



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.

Marktrisicopremie

6. VEWIN stelt dat de berekening van de marktrisicopremie in strijd is met de Drinkwaterregeling. Volgens artikel 5 sub d wordt de marktrisicopremie 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 marktrisicopremie 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 marktrisicopremie 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 marktriscopremie, zoals VEWIN suggereert in haar zienswijze. De historische gegevens waarmee Brattle de marktriscopremie berekent, worden gebruikt als schatter voor toekomstverwachtingen.

8. De ACM wijst erop dat de bronnen voor de marktriscopremie 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 marktriscopremie. 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 marktriscopremie op basis van toekomstverwachtingen. De zienswijze van VEWIN leidt niet tot een wijziging van de marktriscopremie in het advies van de ACM.
9. VEWIN is van mening dat de marktriscopremie alleen berekend dient te worden op basis van het rekenkundig gemiddelde van de marktriscopremie van de landen in de selectie. Brattle baseert de marktriscopremie (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 marktriscopremie 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 marktriscopremie op basis van het meetkundig of rekenkundig gemiddelde dient te worden bepaald.² Daarom stelt de ACM de marktriscopremie vast op basis van resultaten die beide methoden hebben gegenereerd (beide 50%). De zienswijze van VEWIN leidt niet tot een wijziging van de marktriscopremie in het advies van de ACM.
11. VEWIN merkt op dat Brattle bij de berekening van de marktriscopremie 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 gevarenzone 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 marktriscopremie 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 marktriscopremie.

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 gerede 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 Elffers 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 termijnactiva 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.