



VEMW

Autoriteit Consument en Markt  
t.a.v. mevrouw E. IJskes  
Postbus 16326  
2500 BH Den Haag

Woerden : 12 juni 2015

onze ref. : 15b001RT-tr  
doorkiesnr. : 0348 48 43 52  
e-mail : rt@vemw.nl

onderwerp : WACC Drinkwater

Geachte mevrouw IJskes,

Graag reageren wij op het onderzoeksrapport van The Brattle Group (TBG) van 5 mei jl. inzake de WACC voor drinkwaterbedrijven. VEMW kan zich in grote lijnen vinden in het advies van TBG. Desondanks vinden wij het noodzakelijk om een aantal kanttekeningen te plaatsen bij dit advies. Zo constateren wij ook dit keer dat de gemaakte keuzes in een aantal gevallen leiden tot een overschatting van de WACC. Daarmee wordt bevorderd dat de toegestane omzet in de drinkwatersector te hoog wordt vastgesteld en de gebonden drinkwaterconsumenten worden geconfronteerd met onnodig hoge tarieven. Dit moet worden voorkomen. Onze reactie spitst zich toe op een viertal punten:

- Rente-opslag
- Peer groep voor bepalen asset-bèta
- Opslag transactiekosten
- Marktrisicopremie
  
- **Rente-opslag**

ACM heeft er voor gekozen om beide referentieperioden (2 jaar en 5 jaar) op beide peer groups toe te passen, en vervolgens het gemiddelde hiervan te nemen. Deze benadering wijkt af van de benadering die 2 jaar geleden werd gehanteerd. In 2013 is de referentieperiode van 2 jaar op de ene peer group toegepast en de referentieperiode van 5 jaar op de andere peer group.

Het is duidelijk dat de rente-opslag de afgelopen 2 jaar lager is dan de afgelopen 5 jaar. Dat geldt zowel voor de "spread on the industry bonds" als voor de "spread on the comparable bonds". VEMW vindt dat de ACM er rekening mee moet houden dat de volatiliteit is afgenomen. Dat betekent dat de laatste 2 jaar zwaarder zouden moeten meewegen.

- **Peer groep voor bepalen asset-bèta**

De ACM gaat er onterecht vanuit dat opnemen van meer bedrijven de schatting van de asset bèta verbetert en eist daarom dat er tien bedrijven in de vergelijkingsgroep zitten. Een bèta welke gebaseerd is op een zestal vergelijkbare bedrijven is aanzienlijk nauwkeuriger dan een bèta die gebaseerd is op een groep van 10 bedrijven indien in deze groep van tien bedrijven meerdere bedrijven zitten die niet vergelijkbaar zijn met de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Een aangepaste weging (50/25/25) lost dit probleem slechts deels op. Ook TBG is op dit punt kritisch als zij op pagina 4 stelt dat "as more peers are added, there is a risk that they may have a different systematic risk than the regulated firm, which makes the beta estimate worse". Voorts stelt TBG: "The asset beta of 0.39 is higher than the median European water firms' asset beta of 0.33, and in our view is more likely to overestimate the true asset beta for Dutch water distribution than to underestimate it"

Het risicoprofiel van de Amerikaanse bedrijven die in de analyse zijn betrokken is volstrekt niet vergelijkbaar met het risicoprofiel van de Nederlandse drinkwaterbedrijven. De Nederlandse drinkwaterbedrijven lopen nauwelijks risico, in tegenstelling tot de Amerikaanse bedrijven. VEMW vindt aldus dat de Amerikaanse bedrijven niet in de analyse mogen worden betrokken. De werkelijke asset bèta is daarom lager dan de gebruikte waarde.

- **Transactiekosten**

De transactiekosten die worden gehanteerd worden niet onderbouwd, maar door TBG als gegeven aangenomen. Het is niet duidelijk of de gehanteerde 0,15% de werkelijke kosten reflecteert. De ACM kan de gemiddelde non-interest fees berekenen door die kosten uit te vragen bij de gereguleerde ondernemingen. VEMW is van mening dat, zolang deze kostenpost niet is gebaseerd op werkelijke gegevens, deze op nul gesteld moet worden. Daarmee hebben de waterbedrijven een prikkel om deze kosten bekend te maken.

De kosten voor het verwerven van vermogen komen hoogstwaarschijnlijk terecht in de winst- en verliesrekening. Ook het personeel dat ingezet wordt om het vermogen aan te trekken, staat gewoon op de loonlijst van het drinkwaterbedrijf. De kosten zijn dus onderdeel van de reguliere kostenbasis en worden al vergoed. VEMW vindt dat de transactiekosten niet mogen worden betrokken in de analyse.

- **Marktrisicopremie (MRP)**

VEMW vindt dat het gebruik van toekomstvoorspellingen bij het schatten van de marktrisico's absoluut moet worden afgeraden. Toekomstgerichte gegevens zijn, zoals ACM zelf ook al stelt, minder betrouwbaar dan de historische gegevens. Bovendien fluctueren ze aanzienlijk in de loop van de tijd.

VEMW vindt dat de MRP te hoog is vastgesteld. Eerder (2013) heeft VEMW verwezen naar de MRP die door het Ministerie van I&M voor de regulering van Schiphol wordt gehanteerd (4%). Omdat de MRP voor alle sectoren gelijk is (de waarde heeft immers betrekking op de kapitaalmarkt en niet op de gereguleerde sector) ligt het voor de hand om deze waarde ook te hanteren voor de bepaling van de WACC voor drinkwaterbedrijven.

VEMW dringt erop aan om de hierboven behandelde punten te betrekken bij de definitieve vaststelling van de WACC. Voorkomen moet worden dat drinkwaterconsumenten, die toch al weinig bescherming genieten, worden geconfronteerd met onnodig hoge drinkwatertarieven. VEMW schat in dat de WACC maximaal 3,67% dient te zijn. Dat is 0,5% onder de waarde die door TBG is berekend. Een dergelijke waarde past beter bij het risicoprofiel van de Nederlandse drinkwaterbedrijven.

Uiteraard zijn wij bereid om onze zienswijze nader toe te lichten.

Hoogachtend,

Namens VEMW

ir. R.E.J. Tummers  
Directeur Water