

Prof. dr. Arnoud W.A. Boot
De Beaufortlaan 3
3743 DR Baarn

e-mail a.w.a.boot@gmail.com
tel. 06 51010614
fax 035 5436624

UITLEG/EXPERTVERKLARING INZAKE WACC EN INFLATIE (reële versus nominale wacc).

Versie: 16 oktober 2009

KPN heeft mij gevraagd om in korte bewoordingen uit te leggen hoe met de reële dan wel nominale wacc moet worden omgegaan.

Mijn eigen achtergrond is dat ik hoogleraar corporate finance en financiële markten ben aan de Universiteit van Amsterdam en directeur van het aldaar gevestigde Center for Law & Economics, een instituut dat zich bezig houdt met marktordening en regulering. Daarnaast ben ik als consultant werkzaam voor verschillende marktpartijen en ook overheden, met name voor concurrentie-, waarderings- en marktordeningvraagstukken. Veelvuldig heb ik zowel de overheid als ook marktpartijen geadviseerd over vraagstukken betreffende de wacc.

Probleem

Mij is door KPN voorgelegd het Ontwerpbesluit Wholesale price cap 2009-2011 (WPC-IIa besluit; dd. 7 september 2009). De randnummers 72-83 betreffen de beoordeling van OPTA van de problematiek inzake nominale versus reële wacc. Deze beoordeling wordt door KPN betwist. [De eerdere randnummers 66-71 betreffen een meer algemene weergave van hoe tegen een vergoeding (redelijk rendement) over geïnvesteerd vermogen moet worden aangekeken].

Het vraagstuk is – in essentie – buitengewoon eenvoudig. De algemene, en ook door OPTA geaccepteerde benadering voor het bepalen van de kostenvoet voor het geïnvesteerd vermogen (dus de toegestane vergoeding voor kapitaalbeslag) is dat de gewogen gemiddelde kostenvoet van vermogen (weighted average cost of capital, de wacc) moet worden bepaald. Het idee is dat beleggers vermogen ter beschikking stellen, dit wordt vervolgens door KPN geïnvesteerd, en om geen waarde te vernietigen moet hierop een rendement worden gemaakt dat de beleggers adequaat compenseert voor het ter beschikking stellen van hun geld. Onderdeel van deze vergoeding is dat beleggers een compensatie willen hebben voor geldontwaarding, inflatie dus.

Het twistpunt dat aan mij is voorgelegd is of in de benadering van OPTA in bovengenoemd document sprake is van een afdoende vergoeding voor inflatie. In randnummer 83 stelt OPTA dat zij alleen een reële wacc (dus zonder inflatievergoeding) goedkeurt.

Argumentatie en beoordeling

De beoordeling van OPTA is gebaseerd op een tweetal argumenten:

- i. In het kostentoerekeningsstelsel wordt rekening gehouden met de inflatie van bepaalde activa. Wat wordt bedoeld is dat via aanpassingen in de waarde van activa (die weer als basis dienen voor de bepaling van het geïnvesteerd vermogen

waarover de wacc wordt geheven) indirect een compensatie wordt gegeven voor inflatie (zie randnummer 74).

- ii. De vergoeding die uit argument i. volgt zou ook volgens OPTA tekort schieten (randnummer 76), maar (zie randnummers 77 t/m 81) kan geen reden zijn om toch compensatie te krijgen omdat er gekozen is voor een afschrijvingsmethodiek die KPN toestaat activa volledig af te schrijven (ondanks bijvoorbeeld een halvering van de waarde van de activa na aankoop). Het idee is dat door het toestaan van volledige afschrijvingen KPN wordt gecompenseerd voor (specifieke) waardedalingen (zie randnummer 81).

Laat ik allereerst het tweede argument adresseren. Het toestaan van een volledige afschrijving op de aanschafprijs is een boekhoudkundige verwerking die er voor zorgt dat een gedane investering als kosten wordt uitgesmeerd over de tijd. Zoals OPTA concludeert in randnummer 81: “Uiteindelijk zijn [op deze manier] de totale afschrijvingen gelijk aan de oorspronkelijke investering”. Dit is een bedrijfseconomisch logische benadering die helemaal niets te maken heeft met de discussie over de wacc. Op geen enkele wijze zegt dit iets over de gewenste vergoeding op het in de activa opgeslagen vermogen. Het is dan ook niet meer dan een rookgordijn dat wordt gecreëerd in randnummer 81.

In de wacc moet een vergoeding zitten voor inflatie (en dat is gebaseerd op een generieke prijsindex), maar dat staat geheel los van het feit dat de activa op de balans (moeten) staan voor de juiste waarde (die dus afhankelijk zijn van specifieke waardeontwikkelingen), en dat afschrijvingen in totaliteit optellen tot de oorspronkelijke investering.¹

Het tweede argument is dus volstrekt irrelevant, en onjuist. Het kan op geen enkele manier rechtvaardigen dat er een reële wacc gebruikt zou moeten worden i.p.v. een nominale wacc waarin wel een vergoeding zit voor inflatie (t.b.v. de verstrekkers van het vermogen).

Ook het eerste argument biedt geen rechtvaardiging voor het gebruiken van een reëel in plaats van nominaal rendement. In randnummer 74 wordt gesuggereerd dat het feit dat de waarde van activa op de balans wordt gesteld op de actuele waarde betekent dat inflatie hierin zit verwerkt (klopt, de specifieke inflatie van een actief zit er in), maar dat dat ook betekent dat de investeerder (KPN) via een wacc over deze hogere waarde al een stukje inflatiecompensatie krijgt. Deze conclusie is verkeerd.

Het probleem met dit eerste argument is als volgt. [let op –ik ga voor het moment uit van positieve inflatie, dus prijsstijgingen]

Er is sprake van communicerende vaten per jaar en over de tijd. Als de waarde van activa stijgt betekent dit dat er in een jaar netto minder mag worden afgeschreven (de waardestijging is een soort negatieve afschrijving), maar door diezelfde waardestijging gaan de afschrijvingen in komende jaren omhoog. Dit is het communicerende vat over de tijd.

Tegelijkertijd is er ook op jaarbasis een communicerend vat. Namelijk, de hogere waarde van activa op de balans suggereert weliswaar een hoger rendement voor de investeerder (immers de wacc wordt vermenigvuldigd met het kapitaalbeslag, i.e. de hogere waarde op de balans), maar tegelijkertijd wordt de toegestane netto afschrijving in dat jaar verlaagd (door diezelfde

¹ Hoe met ‘vrijwillige’ vervanging, en met name vroegtijdige vervanging, moet worden omgegaan is een vraagstuk dat geheel los staat van de problematiek die ik in deze notitie adresseer.

waardestijging). Dit betekent voor KPN (= de investeerder) dat er weer twee tegen elkaar in lopende effecten zijn.

Deze combinatie van communicerende vaten houdt elkaar perfect in evenwicht. Aangezien sprake is van communicerende vaten, volgt een precies dezelfde argumentatie als sprake is van dalingen in plaats van stijgingen in de prijzen van activa.

De conclusie die hieruit volgt is dat de in het door OPTA naar voren gebrachte argument i. (randnummer 74) niet juist is.² De verwerking van waardeveranderingen in activa heeft geen enkele invloed op de door OPTA aan KPN toegestane revenuen. Dus is er geen sprake van een (impliciete) vergoeding voor inflatie.

Hieruit volgt dat de nominale wacc moet worden gebruikt aangezien de reële wacc niet voorziet in een vergoeding voor inflatie.

Conclusie

De analyse en onderbouwing van OPTA inzake het toepassen van de reële wacc is onjuist; een nominale wacc (dus inclusief inflatievergoeding) moet worden gebruikt.

² Voor een gedetailleerde analyse verwijs ik naar het rapport van Oxera ('Compensation for inflation, prepared for KPN, December 1st 2008) die dit precies heeft onderbouwd en uitgewerkt, zie de daarin opgenomen samenvattende table 1.1., en de gedetailleerde tabel 4.4. Ik kan mij dus vinden in de analyse zoals in dat rapport gepresenteerd.