

BIJLAGE IV

Behorende bij het advies aan de Minister van Infrastructuur en Waterstaat over de vaststelling van gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (hierna: WACC) voor drinkwaterbedrijven voor 2022–2023 en 2022-2024.

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 9 augustus 2021 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 zienswijze die zijn ontvangen en geeft voor de belangrijkste onderdelen van de verschillende zienswijze een reactie. Mede op basis van deze zienswijze heeft de ACM Brattle verzocht haar rapport op enkele punten te verduidelijken en/of aan te passen. Daar waar de zienswijze heeft geleid tot aanpassing van het Brattle rapport is dat vermeld in deze bijlage. De zienswijze zelf zijn eveneens toegevoegd als aparte bijlage bij het advies.
3. Op 3 september 2021 heeft de ACM de zienswijze ontvangen van de Vereniging van waterbedrijven in Nederland (hierna: VEWIN). Evides, Provincie Overijssel namens IPO, Vitens en VNG hebben geen zienswijze ingediend bij de ACM.
4. De zienswijze van VEWIN wordt hieronder besproken.

2 Zienswijze VEWIN

2.1 Strijdigheid met het wettelijk kader

Marktriscopremie

5. 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.
6. 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 marktriscopremie, zoals VEWIN suggereert in haar zienswijze. De historische gegevens waarmee Brattle de marktriscopremie berekent, worden gebruikt als schatter voor toekomstverwachtingen.
7. 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 marktrisicopremie op basis van toekomstverwachtingen. De zienswijze van VEWIN leidt niet tot een wijziging van de marktrisicopremie in het advies van de ACM.

8. Total Market Return (TMR)
VEWIN merkt op dat het schatten van de Equity Risk Premium doormiddel van de Total Market Return (TMR) methodiek realistischer is dan het schatten van de ERP gebruikmakend van de data van Dimson, Marsh en Staunton (DMS).
9. De ACM heeft uitvoerig de Total Market Return bestudeerd en geanalyseerd ten behoeve van het Methodebesluit GTS 2022-2026 en komt tot de volgende conclusies. De ACM zal de TMR-benadering niet hanteren. Allereerst concludeert de ACM dat de TMR-benadering geen robuuste en algemeen geaccepteerde economisch-theoretische onderbouwing heeft. Ten tweede concludeert de ACM dat ook vanuit het empirisch onderzoek niet eenduidig blijkt dat er een inverse relatie bestaat tussen de risicovrije rente en de marktrisicopremie en evenmin dat de TMR constant zou zijn. Ten derde constateert de ACM dat de TMR-benadering niet vaak wordt toegepast. Voor de volledige onderbouwing en analyse verwijst de ACM u naar *bijlage 3 bij het Methodebesluit GTS 2022-2026. Uitwerking van de methode van het redelijk rendement (WACC)*.²

3 Onvoldoende aansluiting bij de praktijkkenmerken van de Nederlandse drinkwaterbedrijven

3.1 Algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen

10. 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 geeft aan dat de ILT het volgende constateert in haar rapport 'Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector' en adviseert (om andere redenen): "*Toets overschrijdingen van de WACC-norm op basis van 3-jaarlijks gemiddelde in plaats van op jaarbasis om de kans op verrekeningen in de tarieven in latere jaren te reduceren.*" De minister heeft toegezegd onderzoek hiernaar te zullen uitvoeren. 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.
11. 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

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

² Bijlage 3 bij het Methodebesluit GTS 2022-2026, 01 februari 2021, www.ACM.nl.

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.

12. 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.
13. De stelling van VEWIN om de overschrijdingen van de WACC-norm op basis van 3-jaarlijks gemiddelde te spreiden in plaats van op jaarbasis om de kans op verrekeningen in de tarieven in latere jaren te reduceren is een beleidsmatige overweging die de sector moet voorleggen aan de Minister van Infrastructuur en Waterstaat. De ACM dient in de uitvoering van haar taken de wet te volgen.

3.2 Specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven

14. 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 de 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 II toegelicht.

3.3 Small firm premium (SFP)

15. 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'.
16. De ACM heeft in 2012 onderzoek laten doen door het onderzoeksbureau Boer & Croon³ 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.
17. 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

³ Boer & Croon, Additioneel onderzoek naar de Small Firm Premium, 31 augustus 2012, www.acm.nl.

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.

18. 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 voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Brattle deelt deze conclusie.⁴ 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.

4 Opmerkingen bij de berekening van specifieke WACC-elementen

4.1 Marktrisico premie (MRP)

19. 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 (4,97%) 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 6,45%.
20. 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.⁵ 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.

4.2 Risicovrije rente

21. 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.
22. Dit vraagstuk doet zich niet alleen voor bij de drinkwatersector, maar ook bij energie. De ACM heeft hier uitvoerig onderzoek naar gedaan en komt tot de volgende conclusies. De ACM is van mening dat een aanpassing van de risicovrije rente niet nodig is. De ACM is van mening dat de door het QE-beleid lagere risicovrije rente een adequate beprijzing geeft voor het politieke risico of landenrisico. Hiervoor hanteert de ACM de volgende argumenten. Ten eerste hangt de rente af van vraag en aanbod. De rente kan dus ook wijzigen als alle risico's gelijk blijven, bijvoorbeeld doordat er meer beleggers zijn die geld willen investeren. Ten tweede duiden de uiteenlopende effecten

⁴ The Brattle Group, Update to WACC parameters for Drinking Water, 28 juli 2017, www.acm.nl

⁵ Smithers rapport (2003); P. Fernandez (2009), The Equity Premium in 150 Textbooks, Journal of Financial Transformation, 2009, vol. 27, pages 14-18.

van het QE-beleid op de rentes van staatsobligaties van verschillende landen erop dat als gevolg van het QE-beleid de omvang van het faillissementsrisico wel verandert en dus dat het landenrisico wel wijzigt.

De ACM vindt tevens niet dat een negatieve rente inconsistent is met rationele economische besluitvorming. Hiervoor hanteert de ACM de volgende argumenten. Ten eerste komen in financieel-economische publicaties diverse motieven naar voren waarom beleggers negatief rentende beleggingen aanhouden. Zo zijn obligaties veilig en verlagen ze het risico van een portefeuille waardoor sommige beleggers een negatieve rente prefereren boven een positieve rente op een belegging met een hoger risico. Ook speculeren beleggers op koersstijgingen van de obligatie voor de vervaldatum. Ten tweede is er dagelijks veel handel in deze obligaties, hetgeen betekent dat beleggers daadwerkelijk beleggen in staatsobligaties met een negatieve rente. Ten derde heeft de ACM niet kunnen vaststellen dat het voor beleggers mogelijk zou zijn om grote sommen geld zonder kosten of risico's te bewaren op een bankrekening of op andere wijze veilig te bewaren. De analyse van Teulings impliceert dat alternatieven als bankrekeningen of kasgeld fysiek bewaren het bestaan van een negatieve rente niet verhindert, maar alleen de hoogte ervan begrenst (zero lower bound). Met andere woorden, er zullen in dat geval steeds beleggers zijn die in negatief rentende obligaties beleggen. De ACM concludeert daarom dat de risicovrije rente gebaseerd op de rente van Nederlandse en Duitse staatsobligaties geen aanpassing behoeft vanwege het QE-beleid van de ECB.

Voor de volledige analyse en onderbouwing verwijst de ACM naar het Methodebesluit GTS 2022-2026⁶.

4.3 Rente-opslag

23. 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.
24. 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 2016-2017, de jaren 2018-2019 en 2020-2021.
25. 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

⁶ Paragraaf 7.4.1 onderdeel C bij het Methodebesluit GTS 2022-2026, 01 februari 2021, www.ACM.nl

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.

26. 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.
