



## BIJLAGE II

Behorende bij het advies aan de minister van Infrastructuur en Milieu over de vaststelling van gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet voor drinkwaterbedrijven

### 1 Inleiding

1. Zoals genoemd in bijlage I behorende bij het advies, heeft ACM na herziening van het Brattle-rapport voor het onderdeel voor de drinkwaterbedrijven een conceptversie van dit rapport (hierna: Brattle-3) op 6 mei 2013 gezonden aan de betrokken partijen en hen in de gelegenheid gesteld hierop een zienswijze in te dienen.
2. In deze bijlage gaat ACM in op de zienswijzen die zijn ontvangen en geeft voor de belangrijkste onderdelen van de verschillende zienswijzen een reactie. Daar waar de zienswijze heeft geleid tot aanpassing van het Brattle-3 rapport ten opzichte van de toegezonden conceptversie is dat vermeld. De zienswijzen zelf zijn eveneens toegevoegd als aparte bijlagen bij het advies.
3. Op 28 mei heeft ACM een reactie ontvangen van de Vereniging van waterbedrijven in Nederland (hierna: Vewin) alsmede een gezamenlijke reactie van de Vereniging voor Energie, Milieu en Water (hierna: VEMW) en de Consumentenbond. Op 29 mei heeft ACM een reactie ontvangen van het interprovinciaal overleg (hierna: IPO) alsmede een reactie van de Vereniging Nederlandse Gemeenten (hierna: VNG).
4. Bovenstaande zienswijzen worden achtereenvolgens besproken.

### 2 Zienswijze Vewin

5. Vewin geeft in haar zienswijze<sup>1</sup> aan dat in het conceptrapport geen rekening is gehouden met de specifieke situatie van drinkwaterbedrijven. Volgens Vewin is de wijze waarop de WACC doorwerkt in de tarieven in de drinkwatersector wezenlijk anders dan bij bijvoorbeeld energienetbeheerders. In de energiesector is de WACC gelijk aan het rendement dat een gemiddeld efficiënte netbeheerder maakt, waarbij zowel hogere als lagere rendementen worden gerealiseerd. Daar waar de WACC voor energienetbeheerders een gemiddeld verwacht rendement weerspiegelt, is de WACC in de drinkwatersector een plafond. Drinkwaterbedrijven hebben bovendien naast de WACC een maximaal toegestaan aandeel eigen vermogen. Tezamen heeft dit volgens Vewin impact op de ruimte die drinkwaterbedrijven hebben om investeringen te kunnen voorfinancieren.

---

<sup>1</sup> Vewin, WACC Drinkwater 2014-2015, Reactie op het advies van The Brattle Group d.d. 6 mei 2013, 27 mei 2013



6. Vewin vervolgt dat een lage WACC belemmerend kan werken op de investeringsbeslissingen van de drinkwaterbedrijven. De WACC bepaalt welke winst maximaal mag worden gerealiseerd, terwijl de winst volgens Vewin noodzakelijk is voor:
  - a. het moeten betalen van de werkelijke rentelasten op het vreemd vermogen;
  - b. het moeten financieren van projecten in het buitenland ten behoeve van de bevordering van een goede drinkwatervoorziening;
  - c. het moeten uitkeren van dividend aan aandeelhouders;
  - d. het moeten aanvullen van de winstreserves om noodzakelijke investeringen te kunnen financieren.
7. Vanwege het moeten aanvullen van de winstreserves voor investeringen, brengt het niveau van de WACC zoals voorgesteld door Brattle volgens Vewin de primaire taak van drinkwaterbedrijven in het gedrang, zeker nu de drinkwatersector aan de vooravond staat van omvangrijke vervangingsinvesteringen als gevolg van een investeringspiek in het verleden.
8. In reactie op deze argumenten wijst ACM op de doelstelling van het bepalen van de WACC voor gereguleerde ondernemingen. De WACC stelt efficiënte bedrijven in staat om een redelijk rendement te behalen op het geïnvesteerde vermogen dat benodigd is als vergoeding voor de vermogensverschaffers. De WACC is een procentuele vergoeding op het vermogen en omvat zowel een vergoeding voor het vreemd vermogen als voor het eigen vermogen. Het uitgangspunt is dat dit redelijke rendement gelijk is aan dat van een efficiënt gefinancierd drinkwaterbedrijf. De WACC is niet (primair) bedoeld om te zorgen voor aanvulling van het eigen vermogen of voor de financiering van investeringen. Uit de bovenstaande argumenten concludeert ACM dat Vewin uitgaven vermengt met kosten. Zodra investering is gedaan ontvangt het drinkwaterbedrijf de vermogenskostenvergoeding over die investering, en niet (primair) om toekomstige investeringen te kunnen financieren.
9. Vewin stelt vervolgens dat de berekening die Brattle toepast in het conceptrapport in strijd is met de Drinkwaterregelgeving. De marktrisicopremie dient volgens de artikel 5 sub d van de Drinkwaterregeling gebaseerd te zijn op zowel historische als de toekomstgerichte cijfers. Vewin betoogt dat Brattle zich uitsluitend baseert op historische informatie over de marktrisicopremie, waarmee de berekeningsmethode strijdigheid oplevert met het wettelijk vereiste.
10. Volgens ACM is de conclusie van Vewin gebaseerd op een onjuiste veronderstelling. De bepaling van de marktrisicopremie is wel degelijk mede gebaseerd op toekomstige ontwikkelingen. De marktrisicopremie is bepaald op basis van historische gegevens en op de toekomstverwachtingen, zoals toegelicht in bijlage I behorende bij het advies. Overigens is van belang op te merken dat de historische gegevens gebruikt worden als schatter voor toekomstverwachtingen, zodat ook op die manier de toekomstverwachtingen in de methode zijn verwerkt. Dit sluit aan op het gegeven dat de marktrisicopremie per definitie een ex ante grootheid is, dat wil zeggen betrekking heeft op het rendement dat beleggers verwachten te kunnen realiseren bij een bepaald risico.

## Autoriteit Consument & Markt



11. Vewin zegt dat er diverse wijzigingen in de methode zijn toegepast waardoor de methode niet consistent is aan de methode zoals toegepast ten behoeve van de vaststelling van de WACC twee jaar geleden. Vewin noemt daarbij expliciet de wijziging van de vergelijkingsgroep voor de bèta zonder dat daarvoor een aanwijsbare reden voor bestaat. Volgens Vewin komt de bèta, een indicatie voor het risicoprofiel van drinkwaterbedrijven, hierdoor significant lager uit. Dit suggereert dat drinkwaterbedrijven aanzienlijk minder risicovol zijn geworden, terwijl er geen inhoudelijke redenen zijn die een dergelijke verandering kunnen verklaren.
12. In reactie verwijst ACM naar de uitgebreide toelichting gegeven in bijlage I behorende bij het advies. De methodiek die ACM toepast is volledig in lijn met de Drinkwaterregeling. De methode is bovendien grotendeels consistent met de methode zoals gehanteerd voor de vorige periode. De veranderingen in hoogte van de WACC komen grotendeels voort uit de omstandigheden op de financiële markt. Deze omstandigheden hebben onder meer een invloed op de risicovrije rente, een parameter die sterk doorwerkt in de WACC.
13. Volgens Vewin valt het op dat in vergelijking met twee jaar geleden de vergelijkingsgroep voor de bèta aanzienlijk minder bedrijven telt (6 in plaats van 20). Een geringer aantal bedrijven in de vergelijkingsgroep leidt over het algemeen tot een minder robuuste schatting van de bèta.
14. Tevens zet Vewin vraagtekens bij de samenstelling van de vergelijkingsgroep voor de bèta. Vewin vraagt zich af of Brattle in het conceptrapport de vergelijkingsgroep wel evenwichtig heeft samengesteld omdat deze bestaat uit vier Britse en twee Amerikaanse drinkwaterbedrijven. Door toepassing van de mediaan wordt volgens Vewin de bèta gebaseerd op de bèta van slechts twee willekeurige Britse drinkwaterbedrijven. Vewin vindt het niet duidelijk waarom deze Britse drinkwaterbedrijven wel relevant zijn en de Amerikaanse niet, en niet duidelijk waarom bedrijven uit andere Europese landen geen deel uitmaken van de vergelijkingsgroep.
15. In reactie hierop geeft ACM aan dat een identieke samenstelling van de vergelijkingsgroep in opvolgende WACC bepalingen geen doel op zich is. Dit is bovendien bijna nooit mogelijk, aangezien in de loop der tijd bedrijven van activiteiten kunnen veranderen en bovendien een ander risicoprofiel kunnen krijgen. ACM is het met Vewin eens dat het aantal bedrijven in de vergelijkingsgroep zoals weergegeven in het conceptrapport door Brattle te laag is om met voldoende statistische betrouwbaarheid de bèta vast te stellen. Voor het advies heeft ACM daarom, ten opzichte van het rapport van Brattle, bedrijven toegevoegd aan de vergelijkingsgroep voor de bèta. Dit wordt beschreven en toegelicht in bijlage I behorende bij het advies.
16. Vewin geeft aan dat Brattle in het conceptrapport de periode waarvoor het risicoprofiel wordt bepaald heeft veranderd zonder dat daar een motivering voor wordt gegeven. Twee jaar geleden werd gekeken naar een gemiddelde over de afgelopen twee jaar (dagelijkse data) en vijf jaar (wekelijkse data). In het conceptrapport stapt Brattle over op een driejaarsgemiddelde op basis van dagelijkse data. Volgens Vewin leidt dit tot inconsistentie in de gehanteerde termijnen voor de risicovrije rente, de rente-opslag en de bèta.



17. Volgens ACM is er op de eerste plaats geen noodzaak de referentieperiodes gelijk te laten lopen voor een betrouwbare en representatieve uitkomst. De methode die ACM toepast houdt vast aan de uitgangspunten die tevens zijn beschreven in bijlage I behorende bij het advies. De methode voldoet aan de Drinkwaterregeling, wat betekent dat de periodes voor bepaling van de risicovrije rente en de rente-opslag daarmee in overeenstemming zijn. Voor de bepaling van de bèta is de gehanteerde periode consistent met de methodiek die ACM toepast voor andere sectoren.
18. In het conceptrapport lijkt Brattle volgens Vewin te rekenen met het verkeerde belastingpercentage om de geschatte equity bèta om te rekenen naar een asset bèta. Vewin wijst erop dat de berekeningen correct dienen te worden uitgevoerd.
19. In reactie stelt de ACM dat Brattle de belastingpercentages heeft gehanteerd die behoren bij de ondernemingen die in de vergelijkingsgroep zijn opgenomen.

### 3 Zienswijze VEWM en de Consumentenbond

20. Voor hun zienswijze op het conceptrapport maken VEWM en de Consumentenbond (hierna: de consumentenorganisaties) gebruik van een advies van onderzoeksbureau *Strategies In Regulated Markets* (hierna: Sirm). Dit rapport<sup>2</sup> is eveneens bijgevoegd.
21. Volgens de consumentenorganisaties toont Sirm aan dat de keuze voor obligaties met een looptijd van tien jaar eerder leidt tot een hogere risicovrije rente, en daarmee tot een overschatting van de WACC. Dat geldt volgens Sirm tevens voor gebruik van alleen Nederlandse staatsobligaties. Het onderzoeksbureau wijst daarvoor naar de Brattle-1 rapportage waarin Brattle zelf aangeeft dat tevens Duitse staatsobligaties zouden moeten worden gebruikt om de risicovrije rente in te schatten. Het gebruik van Nederlandse obligaties leidt volgens Sirm vanwege de lagere liquiditeit waarschijnlijk tot een hogere risicovrije rente, waarvan de onderzoekers stellen dat het niet nodig is om gereguleerde ondernemingen voor te compenseren.
22. In reactie stelt ACM dat zij de nominale Nederlandse staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar hanteert omdat dit zo wordt voorgeschreven in de Drinkwaterregeling. Het bepaalde in de Drinkwaterregeling vormt het uitgangspunt voor de methodiek. Het inhoudelijke argument om te kiezen voor 10-jarige staatsobligaties is dat de markt voor obligaties met deze looptijd liquide is en dat drinkwaterbedrijven, net als andere netwerkbedrijven, doorgaans langjarige leningen hebben.
23. De consumentenorganisaties stellen voorts vraagtekens bij het percentage voor de marktrisicopremie (mrp). Brattle stelt in het Brattle-3 rapport de mrp op 5%. Volgens de consumentenorganisaties ontbreekt de onderbouwing om een hogere mrp te hanteren dan in de Brattle conceptrapportages van november 2012. Daarnaast wijzen de consumentenorganisaties op de mrp die het ministerie van Infrastructuur en Milieu heeft

<sup>2</sup> Sirm, Regulering Drinkwaterbedrijven vanaf 2014, Commentaar op voornemens van de ACM met betrekking tot regulering van de kapitaallasten van drinkwaterbedrijven in Nederland per 1 januari 2014, 28 mei 2013

## Autoriteit Consument & Markt



vastgesteld voor Schiphol. Deze is vastgesteld op 4%. De mrp is een waarde die voor voor alle sectoren gelijk is, waardoor het volgens de consumentenorganisaties voor de hand ligt om deze 4% ook voor andere door het ministerie gereguleerde sectoren te hanteren.

24. ACM volgt voor het advies aan het ministerie van I&M de berekening van de mrp in het Brattle-3 rapport. ACM vindt dat Brattle de mrp zorgvuldig heeft berekend en is tevens van mening dat de berekening in lijn is met het bepaalde de Drinkwaterregeling.
25. De consumentenorganisaties constateren in hun zienswijze dat in de vergelijkingsgroep voor de bèta bedrijven voorkomen uit de Verenigde Staten. Volgens hen leidt dat tot een overschatting van de bèta, waarbij zij erop wijzen dat de equity bèta van bedrijven uit de VS gemiddeld meer dan het dubbele bedraagt van de equity bèta van de overige bedrijven in de vergelijkingsgroep. Voor alle bedrijven in de vergelijkingsgroep geldt volgens de consumentenorganisaties bovendien dat zij ook niet-gereguleerde activiteiten uitvoeren wat gepaard gaat met hogere risico's. Gevolg is dat de WACC waarschijnlijk te hoog wordt ingeschat.
26. Ook op dit punt maken de consumentenorganisaties een vergelijking met Schiphol. Voor de bepaling van de bèta van Schiphol gaat het Ministerie van I&M alleen uit van luchthavens die zich in de Europese Unie bevinden.
27. In reactie hierop stelt ACM dat de Amerikaanse drinkwaterbedrijven voldoende representatief zijn geacht om ze op te nemen in de vergelijkingsgroep. ACM heeft wel geconstateerd dat het aantal bedrijven in de vergelijkingsgroep ervoor kan zorgen dat de Amerikaanse bedrijven een relatief groot aandeel hebben. Mede daarom heeft ACM voor het advies Europese nutsbedrijven toegevoegd aan de vergelijkingsgroep voor de bèta. Dit wordt beschreven en toegelicht in bijlage I behorende bij het advies.
28. Voorts constateren de consumentenorganisaties dat voor de bepaling van de rente-opslag Brattle in het conceptrapport het gemiddelde berekend van de twee bepaalde waarden voor de rente-opslag. In het Brattle-3 rapport wordt de rente-opslag gebaseerd op obligaties van nutsbedrijven enerzijds en andere bedrijven anderzijds. Aangezien drinkwaterbedrijven een duidelijke nutsfunctie hebben en investeerders impliciete en expliciete garanties van de overheid verwachten, is het volgens de consumentenorganisaties aannemelijk dat de rente-opslag op de (lagere) waarde van die van de nutsbedrijven ligt.
29. ACM is van mening dat de bepaling van de rente-opslag in lijn is met het risicoprofiel voor bedrijven met een single A-rating. Wel is ACM met de consumentenorganisatie van mening dat drinkwaterbedrijven een zeer laag risico kennen. De regulering van inkomsten van drinkwaterbedrijven is immers ingericht op basis van cost-plus. Omdat ACM van mening is dat beide vergelijkingsgroepen deze risicoverlagende factor niet kennen, gaat ACM voor het advies uit van de laagste waarde van de twee bepaalde risico-opslagen. Dit is eveneens toegelicht in bijlage I behorende bij het advies.

5/7



30. De consumentenorganisaties pleiten ervoor geen opslag te berekenen voor de financieringskosten. In het Brattle-3 rapport schat Brattle de kosten in op 0,15% zonder deze te onderbouwen. De consumentenorganisaties zijn van mening dat deze kostenpost op nul gesteld moet worden zolang geen inzicht bestaat in de werkelijke financieringskosten. Opnieuw wijzen de consumentenorganisaties naar de regulering van Schiphol waar volgens hen eveneens geen financieringskosten worden betrokken in de bepaling van de WACC.
31. In reactie stelt de ACM dat financieringskosten bestaan uit de transactiekosten die drinkwaterbedrijven zelf maken om tot (her)financiering komen en de vergoeding die ze daarvoor aan banken dienen te betalen. Uit eerdere studies van de ACM is gebleken dat de financieringskosten rond 10 en 20 basispunten liggen. De ACM kiest daarom voor de hoogte van 15 basispunten.
32. Brattle hanteert de Vasicek-correctie op de equity bèta's. Volgens de consumentenorganisaties wordt de 'prior', die gebruikt wordt om de geobserveerde waarde aan te passen, gelijk gesteld aan 1,0 terwijl aannemelijk is dat drinkwaterbedrijven een risico lopen dat lager is dan dat van de rest van de markt. De toegepaste correctie leidt volgens de consumentenorganisaties tot een overschatting van de equity bèta's en daarmee van de WACC.
33. In reactie stelt de ACM dat de idee achter de toepassing van de Vasicek-correctie is dat de geschatte equity bèta niet meer dan een benadering is van de werkelijke (en onbekende) equity bèta. De 'prior', dat wil zeggen de ex ante informatie over de hoogte van de bèta in de hele populatie van ondernemingen is per definitie 1, want het marktrisico van de deze populatie is gelijk aan de marktrisicopremie. Met de Vasicek-correctie wordt van dit gegeven gebruik gemaakt, maar de mate waarin deze correctie wordt toegepast hangt af van de (statistische) betrouwbaarheid van de schatter van de equity bèta van de vergelijkingsgroep. Hoe groter die betrouwbaarheid, hoe kleiner de aanpassing. Door toepassing van deze statistische methode wordt de betrouwbaarheid van de bèta-schatting vergroot.

6/7

#### **4 Zienswijze IPO**

34. De zienswijze van het Interprovinciaal Overleg (IPO)<sup>3</sup> is tot stand gekomen op basis van een reactie van een van de provinciale aandeelhouders van een drinkwaterbedrijf op het conceptrapport van Brattle.
35. Het IPO heeft, evenals Vewin, kritiek op de vergelijkingsgroep voor de bèta. Volgens het IPO komt de daling van de asset beta mede voort uit het feit dat de referentiegroep is gewijzigd waardoor deze nu uitsluitend uit Engelse en Amerikaanse waterbedrijven bestaat. Het IPO vraagt zich af of dat logisch en gerechtvaardigd is aangezien deze wijziging nadelig uitvalt voor de WACC.

<sup>3</sup> De zienswijze van IPO is verwoord in een e-mail aan ACM. Deze e-mail is bijgevoegd.



36. In reactie verwijst AMC naar randnummer 15 van deze bijlage waarin ACM een reactie geeft op een vergelijkbare zienswijze van Vewin.

## **5 Zienswijze VNG**

37. De zienswijze van de Vereniging Nederlandse Gemeenten (VNG)<sup>4</sup> is tot stand gekomen met behulp van input van enkele van hun leden.
38. VNG haalt in de zienswijze evenals Vewin aan dat de WACC mede is gedaald door een daling van de bèta. De oorzaak lijkt te liggen in een andere vergelijkingsgroep. VNG mist daarvoor de reden. Daarbij verwijst VNG naar het Drinkwaterbesluit. Volgens VNG is het betrachten van consistentie een belangrijk uitgangspunt bij de totstandkoming van deze wetgeving. Door wijziging van de vergelijkingsgroep van bedrijven lijkt dat uitgangspunt los gelaten te worden.
39. In reactie verwijst ACM opnieuw naar randnummer 15 van deze bijlage waarin ACM een reactie geeft op een vergelijkbare zienswijze van Vewin.
40. Volgens VNG moet de hoogte van de WACC zodanig zijn dat drinkwaterbedrijven voldoende financiële ruimte houden om te investeren en om de drinkwaterkwaliteit te kunnen borgen.
41. In reactie verwijst ACM naar randnummer 8 van deze bijlage waarin ACM een reactie geeft op een vergelijkbare zienswijze van Vewin.

7/7

---

<sup>4</sup> De zienswijze van VNG is verwoord in een e-mail aan ACM. Deze e-mail is bijgevoegd.