



WACC Drinkwater 2020-2021

Reactie Vewin op het advies van The Brattle Group d.d. 27 mei 2019

Van: Vewin
Aan: ACM en Ministerie van IenW
Datum: 26 juni 2019

Samenvatting

Voorliggende notitie **betreft de reactie van Vewin op het rapport van The Brattle Group 'The WACC for Drinking Water Companies in the Netherlands' d.d. 27 mei 2019.**

Vewin heeft een aantal opmerkingen bij het advies van Brattle:

1. Brattle heeft, in strijd met de wetgeving, de toekomstgerichte marktrisico premie (MRP) niet betrokken in haar WACC-berekening.
2. In tegenstelling tot de voorgaande reguleringsperiode heeft Brattle Oostenrijk uitgesloten van de berekening op basis van een ogenschijnlijk willekeurig toegepast argument, dat bovendien inconsequent is aangezien het in eerdere reguleringsperiodes niet is gehanteerd.
3. Brattle baseert de MRP (4,82%) op het gemiddelde van de 'arithmetic mean' (rekenkundig gemiddelde) en de 'geometric mean' (meetkundig gemiddelde). Het meetkundig gemiddelde wordt door de sector voor het onderhavige vraagstuk als niet relevant gezien, als gevolg waarvan de drinkwaterbedrijven van mening zijn dat de MRP slechts gebaseerd dient te worden op het rekenkundig gemiddelde van 6,19%. Dit percentage is bovendien meer in lijn met de door KPMG afgegeven toekomstgerichte MRP.
4. Omdat de drinkwaterbedrijven gemiddeld over een vaststellingsperiode niet de vastgestelde WACC zullen behalen (onderschrijding is toegestaan, maar overschrijding moet worden gecompenseerd), zou een opslag van 10% moeten plaatsvinden op de eigen vermogensvergoeding.
5. De door Brattle voorgestelde gearing van 30% is tien procentpunten lager dan in de vorige reguleringsperiode (2018-2019), en twintig procentpunten lager dan de 50% zoals vastgesteld in de periode 2014-2015. Dit is o.i. het gevolg van het gebruik van een niet betrouwbare methode (op basis van een zeer kleine referentiegroep van 4 bedrijven met een uitkomst die buiten de DWW valt) en niet overeenkomstig de feitelijke situatie van de drinkwaterbedrijven (de feitelijke gearing is 65-70%). Het argument van Brattle dat een gearing van max. 30% van belang is voor een A-rating **is onjuist, aangezien bijv. Moody's** aangeeft een gearing van 40-55% te verwachten bij een waterbedrijf met A-rating.
6. Gezien de relatief kleine omvang van de Nederlandse drinkwaterbedrijven en het **wetenschappelijk aangetoonde bestaan van de zogenaamde 'small firm premium'**, is Vewin van mening dat er overtuigende redenen zijn om een 'small firm premium' toe te passen op de Nederlandse drinkwaterbedrijven.
7. De rente-opslag is te laag berekend omdat onvoldoende rekening is gehouden met de specifieke omstandigheden waarin Nederlandse drinkwaterbedrijven opereren.
8. In de berekening van de risicovrije rente wordt ten onrechte niet gecorrigeerd voor de tijdelijk opgetreden negatieve rentes op 10-jarige staatsobligaties. Door het invoeren van zero-floors zijn de waterbedrijven niet in staat om te profiteren van deze negatieve rentes.

Er van uitgaande dat de vreemd vermogenskosten stabiel blijven (2020) en het balanstotaal eenzelfde groei vertoont (delta 2016-2017) leiden de voorgestelde toegestane vermogenskosten tot sterke reductie van het toegestane resultaat. Dit heeft een negatieve invloed op de solvabiliteit en daarmee op het risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven, **de ratio's in de bankconvenanten** komen onder druk te staan. De discrepantie tussen de in de berekening gehanteerde gearing en de daadwerkelijke gearing neemt verder toe. Hierdoor ontstaat een vicieuze cirkel die de toekomstige investeringsruimte en de financierbaarheid van de drinkwatervoorziening onder druk zet. Juist op een moment dat de omvang en noodzaak van investeringen toenemen. Dit wordt nog eens versterkt doordat de reële waarde van het eigen vermogen wordt uitgehold door de fors dalende vergoeding voor de inzet van het eigen vermogen, die het inflatieniveau benadert.

Daarnaast houdt het advies van Brattle geen rekening met de voorziene wijzigingen van de berekeningsmethodiek van de WACC voor de drinkwaterbedrijven die ongewenste effecten van de huidige methodiek moet elimineren. Vewin gaat er van uit dat de ACM in haar advies aan de Minister van IenW rekening houdt met deze wijzigingen.

Inhoudsopgave

Samenvatting	2
Inhoudsopgave	3
1. Introductie	4
2. Strijdigheid met het wettelijk kader: bepaling MRP	5
3. Afwijking van aandachtspunten Minister	5
3.1 Algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen	6
3.2 Specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven	6
3.3 'Small Firm Premium'	8
4. Berekening specifieke WACC-elementen door Brattle	8
4.1 Marktrisico premie (MRP)	8
4.2 Risicovrije rente	9
4.3 Rente-opslag	9
5. Overige opmerkingen	10

1. Introductie

Voorliggende notitie betreft de reactie van Vewin op het rapport **van The Brattle Group 'The WACC for Drinking Water Companies in the Netherlands'** d.d. 27 mei 2019. Het advies van Brattle is opgesteld in opdracht van de ACM, die de Minister van IenW adviseert over de WACC-drinkwater 2020-2021.

Het adviesrapport van Brattle vertoont, mede als gevolg van de in de Drinkwaterwet voorgeschreven methodiek, grote overeenkomsten met de rapporten die door Brattle zijn opgesteld ten behoeve van de WACC-reguleringsperiode 2016-2017 en 2018-2019. De zienswijze van Vewin vertoont daarom grote overeenkomsten met de ingediende zienswijzen die betrekking hebben op die reguleringsperiodes. Daarnaast vraagt Vewin aandacht voor enkele specifieke punten ten aanzien van de gearing en de MRP.

Bij de evaluatie van de Drinkwaterwet is geconstateerd dat de WACC als instrument niet ter discussie staat, maar dat de methodiek elementen bevat die ertoe leiden dat ongewenste effecten ontstaan. Dat is veelal het gevolg van het feit dat de methodiek onvoldoende aansluit bij de (financierings)praktijk van de Nederlandse drinkwatersector. De Minister van IenW heeft een wijziging van de Drinkwaterwet in voorbereiding om hieraan tegemoet te komen.

De ACM heeft aangegeven geen rekening te kunnen houden met toekomstige wijziging van de methodiek. Vewin heeft er begrip voor dat de vigerende wet het uitgangspunt is, maar pleit er voor dat de ACM het advies voorziet van overwegingen die aan de Minister van IenW ruimte geven om de WACC vast te stellen zonder dat de geconstateerde onwenselijke effecten van de huidige regeling in de komende twee jaren opnieuw optreden.

Los van de methodiek stelt Vewin tevens de voorgestelde hoogte van enkele parameters ter discussie omdat meer relevante waardes beschikbaar zijn.

Indien de WACC volgens het rapport van Brattle wordt vastgesteld op 2,7% leidt dat tot de situatie dat het resultaat (bedrijfsresultaat) van de drinkwaterbedrijven fors moet dalen. Dit heeft een negatieve invloed op de solvabiliteit en daarmee op het risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven, de **ratio's in de bankconvenanten komen onder druk te staan. De discrepantie tussen de** in de berekening gehanteerde gearing en de daadwerkelijke gearing neemt verder toe. Hierdoor ontstaat een vicieuze cirkel die de toekomstige investeringsruimte en de financierbaarheid van de drinkwatervoorziening onder druk zet, juist op het moment dat de omvang van en de noodzaak voor die investeringen toenemen. De investeringen nemen niet alleen toe als gevolg van veroudering van het distributienetwerk, maar ook als gevolg van externe ontwikkelingen zoals de klimaatverandering (grotere piekvraag) en de toename van opkomst van nieuwe vervuulende stoffen zoals medicijnresten.

Door de sterke verlaging van het **WACC**-percentage zal de beloning voor de inzet van het eigen vermogen van de drinkwaterbedrijven gecorrigeerd voor inflatie fors lager uitvallen dan de afgelopen jaren het geval was. Daarmee wordt de reële waarde van het eigen vermogen uitgehold en verslechtert de financierbaarheid van de drinkwatervoorziening op de lange termijn.

Vewin heeft een aantal opmerkingen bij het rapport van Brattle. De reactie van Vewin op dit rapport is geformuleerd vanuit de volgende invalshoeken:

- Strijdigheid met het wettelijk kader;
- Afwijking van aandachtspunten van de Minister van IenW zoals neergelegd in haar brief aan de ACM van 12 maart 2015;
- Berekening specifieke WACC-elementen door Brattle;
- Overige opmerkingen.

2. Strijdigheid met het wettelijk kader: bepaling MRP

In de Drinkwaterregeling is bepaald dat de marktriscopremie (MRP of ERP) moet zijn gebaseerd op zowel historische als de toekomstgerichte cijfers (artikel 5d). Evenals in de voorgaande reguleringsperiodes baseert Brattle zich, in strijd met de Drinkwaterregeling, uitsluitend op historische informatie over de MRP. Dit lijkt te zijn gebeurd op aanwijzing van de ACM, aangezien **Brattle opmerkt: "Based on the available evidence, ACM has asked us to apply the weighted average DMS ERP for the Eurozone equal to 4.82% in the WACC calculation."**

De MRP is het rendement dat beleggers eisen voor het extra risico dat beleggen in de marktportefeuille oplevert ten opzichte van beleggen in een risicovrije investering. De MRP is een belangrijke input in het Capital Asset Pricing Model (CAPM) om het geëiste rendement op het eigen vermogen te berekenen en uiteindelijk te komen tot de WACC.

De MRP, zoals 'geëist' door beleggers, wordt volgens de theorie beïnvloed door (i) de verwachte volatiliteit van de marktportefeuille: hoe hoger de verwachte volatiliteit van de markt, des te hoger het geëiste rendement / de risicopremie en (ii) de risico-aversie van beleggers: hoe hoger de risico-aversie van beleggers des te hoger het geëiste rendement / de risicopremie.

De MRP, zoals gebruikt in het CAPM, dient derhalve idealiter toekomstgericht te zijn. De methode van vaststellen van de MRP is hierdoor niet eenduidig¹. Onder de aanname dat de volatiliteit van de marktportefeuille en de risico-aversie van beleggers bezien over lange(re) termijn gemiddeld stabiel zijn, kan de MRP worden vastgesteld op basis van historische data. Wanneer de verwachte volatiliteit van de marktportefeuille en de risico-aversie van beleggers in de toekomst significant (kunnen) afwijken van historische waardes heeft het de voorkeur een toekomstgerichte methode te gebruiken.

In de Drinkwaterregeling artikel 5.d. betreffende de regulering van de Nederlandse **drinkwaterbedrijven is (waarschijnlijk) daarom expliciet vastgelegd dat "de MRP wordt gebaseerd op zowel historische gerealiseerde rendementen als op verwachtingen over toekomstige rendementen"**.

Er is een correlatie tussen de MRP en de risicovrije rente. Bij de WACC wordt de risicovrije rente bepaald door het gemiddelde van de afgelopen 2 en 5 jaar. Door de wettelijke bepaling dat de MRP naast historie (Brattle gebruikt hiervoor een termijn van 118 jaar) ook op toekomstgerichte cijfers moet zijn bepaald, wordt nog enigszins recht gedaan aan deze correlatie. De huidige rente is door marktingrijpen tot extreme laagten gedaald. Uit onderzoek van de NY Fed blijkt dan ook dat de huidige lage rente ertoe leidt dat de MRP hoger is dan gebruikelijk. Brattle vermeldt in haar **rapportage de toekomstgerichte ERP's van zowel KPMG als Bloomberg. De ERP's bevestigen dat** investeerders op dit moment voor toekomstige investeringen rendement eisen dat hoger ligt dan het door Brattle geadviseerde op historische rendementen gemiddelde.

Op grond van de Drinkwaterregeling moeten toekomstverwachtingen worden meegewogen bij het schatten van de MRP. De conclusie van Vewin is dat Brattle in strijd met de Drinkwaterregeling de toekomstgerichte MRP niet betreft in de bepaling van de MRP.

3. Afwijking van aandachtspunten Minister

In een vorige reguleringsronde heeft de Minister van IenW in een brief aan de ACM van 12 maart 2015 een aantal aandachtspunten voor de berekeningswijze van de WACC neergelegd. Deze principes en uitgangspunten dienen tot uitdrukking te komen in de WACC-berekening. Ook bij de

¹ Zowel de historisch- als toekomstgerichte bepaalde methodes hebben voor- en nadelen. De MRP vastgesteld op basis van historische gegevens kan achterhaald zijn en verschilt per gebruikte historische datareeks, rekenmethode en regio. Een toekomstgerichte MRP is sterk afhankelijk van het gebruikte model en de belangrijke aannames daarin.

evaluatie van de doelmatigheidsaspecten van de Drinkwaterwet (hoofdstuk V en enkele specifieke onderwerpen zoals de WACC) is dit aan de orde geweest. Zoals eerder opgemerkt is dit aanleiding om de onwenselijke effecten van de WACC-methodiek, die veelal het gevolg zijn van het feit dat de methodiek onvoldoende aansluit bij de (financierings)praktijk van de Nederlandse drinkwatersector, te elimineren.

Niet alleen de methodiek, maar ook in keuzes die Brattle maakt binnen de toepassing van de methodiek, wordt volgens Vewin met name aan het uitgangspunt dat **"de WACC moet rekening houden met specifieke kenmerken en omstandigheden van de Nederlandse drinkwaterbedrijven"**, geen recht gedaan. Dit komt tot uitdrukking in de:

1. algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen;
2. specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven;
3. **'small firm premium'**.

3.1 Algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen

De WACC is voor de drinkwaterbedrijven, in tegenstelling tot de andere sectoren waar de ACM een WACC vaststelt, een maximum. Wordt de WACC overschreden dan moet dit worden terugbetaald, wordt deze niet overschreden dan volgt **geen 'compensatie'**. **De drinkwaterbedrijven zullen** dan ook gemiddeld over een vaststellingsperiode niet de vastgestelde WACC behalen. Het reguleringssysteem van Nederland leidt (ceteris paribus) bovendien tot een hoger risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven dan de reguleringssystemen van de VS en de UK. Hoewel Brattle er in haar berekening van de WACC wel vanuit gaat, is er in de praktijk dus geen sprake van een **'gemiddelde' vermogenskostenvergoeding. Om dit te bereiken zou de WACC hoger vastgesteld** moeten worden door middel van een opslag op de eigen vermogensvergoeding. Op basis van kansberekening in relatie tot de relatief lage WACC pleit Vewin voor een opslag van 10%.

3.2 Specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven

De voor de bepaling van de WACC gehanteerde solvabiliteit stijgt volgens advies van Brattle opnieuw met 10 procentpunten ten opzichte van de vorige reguleringsronde. Deze steeg in 2016 ook met 10 procentpunten, waardoor volgens Brattle de solvabiliteit sinds 2015 met 20 procentpunten is gestegen van 50% naar 70% (gearing aldus verlaagd van 50 naar 30%), hetgeen ook het door de Drinkwaterwet bepaalde maximum is.

In de schriftelijke zienswijze van Vewin d.d. 12 juni 2015 is beargumenteerd aangetoond dat de berekening mankementen vertoont en dat de gehanteerde gearing bovendien niet representatief is voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven.

De Nederlandse waterbedrijven hebben financiering en een gearing die sterk afwijkt van de uitgangspunten en de uitkomsten die Brattle hanteert.

Zo is de gemiddelde gearing door Brattle bepaald aan de hand van een zeer beperkte peergroup van 4 ondernemingen, die alle ondernemingen zijn uit landen met voor Nederland sterk afwijkende kapitaalmarkten (3 van de 4 zijn Amerikaans) en waarbij de spreiding zeer groot is. De uitkomst van de vergelijking is daardoor mogelijk niet betrouwbaar en is zeker niet representatief voor de Nederlandse situatie. Vewin is benieuwd op welke informatie Brattle zich baseert als geconstateerd **wordt dat "a gearing level of 30% is consistent with an A credit rating for regulated water firms operating in the Netherlands"**. Ter vergelijking: één van de Nederlandse drinkwaterbedrijven met een solvabiliteit van circa 30% (gearing 70%) heeft recentelijk een stand alone rating ontvangen van BBB, vanwege het feit dat de aandelen in handen zijn van de Nederlandse overheden en de uitstekende credit rating van Nederland is dit verhoogd tot A+ (verhoging van 4 notches). **Een volgens Vewin betrouwbaardere vergelijking wordt gemaakt door Moody's**, die aangeeft een gearing van 40-55% te verwachten bij Regulated Water Utilities met een A-rating (zie tabel).

Factor 3 – Leverage and Coverage (40%)

The following tables show the scorecard-scoring categories for each Leverage and Coverage sub-factor and the weighting thereof.

Rating Factor	Weight	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
Adjusted Interest Coverage Ratio (1)	12.5%	≥8x	4.5-8x	2.5-4.5x	1.5-2.5x	1.2-1.5x	1-1.2x	<1x
OR		OR	OR	OR	OR	OR	OR	OR
FFO Interest Coverage (2)		≥10x	7-10x	4.5-7x	2.5-4.5x	1.8-2.5x	1.5-1.8x	<1.5x
Net Debt / Regulated Asset Base (3)	10%	<25%	25-40%	40-55%	55-70%	70-85%	85-100%	≥100%
OR								
Debt / Capitalisation								
FFO / Net Debt	12.5%	≥40%	25-40%	15-25%	10-15%	6-10%	4-6%	<4%
RCF / Net Debt	5%	≥30%	20-30%	10-20%	6-10%	4-6%	2-4%	<2%

Notes:

- (1) The Adjusted Interest Coverage Ratio is our preferred metric for water utilities where allowed revenues/tariffs are determined using a 'building block' or equivalent approach and where the components of allowed revenues/tariffs are consistently available and can be verified by from an independent source – in many cases, publications from the regulatory authority itself. For the numerator, Interest net of Inflation Accretion is added back to the extent it was deducted in calculating FFO. Capital Charges represent expenditures recovered in revenues that are not accounted for as operating expenses and are not treated as additional invested capital incrementing the RAB, including regulatory revenue profiling to smooth the impact of tariff increases on customer bills.
- (2) In jurisdictions where regulatory revenues/tariffs are not determined with a 'building block approach' or where the regulatory information needed to calculate Capital Charges may not be consistently available, we use the FFO Interest Coverage, calculated (or for forward periods estimated) as (FFO + Interest Expense) / Interest Expense.
- (3) For the utilities regulated under a RAB-based model where the RAB accurately represents the invested capital on which the water utility will earn a return over time, we measure leverage as Net Debt to RAB. For water utilities that (1) are regulated under tariff models without a RAB; (2) are regulated under a RAB-based model but where the RAB may not accurately represent the invested capital on which the water utility will earn a return over time (e.g. because of ex-post rate-setting); or (3) where RAB may not be consistently available, we use Debt to Capitalisation.

Door Brattle is geen poging gedaan om de Nederlandse situatie in de berekening te betrekken. In tegenstelling tot de reguleringsperiode 2014-2015, heeft Brattle in het onderhavige advies de uitkomst niet getoetst aan de gearing van de Nederlandse situatie. De werkelijke gearing in de Nederlandse drinkwatersector is in onderstaande tabel weergegeven:

Waterbedrijf	Gearing ultimo 2013	Gearing ultimo 2016	Gearing ultimo 2018
Brabant Water	0,45	0,42	0,41
Dunea	0,67	0,67	0,62
Evides	0,59	0,57	0,56
Oasen	0,57	0,61	0,60
PWN	0,76	0,73	0,68
Vitens	0,74	0,72	0,70
Waterbedrijf Groningen	0,63	0,61	0,64
WMD	0,72	0,74	0,77
WML	0,70	0,66	0,65
Mediaan drinkwaterbedrijven	0,67	0,66	0,64
Advies Brattle (mediaan)	0,40	0,40	0,30

Uit bovenstaande tabel blijkt dat de solvabiliteit van de Nederlandse drinkwaterbedrijven in de praktijk op een veel lager niveau ligt dan waar Brattle van uit gaat en dat de solvabiliteit zich in de afgelopen jaren zeer gematigd heeft ontwikkeld.

Vewin stelt voor dat Brattle de gearing toetst aan die van de Nederlandse drinkwatersector.

Brattle ging in eerdere reguleringsrondes uit van obligatieleningen maar geeft nu aan te begrijpen dat drinkwatersector zich bancaire financiert en vindt op basis daarvan een liquiditeitspremie aannemelijk. Het is daarom bevreemdend dat Brattle vervolgens een gemiddelde neemt van generic industry bonds en de spread voor vergelijkbare peers. Verwacht zou worden dat Brattle daarbij een weging toepast van bijvoorbeeld 20-80 of 10-90.

3.3 'Small Firm Premium'

Brattle houdt in haar rapport geen rekening met een Small Firm Premium (SFP). De ACM stelde in voorgaande reguleringsronde ter onderbouwing dat een premieopslag voor kleinere bedrijven sinds de jaren tachtig niet meer is aangetoond. Dat klopt indien men uitgaat van de market bèta als enige risicofactor, wat een achterhaalde aanname is.

Dat betekent echter niet dat een dergelijke risicopremie sindsdien niet meer is aangetoond. Vewin verwijst daarvoor naar de rapporten van Ibbotson / Duff & Phelps, een overigens veelgebruikte bron voor de hoogte van deze premie. Voor de editie van 2014 zijn daarvoor analyses uitgevoerd door Prof. Erik Peek van de Erasmus Universiteit. Prof. Peek vat de literatuur over de SFP als volgt samen:

"Numerous studies analyzing US equity returns find that throughout the past decades, small capitalization ("small cap") shares have earned greater returns, on average, than large capitalization ("large cap") shares (see van Dijk (2011) for a review of these studies), suggesting that small firms have a higher cost of equity. In fact, these studies show that, depending on sample selection procedures, research period, and (sorting) methodology, the estimated monthly return difference between the largest cap and smallest cap shares may range from approximately 0.4 percent to almost 2.5 percent."

Ook in Buckley, Ross, Westerfield en Jaff (1988) wordt een SFP van niet minder dan 13,7% vastgesteld.

De aanwezigheid van een SFP wordt tegenwoordig niet meer alleen geassocieerd met de market bèta, maar meer met een relatief groter estimation risk en informatierisico omdat beleggingsanalisten voor kleinere ondernemingen veel minder aandacht hebben.

Nederlandse drinkwaterbedrijven zijn ten opzichte van de referentiegroep relatief klein. Daarom en vanwege de wetenschappelijk aangetoonde aanwezigheid van een SFP, vraagt Vewin om toepassing van een SFP op de drinkwatersector.

4. Berekening specifieke WACC-elementen door Brattle

Er worden door Brattle in haar rapport diverse (soms impliciete) keuzes gemaakt, die los staan van de vastgestelde methode en criteria en daarmee zelfs soms in strijd zijn. Daarnaast zijn deze keuzes soms subjectief en/of niet goed onderbouwd.

Vewin heeft op de volgende elementen van de WACC-berekeningen opmerkingen ten aanzien van de door Brattle in haar rapport gehanteerde parameters:

1. Marktrisico premie (MRP)
2. risicovrije rente
3. rente-opslag

4.1 Marktrisico premie (MRP)

Brattle kiest er bij de bepaling van de MRP voor om Oostenrijk buiten de berekening van de Eurozone gemiddelden te houden. Dit is niet consequent met de voorgaande reguleringsrondes. Bovendien bevreemdt het argument dat dit land na WOII een relatief hoog rendementscijfer kende en daardoor onbetrouwbaar is, aangezien er meerdere niet van de berekening uitgesloten landen in de Eurozone dezelfde economische consequenties van WOII kenden. Bovendien is de historische

MRP over een zeer lange historische tijdreeks gebaseerd en bevat ook periodes van economische neergang.

Brattle baseert de MRP (4,82%) op het gemiddelde van de arithmetische mean (rekenkundig gemiddelde) en de geometrische mean (meetkundig gemiddelde).

Het rekenkundig gemiddelde of aritmetisch gemiddelde is de som van een aantal getallen gedeeld door het aantal getallen. Het rekenkundig gemiddelde is een centrummaat en in de wiskunde en statistiek de meest gebruikelijke betekenis van een gemiddelde. Het rekenkundig gemiddelde wordt daarom ook wel gewoon het gemiddelde genoemd.

Het meetkundig gemiddelde of geometrisch gemiddelde van getallen wordt verkregen door de getallen met elkaar te vermenigvuldigen en vervolgens van het product de n-de-machtswortel te nemen. Het geometrisch gemiddelde wordt met name gebruikt om een relatieve verandering te wegen tussen grootheden met een afwijkende schaal.

De sector is van mening dat het rekenkundig volstaat voor het doel van de WACC-bepaling: een centrummaat van gemeten rendementen. De toegevoegde waarde van het meetkundig gemiddelde wordt voor dit doel door de sector niet gezien. Als gevolg hiervan de drinkwaterbedrijven van mening zijn dat de MRP slechts gebaseerd dient te worden op het rekenkundig gemiddelde van 6,19%.

4.2 Risicovrije rente

In artikel 5 van de Drinkwaterregeling (nadere uitwerking van artikel 10 uit de Drinkwaterwet) worden ten behoeve van de berekening van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet in lid a voor de risicovrije rente de volgende uitgangspunten gehanteerd: "De risicovrije rente wordt gebaseerd op een nominale Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar, aan de hand van het gemiddelde gerealiseerde rendement over de voorafgaande 2 jaren en de voorafgaande 5 jaren.

Brattle gaat in haar berekening van de risicovrije rente terecht uit van 10-jaars Nederlandse staatsobligaties. Onder invloed van het ECB-beleid zijn medio 2016 tijdelijk negatieve rentes ontstaan. **De banken hebben zich hiertegen gewapend door het instellen van zogenaamde 'zero floors'.** Hierdoor is het o.i. onterecht dat in de WACC rekening wordt gehouden met negatieve rentes, de drinkwaterbedrijven zijn immers niet in staat om hiervan te profiteren. De impact is voor deze reguleringsperiode weliswaar zeer gering, maar is mogelijk wel van materiële invloed op toekomstige reguleringsperiodes.

4.3 Rente-opslag

In artikel 5 van de drinkwaterregeling lid b worden voor de rente-opslag de volgende uitgangspunten gehanteerd:

De rente-opslag wordt gebaseerd op:

- de historische rente-opslag van een geschikte groep van ondernemingen met activiteiten die vergelijkbaar zijn met die van de drinkwaterbedrijven en met een vergelijkbare kredietwaardigheid;
- de gemiddelde historische rente-opslag op een index van obligaties van ondernemingen (uit diverse sectoren) met een vergelijkwaardige kredietwaardigheid.

De referentieperiode die hierbij wordt gehanteerd sluit zoveel mogelijk aan bij de periode die wordt gebruikt voor het bepalen van de risicovrije rente (zie toelichting Drinkwaterregeling).

In het rapport wordt vermeld dat de Nederlandse drinkwaterbedrijven relatief klein zijn, geen gebruik maken van obligaties en voor financiering voornamelijk zijn aangewezen op de banken. Brattle erkent terecht de (il)liquiditeitspremies waarmee kleinere bedrijven in de financiering van de bedrijfsactiviteiten worden geconfronteerd. Zonder duidelijke onderbouwing besluit Brattle desondanks de rente-opslag te bepalen op basis van een gemiddelde van de referentiegroep en het marktgemiddelde (de groep die geen last heeft van de illiquiditeit). De spread van de individual bonds is 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. Door dit wel te doen doet Brattle geen recht aan de financieringskosten van de Nederlandse drinkwaterbedrijven.

5. Overige opmerkingen

Brattle hanteert, bijvoorbeeld bij de bepaling van de MRP, de methodiek(keuzes) die binnen de ACM gebruikelijk is/zijn voor het berekenen van (elementen van de formule ter berekening van) de WACC. Deze ACM methodiek(keuzes) wordt/worden in het rapport van Brattle echter niet uitgewerkt en onderbouwd. De ontvangers van het rapport wordt daardoor de mogelijkheid ontnomen om deze methodiek(keuzes) te wegen, tot een afgewogen oordeel te komen en daarover een (compleet afgewogen) zienswijze te geven.