen op het advies van de ACM over de WACC voor 2021 en 2022 van drinkwaterbedrijven.

Kernpunt

In de kern hebben wij grote vraagtekens bij het voorstel van de ACM om de WACC verder te verlagen van de WACC van 4,17% naar 2,7%. De reden hiervoor is dat de drinkwatervoorziening in Nederland voor grote uitdagingen staan, waarvan de financiering in het gedrang komt door een verdere verlaging van de WACC. Voorts heeft deze verlaging een negatief effect op de genoemde uitgangspunten (betrouwbaarheid, veiligheid, duurzaamheid en betaalbaarheid). Tot slot hebben wij een aantal methodologische bedenkingen bij het advies.

Om die redenen zijn wij geen voorstander van het verder verlagen van de WACC

Uitdagingen voor de drinkwatersector

De Nederlandse drinkwatersector staat voor een aantal grote uitdagingen die forse investeringen vergen:

- Het waterleidingnet is verouderd en een fors gedeelte is aan vervanging toe
- De verdroging in Nederland vereist investeringen om een betrouwbare drinkwatervoorziening te garanderen.
- De klimaattransitie vereist investeringen voor een duurzame drinkwaterproductie
- De vervuiling van het oppervlaktewater (b.v. met medicijnresten) vergen investeringen om de veiligheid van het drinkwater te kunnen blijven garanderen

Deze uitdagingen moeten worden aangepaan om te kunnen voldoen aan de doelstellingen die de van de drinkwatervoorziening te kunnen blijven voldoen. De vraag is nu, in hoeverre de voorgestelde verlaging van de WACC zich tot deze uitgangspunten verhoudt.

Gevolgen van de verlaging van de WACC

De ACM stelt voor de WACC verder te verlagen van X naar Y. Deze verlaging heeft onder meer de volgende effecten:

- Op het eerste gezicht zou beargumenteerd kunnen worden dat de betaalbaarheid van de drinkwatervoorziening toeneemt doordat de vermogenskosten die in de drinkwatertarieven kunnen worden berekend dalen.
- Daar staat tegenover dat de investeringsopgaven van de drinkwaterbedrijven niet verdwijnen met het verlagen van de WACC. Aangezien door de lagere WACC er minder vreemd vermogen kan worden aangetrokken, kunnen investeringen alleen worden gerealiseerd als de aandeelhouders eigen vermogen bijstorten. Dit bijstorten van eigen vermogen moet vervolgens uit lokale belastingen worden gefinancierd. Daarmee leidt een verlaging van de

WACC tot een verschuiving van de lasten van de drinkwatertarieven naar de lokale belastingen en neemt in feite de betaalbaarheid van de drinkwatervoorziening af.

Deze onwenselijke gevolgen zijn door de minister van I&W ook erkend: *"Een punt van aandacht is evenwel de mate waarin de WACC invloed heeft op de financiering van investeringen op de langere termijn. Volgens AEF zijn er gereede argumenten om nog eens te kijken naar een aantal aspecten van de methodiek op basis waarvan de WACC wordt berekend. Deze zouden tot ongewenste effecten kunnen leiden. In lijn met de aanbevelingen zal ik hier onderzoek naar doen."* (Evaluatie Drinkwaterwet, IENM/BSK-2017/284070). Een dergelijk onderzoek is ons niet bekend. Het bevreemd ons derhalve dat de ACM in weerwil van de zorgpunten van de Minister overweegt de WACC te verlagen.

Methodologische bedenkingen

Daarnaast zien wij een aantal redematies waarvan wij ons afvragen of deze juist zijn:

- De steekproef voor de bepaling van de solvabiliteit is te klein en niet representatief. Los van het zeer kleine aantal bedrijven die in de steekproef zijn meegewogen waardoor deze niet representatief kan zijn, bestrijden wij dat de geselecteerde bedrijven representatief zijn voor de Nederlandse markt. Zo is de Amerikaanse markt niet vergelijkbaar met de Nederlandse markt.
- Ons is onduidelijk waarom Oostenrijk uit de berekening van de marktrisicopremie is gehouden.
- De WACC is bepaald als een maximum. Om onder dat maximum te kunnen blijven moet de drinkwaterbedrijven een risicomarge inbouwen. Het effect hiervan is dat de WACC effectief nóg lager moet worden vastgesteld dan dit advies is verwoord met alle negatieve gevolgen van dien.
- De gearing is verder verlaagd naar 30 procent. Een deugdelijke onderbouwing waarom deze verhoging noodzakelijk is ontbreekt maar is wél dringend gewenst, aangezien rating agencies een gearing van 40 tot 55 procent voor een A-rating voldoende achten.

Slot

Samenvattend zijn wij van mening dat de voorgestelde verlaging van de WACC enerzijds de betrouwbaarheid, veiligheid, duurzaamheid en betaalbaarheid van de drinkwatervoorziening in Nederland niet ten goede komt. Anderzijds hebben wij ernstige bedenkingen over een aantal inhoudelijke aannames die bij de bepaling van het voorstel zijn gemaakt. Om die reden zijn wij geen voorstander voor een verdere verlaging van de WACC. Wij zijn uiteraard bereid dit in een overleg verder toe te lichten.

Onderwerp Reactie VNG op het advies The Brattle Group d.d. 27-5-2019 *“The WACC for Drinking Water Companies in the Netherlands”*

Auteur: [Hans van der Vliet](#)

Datum: 26 juni 2019

Gemeenten zijn grote aandeelhouders in drinkwaterbedrijven en staan voor een veilige, betrouwbare, duurzame en betaalbare drinkwatervoorziening in Nederland. Vanuit die verantwoordelijkheid maken wij graag gebruik van de mogelijkheid om een zienswijze in te dienen op het advies van de ACM over de WACC voor 2021 en 2022 van drinkwaterbedrijven.

Kernpunt

In de kern hebben wij grote vraagtekens bij het voorstel van de ACM om de WACC verder te verlagen van de WACC van 4,17% naar 2,7%. De reden hiervoor is dat de drinkwatervoorziening in Nederland voor grote uitdagingen staan, waarvan de financiering in het gedrang komt door een verdere verlaging van de WACC. Voorts heeft deze verlaging een negatief effect op de genoemde uitgangspunten (betrouwbaarheid, veiligheid, duurzaamheid en betaalbaarheid). Tot slot hebben wij een aantal methodologische bedenkingen bij het advies.

Om die redenen zijn wij geen voorstander van het verder verlagen van de WACC

Uitdagingen voor de drinkwatersector

De Nederlandse drinkwatersector staat voor een aantal grote uitdagingen die forse investeringen vergen:

- Het waterleidingnet is verouderd en een fors gedeelte is aan vervanging toe
- De verdroging in Nederland vereist investeringen om een betrouwbare drinkwatervoorziening te garanderen.
- De klimaattransitie vereist investeringen voor een duurzame drinkwaterproductie
- De vervuiling van het oppervlaktewater (b.v. met medicijnresten) vergen investeringen om de veiligheid van het drinkwater te kunnen blijven garanderen

Deze uitdagingen moeten worden aangegaan om te kunnen voldoen aan de doelstellingen die de van de drinkwatervoorziening te kunnen blijven voldoen. De vraag is nu, in hoeverre de voorgestelde verlaging van de WACC zich tot deze uitgangspunten verhoudt.

Gevolgen van de verlaging van de WACC

De ACM stelt voor de WACC verder te verlagen van X naar Y. Deze verlaging heeft onder meer de volgende effecten:

- Op het eerste gezicht zou beargumenteerd kunnen worden dat de betaalbaarheid van de drinkwatervoorziening toeneemt doordat de vermogenskosten die in de drinkwatertarieven kunnen worden berekend dalen.
- Daar staat tegenover dat de investeringsopgaven van de drinkwaterbedrijven niet verdwijnen met het verlagen van de WACC. Aangezien door de lagere WACC er minder vreemd vermogen kan worden aangetrokken, kunnen investeringen alleen worden gerealiseerd als de aandeelhouders eigen vermogen bijstorten. Dit bijstorten van eigen vermogen moet vervolgens uit lokale belastingen worden gefinancierd. Daarmee leidt een verlaging van de

WACC tot een verschuiving van de lasten van de drinkwatertarieven naar de lokale belastingen en neemt in feite de betaalbaarheid van de drinkwatervoorziening af.

Deze onwenselijke gevolgen zijn door de minister van I&W ook erkend: *"Een punt van aandacht is evenwel de mate waarin de WACC invloed heeft op de financiering van investeringen op de langere termijn. Volgens AEF zijn er gereede argumenten om nog eens te kijken naar een aantal aspecten van de methodiek op basis waarvan de WACC wordt berekend. Deze zouden tot ongewenste effecten kunnen leiden. In lijn met de aanbevelingen zal ik hier onderzoek naar doen."* (Evaluatie Drinkwaterwet, IENM/BSK-2017/284070). Een dergelijk onderzoek is ons niet bekend. Het bevreemd ons derhalve dat de ACM in weerwil van de zorgpunten van de Minister overweegt de WACC te verlagen.

Methodologische bedenkingen

Daarnaast zien wij een aantal redematies waarvan wij ons afvragen of deze juist zijn:

- De steekproef voor de bepaling van de solvabiliteit is te klein en niet representatief. Los van het zeer kleine aantal bedrijven die in de steekproef zijn meegewogen waardoor deze niet representatief kan zijn, bestrijden wij dat de geselecteerde bedrijven representatief zijn voor de Nederlandse markt. Zo is de Amerikaanse markt niet vergelijkbaar met de Nederlandse markt.
- Ons is onduidelijk waarom Oostenrijk uit de berekening van de marktrisicopremie is gehouden.
- De WACC is bepaald als een maximum. Om onder dat maximum te kunnen blijven moet de drinkwaterbedrijven een risicomarge inbouwen. Het effect hiervan is dat de WACC effectief nóg lager moet worden vastgesteld dan dit advies is verwoord met alle negatieve gevolgen van dien.
- De gearing is verder verlaagd naar 30 procent. Een deugdelijke onderbouwing waarom deze verhoging noodzakelijk is ontbreekt maar is wél dringend gewenst, aangezien rating agencies een gearing van 40 tot 55 procent voor een A-rating voldoende achten.

Slot

Samenvattend zijn wij van mening dat de voorgestelde verlaging van de WACC enerzijds de betrouwbaarheid, veiligheid, duurzaamheid en betaalbaarheid van de drinkwatervoorziening in Nederland niet ten goede komt. Anderzijds hebben wij ernstige bedenkingen over een aantal inhoudelijke aannames die bij de bepaling van het voorstel zijn gemaakt. Om die reden zijn wij geen voorstander voor een verdere verlaging van de WACC. Wij zijn uiteraard bereid dit in een overleg verder toe te lichten.

Reactie IPO op concept advies WACC drinkwater 2020-2021

20 juni 2019, door het Interprovinciaal Overleg aan de ACM per mail verzonden

Graag maakt het Interprovinciaal Overleg (IPO) gebruik van de gelegenheid om namens de 12 provincies een zienswijze in te dienen op het door de ACM uit te brengen advies aan de Minister van Infrastructuur & Waterstaat over de *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) van drinkwaterbedrijven voor de jaren 2020 en 2021.

Uit de ons ten dienste staande stukken leiden wij af dat uw advisering aan de minister mede zal worden gebaseerd op de ingebrachte zienswijzen en op een rapport over de berekening van de parameters van de WACC dat in opdracht van de ACM is opgesteld door onderzoeksbureau Brattle.

De Nederlandse drinkwatersector heeft van doen met uiteenlopende uitdagingen om blijvend 24/7 kwalitatief goed drinkwater te leveren. De weersomstandigheden in het afgelopen jaar hebben mede bijgedragen aan een verdere bewustwording dat goed en genoeg drinkwater niet meer zo vanzelfsprekend is als decennia lang is aangenomen. Het zo robuust ogende zoetwatersysteem kent kwetsbaarheden waarop pro actief geacteerd moet worden. Alle betrokkenen in de drinkwatersector moeten op zoek naar (duurzame) structurele oplossingen, zodat we ook morgen, overmorgen, maar ook over 100 jaar, nog steeds kunnen voorzien in schoon drinkwater als onmisbare primaire levensbehoefte. Tot die betrokkenen rekent het IPO nadrukkelijk ook de ACM.

Als we vervolgens kijken naar het rapport van Brattle van 27 mei jl., dan valt het ons op dat de onderzoekers zich bij het vraagstuk voornamelijk hebben laten leiden door theoretische en modelmatige aspecten en veel minder oog hebben gehad voor de grote veranderingen waarvoor de drinkwatersector zich gesteld ziet. De droogte in 2018 vormde hiervan een voorbode. Die veranderingen zorgen er voor dat de drinkwaterbedrijven te maken krijgen met oplopende investeringsniveaus, mede vanwege grootschalige vervangingsinvesteringen in het leidingennetwerk, dat zich in een groot aantal regio's aan het eind van de economische levensduur bevindt. Een oplopend investeringsniveau dat in onze optiek nog verder zal worden verstrekt door de beoogde klimaatafspraken en maatregelen om de dreiging van cybercrime het hoofd te kunnen blijven bieden.

Kunnen investeren vereist dat de drinkwaterbedrijven nu en in de toekomst over voldoende financiële slagkracht moeten kunnen beschikken. De financierbaarheid van drinkwaterbedrijven staat nu al onder druk en die druk neemt verder toe vanwege het hiervoor gememoreerde oplopende investeringsniveau. Een en ander betekent dat een systematiek van de WACC juist meer op dit soort ontwikkelingen moet worden toegesneden en daaraan dienstbaar moet zijn. Laatstgenoemde aspecten komen in onze opvatting onvoldoende in het rapport van Brattle tot z'n recht. Het rapport blijft te veel hangen in modelmatige benaderingen en daarmee wordt geen recht gedaan aan de hedendaagse dynamiek.

Een voorbeeld dat wij in dit verband specifiek willen benoemen is de aanname in het rapport van Brattle van een gearing (het vreemd vermogen uitgedrukt als een percentage van het eigen vermogen) van 30%. Dit percentage komt overeen met een solvabiliteit van 70% en kijkend naar de recente reguleringsperiodes is laatstgenoemde ratio met maar liefst 20 procentpunt gestegen. Een deugdelijke onderbouwing van de verandering op dit vlak hebben wij niet in het rapport kunnen ontdekken. Wij kennen ook geen enkele bedrijfstak waar dat soort stijgingen zich hebben voltrokken en de aanname op dit punt in het Brattle-rapport achten wij dan ook niet realistisch temeer daar ook gerenommeerde rating agencies voor een

financieel gezond drinkwaterbedrijf (een bedrijf met een A rating) werken met een gearing die ligt tussen 40 en 55%.

Dat geldt ook voor de wijze waarop vergelijkingsgroepen zijn samengesteld. Bijvoorbeeld, de onderbouwing waarom Oostenrijk uit de berekening van de marktrisicopremie is gelaten, hebben wij niet kunnen achterhalen. Ook het betrekken van Amerikaanse drinkwaterbedrijven, omdat er kennelijk niet voldoende vergelijkbare Europese drinkwaterbedrijven beschikbaar zijn, vereist nadere uitleg waarbij tevens betrokken moet worden waarom juist Amerikaanse drinkwaterbedrijven het meest logisch zijn en niet bijv. de Nederlandse E&G netwerksector.

Een berekening van de WACC voor de komende reguleringsperiode die gebaseerd is op de modelmatige aspecten die ook in het verleden zijn toegepast miskent in onze ogen de sterk gewijzigde omstandigheden waarmee we te maken hebben. Vanwege de aanhoudende lage rentestand is te verwachten dat sprake zal zijn van een modelmatig lagere uitkomst van de WACC en voor ons is het de vraag of deze modelmatige methodische uitkomst van de WACC toepasbaar is bij een langdurig lage rentestand in combinatie met oplopende investeringen. Onmiskenbaar gevolg van een te lage WACC is dat de kredietwaardigheid (als bedoeld in art. 7, 2e lid van het Drinkwaterbesluit) en continuïteit van de drinkwaterbedrijven in de gevarenzone komt, een ongewenste situatie.

Met de bepaling van de WACC voor de komende periode moet dan ook bewust rekening gehouden worden met de hedendaagse en te verwachten maatschappelijke context en dynamiek, zoals hierboven beschreven. Indien de resultante van de berekeningsmethodiek hierin niet voldoende voorziet, hetgeen naar onze opvatting het geval is, is het noodzakelijk om bij te sturen. Dat bijsturen kan bijv. door een opslag op de WACC-uitkomst in de advisering aan de Minister van Infrastructuur & Waterstaat mee te nemen. Met een dergelijke advisering zorgen we ervoor dat we onze vitale drinkwatersector voldoende financieel robuust houden en de toekomstige financierbaarheid van de betrokken bedrijven beter wordt gewaarborgd.

Wij hebben begrepen dat de ACM vóór 1 augustus a.s. haar advies aan de Minister van Infrastructuur & Waterstaat zal uitbrengen. Een afschrift van uw advisering zien wij graag tegemoet.

Autoriteit Consument en Markt
Postbus 16326
2500 BH Den Haag

Woerden, 28 juni 2019
Our ref: W19b02/RT
E-mail: rt@vemw.nl
Doorkiesnr. 0348 48 43 50

Onderwerp: WACC drinkwater 2020-2021

Geachte heer Heerenveen,

Graag reageren wij als vertegenwoordiger van de zakelijke drinkwaterconsumenten op de conceptrapportage van The Brattle Group (d.d. 27 mei 2019) inzake de WACC voor drinkwaterbedrijven voor de periode 2020-2021. Deze reactie is mede gebaseerd op extern advies dat wij hebben ingewonnen.

Wij kunnen ons in grote lijnen vinden in het advies van Brattle. Hoewel wij van mening zijn dat het Brattle-rapport gedegen is, zijn we het op een enkel punt niet eens met het advies van Brattle. Wij zullen onze bevindingen hieronder weergeven en waar nodig toelichten.

- Uit de door ons gemaakte analyse resulteert een 2 jaars- en 5 jaars-**risicovrije rente** van 0,55%. Dit komt overeen met het advies van Brattle.
- De **rente-opslag** wordt gebaseerd op twee onderdelen: 1) de gemiddelde historische renteopslag op een index van obligaties van ondernemingen met een vergelijkbare kredietwaardigheid en 2) de historische renteopslag van een geschikte groep van ondernemingen met activiteiten die vergelijkbaar zijn met die van de drinkwaterbedrijven én met een vergelijkbare kredietwaardigheid. Voor het laatste onderdeel worden 2 methoden bekeken:
 - A. Ten eerste wordt gekeken naar het verschil tussen de risicovrije rente en de rente op een generieke obligatie-index bestaande uit Euro-schulden van utiliteitsbedrijven met een A-rating en (resterende) looptijd van 10 jaar
 - B. Ten tweede wordt gekeken naar het verschil tussen de risicovrije rente en de rente op specifieke uitstaande obligaties van individuele water- en netwerkbedrijven met een A-rating en (resterende) looptijd van 9-11 jaar

De door ons uitgevoerde berekeningen resulteren in een renteopslag van 0,72% en 0,66% voor respectievelijk methode 1 en methode 2A. Dit is in lijn met het advies van Brattle. Voor methode 2B hebben wij een steekproef uitgevoerd onder een vijftal bedrijfsobligaties uit

Hét kenniscentrum en dé belangenbehartiger voor zakelijke energie- en watergebruikers

Houttuinlaan 12
3447 GM WOERDEN
KvK Utrecht nr. 30147022

Telefoon 0348 48 43 50
E-mail kb@vemw.nl
Internet www.vemw.nl

IBAN: NL20ABNA0551408340
BICcode: ABNANL2A
BTW nr. NL 0011.19.904.B01

Appendix B van het Brattle rapport. Deze steekproef leidt tot een met het Brattle-rapport vergelijkbare gemiddelde rente-opslag van 1,1% voor deze vijf obligaties. Op basis van deze steekproef achten wij het derhalve aannemelijk dat de door Brattle uitgevoerde analyse onder methode 2B deugdelijk is uitgevoerd en kan wat ons betreft de door hen berekende opslag van 1,16% worden gehanteerd.

- Naar aanleiding van de controles die wij hebben verricht met betrekking tot de samenstelling van de **referentiegroep** concluderen wij dat de sub-referentiegroep van Europese waterbedrijven geen belangrijke ondernemingen mist, alsook dat de individuele referentiebedrijven uit alle drie de sub-referentiegroepen op correcte wijze zijn beoordeeld op het afvallen of includeren in de referentiegroep door Brattle.
- Ten aanzien van de **asset bèta** hebben wij diverse controles uitgevoerd. Ten eerste hebben wij de asset bèta van 0,38 nagerekend gebruik makende van de inputvariabelen alsmede de methodiek conform het Brattle-rapport. Ook wij komen dan uit op een gewogen gemiddelde asset bèta van 0,38. Vervolgens hebben we de methodiek en de inputvariabelen getoetst op juistheid. De methodiek is in onze ogen juist. Echter de door ons berekende gearing (D/E) cijfers van de referentiebedrijven verschillen licht t.o.v. de gearing cijfers van Brattle, met een gemiddelde afwijking van 7 procentpunten, ondank het gebruik van dezelfde database, namelijk Bloomberg, alsmede dezelfde tijdsperiode, namelijk van Q2-2016 t/m Q1-2019. Indien wij onze eigen gearing (D/E) cijfers toepassen, valt de asset bèta 0,01 lager uit tot een niveau van 0,37 (omdat de mediane bèta van de netbeheerbedrijven alsook de waterbedrijven Europa daalt van 0,34 naar 0,32).
- Voor wat betreft de **marktrisicopremie** (MRP) zijn wij van mening dat de door Brattle gehanteerde (naar marktkapitalisatie van de Eurolanden gewogen gemiddelde) MRP van 4,82% op correcte wijze tot stand is gekomen.
- Brattle gebruikt voor het bepalen van de **gearing** een viertal referentiebedrijven met een credit rating tussen A- en A+. Deze selectie hebben wij gecontroleerd en is juist. Wij komen tot marginaal andere waardes voor de niet-afgeronde gearing. Deze blijken echter niet van invloed op de berekeningen te zijn, aangezien Brattle een op 30% afgeronde gearing hanteert (wegens het op 70% gemaximeerde eigen vermogen ten opzichte van totaal vermogen dat voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven geldt).

Resumé

Wij kunnen ons in grote lijnen vinden in de bevindingen van Brattle. Op één punt echter hebben wij een afwijkende mening. Wij komen voor wat betreft de gearing (D/E) cijfers, die worden gebruikt voor het unleveren van de equity bèta's van de referentiebedrijven, gemiddeld genomen op hogere waardes. Daarbij hebben wij gebruik gemaakt van dezelfde database en tijdsperiode. Dit heeft tot gevolg dat de gewogen gemiddelde asset bèta lager uitvalt (0,37 i.p.v. 0,38) en daarmee ook de WACC. Uit door ons uitgevoerde berekeningen resulteert een WACC van 2,6% i.p.v. 2,7%. Wij zijn uiteraard graag bereid om de data die aan onze analyse ten grondslag liggen (Bron: JBR, 2019) aan de ACM te verstrekken en zullen deze als bijlage meesturen.

Uiteraard zijn wij graag bereid tot een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Namens Koninklijke VEMW

Hét kenniscentrum en dé belangenbehartiger voor zakelijke energie- en watergebruikers

Houttuinlaan 12
3447 GM WOERDEN
KvK Utrecht nr. 30147022

Telefoon 0348 48 43 50
E-mail kb@vemw.nl
Internet www.vemw.nl

IBAN: NL20ABNA0551408340
BICcode: ABNANL2A
BTW nr. NL 0011.19.904.801

Roy Tummers

Directeur Water

Hét kenniscentrum en de belangenbehartiger voor zakelijke energie- en watergebruikers

Houttuinlaan 12
3447 GM WOERDEN
KvK Utrecht nr. 30147022

Telefoon 0348 48 43 50
E-mail kb@vemw.nl
Internet www.vemw.nl

IBAN: NL20ABNA0551408340
BICcode: ABNANL2A
BTW nr. NL 0011.19.904.B01