



WACC Drinkwater 2022-2023/2024

Reactie Vewin op het advies van The Brattle Group d.d. 9 augustus 2021

Van: Vewin
Aan: ACM en Ministerie van IenW
Datum: 3 september 2021

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. 9 augustus 2021.

Vewin heeft een aantal opmerkingen bij het advies van Brattle:

1. Aan Brattle is door de ACM, in opdracht van IenW, gevraagd om te adviseren over de WACC voor de komende reguleringsperiode gebaseerd op de huidige regelgeving voor de periode 2022-2023 én gebaseerd op de regelgeving die het resultaat is van de wijzigingen die momenteel in de regelgeving worden doorgevoerd voor de periode 2022-2024. Vewin gaat er van uit dat de wijzigingen tijdig, dat wil zeggen voor 1 november 2021, zijn geïmplementeerd en dat alleen het advies van Brattle over de WACC 2022-2024 relevant is.
2. De Nederlandse drinkwatersector staat op korte termijn voor grote investeringen om de kwaliteit en beschikbaarheid van het drinkwater te kunnen blijven garanderen. Daarvoor is regelgeving nodig die beter rekening houdt met de werkelijke financieringswereld waarmee de drinkwaterbedrijven moeten werken. En die ook rekening houdt met de werkelijke investeringsopgaven van de drinkwaterbedrijven. Het is verstandig om de WACC-regelgeving voor de drinkwatersector te onderwerpen aan een fundamentele herbeschouwing in het licht van de huidige omstandigheden en de investeringsopgave die voor ons ligt. De (meer technische) aanpassingen in de WACC-regelgeving in de Drinkwaterwet die nu voorliggen en door Brattle zijn betrokken bij de berekening van het WACC-percentage 2022-2024, bieden onvoldoende soelaas voor de problematiek van de drinkwaterbedrijven.
3. Brattle heeft, in strijd met de wetgeving, de toekomstgerichte marktrisico premie (MRP) niet betrokken in haar WACC-berekening. Daarnaast is de berekende MRP een onderschatting als gevolg van de gehanteerde methodiek, de total market return methodiek (TMR) geeft een realistischer uitkomst.
4. Brattle baseert de MRP (4,97%) op het gemiddelde van de 'arithmetic mean' (rekenkundig gemiddelde) en de 'geometric mean' (meetkundig gemiddelde). Het meetkundig gemiddelde wordt door de drinkwatersector 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 6,45%.
5. 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.
6. De door Brattle voorgestelde gearing van 47,15% is vastgesteld via een methode die voor een groot deel tegemoet komt aan de kritiek die Vewin in eerdere vaststellingsrondes had. Het bevreemdt echter dat Brattle niet kiest voor de werkelijke gearing van de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Het is onduidelijk waarom Brattle concludeert dat er inefficiënties zouden zijn die er toe dwingen de gearing lager dan het werkelijke niveau vast te stellen. Deze genormeerde vaststelling van de gearing is in strijd met de Drinkwaterwet die aan de (juridisch) eigenaar van het drinkwaterbedrijf het mandaat geeft om de vermogenspositie te bepalen.
7. 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.
8. In de berekening van de risicovrije rente wordt ten onrechte rekening gehouden met negatieve rentes. Door het hanteren van zero-floors door banken zijn de drinkwaterbedrijven niet in staat om te profiteren van deze negatieve rentes.
9. De rente-opslag is te laag berekend omdat onvoldoende rekening is gehouden met de specifieke omstandigheden waarin Nederlandse drinkwaterbedrijven opereren.

Inhoudsopgave

Samenvatting	2
Inhoudsopgave	3
1. Introductie	4
2. Strijdigheid met het wettelijk kader	5
3. Onvoldoende aansluiting bij de praktijkenmerken van de Nederlandse drinkwaterbedrijven	6
3.1 Algemene opslag voor de kostenvoet van het eigen vermogen	6
3.2 Specifieke financieringssituatie van de Nederlandse waterbedrijven	7
3.3 'Small Firm Premium'	8
4. Opmerkingen bij de berekening van specifieke WACC-elementen	9
4.1 Marktrisico premie (MRP)	9
4.2 Risicovrije rente	9
4.3 Rente-opslag	10
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. 9 augustus 2021. Het advies van Brattle is opgesteld in opdracht van de ACM, die de minister van IenW adviseert over de te hanteren WACC voor de drinkwatersector.

Aan Brattle is door de ACM, in opdracht van IenW, gevraagd om te adviseren over de WACC voor de komende reguleringsperiode gebaseerd op de huidige regelgeving voor de periode 2022-2023 én gebaseerd op de regelgeving die het resultaat is van de wijzigingen die momenteel in de regelgeving worden doorgevoerd voor de periode 2022-2024. Vewin gaat er van uit dat de wijzigingen tijdig, dat wil zeggen voor 1 november 2021, zijn geïmplementeerd en dat alleen het advies van Brattle over de WACC 2022-2024 relevant is.

Reden voor de wijzigingen in de regelgeving is dat bij de evaluatie van de Drinkwaterwet is geconstateerd 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. Vewin onderschrijft in algemene zin deze constatering.

Vewin herhaalt hier hetgeen in december 2020 is geschreven in een aan het Ministerie van IenW gestuurd position paper: "de Nederlandse drinkwatersector staat op korte termijn voor grote investeringen om de kwaliteit en beschikbaarheid van het drinkwater te kunnen blijven garanderen. Om aan de fors stijgende investeringsopgaven te kunnen voldoen, moeten de drinkwaterbedrijven meer inkomsten genereren mede gelet op de aanscherpingen van de (inter)nationale kapitaalmarkt. De huidige WACC-limiet, die bepaalt hoeveel vermogenskosten (eigen en vreemd vermogen) de drinkwaterbedrijven in hun tarieven mogen doorberekenen aan de klant, belemmert dat. Om de drinkwatervoorziening voor de toekomst veilig te stellen is regelgeving nodig die beter rekening houdt met de werkelijke financieringswereld waarmee de drinkwaterbedrijven moeten werken. En die ook rekening houdt met de werkelijke investeringsopgaven van de drinkwaterbedrijven: bij ongewijzigde WACC-regelgeving is de sector genoodzaakt om in de jaren 2022-2029 ca. €1,1 miljard netto minder te investeren - op een totaal investeringsbedrag van ca. €7 miljard - dan noodzakelijk is om de wettelijke taken en de leveringszekerheidsplicht van de drinkwaterbedrijven te garanderen. Er is een oplossing nodig die de drinkwaterbedrijven in staat stelt de investeringen te financieren. Vewin trekt uit deze analyse de conclusie dat het verstandig is om de WACC-regelgeving voor de drinkwatersector te onderwerpen aan een fundamentele herbeschouwing in het licht van de huidige omstandigheden en de investeringsopgave die voor ons ligt. (...) De (meer technische) aanpassingen in de WACC-regelgeving in de Drinkwaterwet die nu voorliggen [en die door Brattle in opdracht van ACM/IenW zijn betrokken bij de berekening van het WACC-percentage 2022-2024] bieden onvoldoende soelaas voor de problematiek van de drinkwaterbedrijven."

Vewin heeft voorts 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;
- Onvoldoende aansluiting bij de praktijkkenmerken van de Nederlandse drinkwaterbedrijven;
- Opmerkingen bij de berekening van specifieke WACC-elementen;
- Overige opmerkingen.

2. Strijdigheid met het wettelijk kader

In de Drinkwaterregeling is bepaald dat de marktrisicopremie (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. Brattle verwijst hierbij slechts naar de ACM methodologie¹, en gaat volledig voorbij aan de bepalingen van de Drinkwaterregeling.

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 eenduidig². Onder de aanname dat de volatiliteit van de marktportefeuille en de risico-aversie van beleggers gezien 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 voor het eigen vermogen bepaald door het gemiddelde van de afgelopen 2 en 5 jaar. Door de wettelijke bepaling dat de MRP naast historie (Brattle gebruikt hiervoor de data van Dimson, Marsh and Staunton (DMS) die een termijn van 120 jaar beslaan) 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 dat de huidige lage rente ertoe leidt dat de MRP hoger is dan gebruikelijk. Dit effect komt door het hanteren van significant afwijkende middelingsperiodes (120 jaar versus 2 en 5 jaar) zeer beperkt als een verhoging van de MRP tot uitdrukking, terwijl de voor de WACC berekening gehanteerde risico vrije rente wel sterk daalt. Brattle vermeldt in haar rapportage dat de ACM methodologie vereist dat aan de hand van verwachte ontwikkelingen zoals voorspeld in het Dividend Growth Model (DGM) wordt getoetst of op de historische rendementen gebaseerde MRP moet worden bijgesteld. Dit wordt gedaan aan de hand van 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. ACM erkent dat door de berekende MRP (4,97) naar boven af te ronden.

¹ "ERP should be based on a historical time-series of the excess return of stocks over long-term bonds for the Eurozone economies. Specifically, ACM has determined to use the simple average of the long-term arithmetic and geometric ERP for the Eurozone as the anchor for the ERP estimate. The ERP for individual countries in the Eurozone should be weighted using the current capitalization of each country's stock market."

² 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.

Op grond van de Drinkwaterregeling moeten toekomstverwachtingen worden meegewogen bij het schatten van de MRP, in plaats van de basis te vormen voor afronding.

De conclusie van Vewin is dat Brattle in strijd met de Drinkwaterregeling de toekomstgerichte MRP niet of onvoldoende betreft in de bepaling van de MRP.

Daarnaast bepaalt Brattle de Equity Risk Premium (ERP) direct op basis van de data van Dimson, Marsh en Staunton (DMS). Hierbij wordt alleen gekeken naar het verschil tussen opbrengsten van aandelen en van obligaties. In het CAPM model wordt de ERP als volgt berekend: $\text{Total Market Return (TMR)} - \text{RfR (Risk free rate)} = \text{ERP}$. Door ERP direct op basis van DMS data te bepalen wordt meer dan 100 jaar risicovrije rentes in de kosten van het eigen vermogen meegenomen. Dit terwijl het CAPM voorschrijft dat de kosten van het eigen vermogen bepaald dienen te worden op basis van de huidige risicovrije rente. In de formule voor de kosten van het eigen vermogen, $\text{RfR} + \beta * (\text{TMR} - \text{RfR})$, worden daarmee twee verschillende risicovrije rentes meegerekend. Brattle veronderstelt hiermee dat de ERP relatief stabiel blijft en daarmee ook voor toekomstige periodes kan worden gebruikt. Het verdient echter de voorkeur om de TMR direct te bepalen op basis van de DMS-data, omdat deze meer stabiel is dan de ERP. Brattle's stabiele ERP methode heeft als gevolg dat als de risk-free rate daalt, zoals nu al enkele jaren het geval is, de total market return (TMR) met hetzelfde bedrag omlaag gaat. Dit klopt echter niet, want de return on equity volgt niet de veranderingen in de risk free rate. De TMR is juist heel stabiel over de afgelopen jaren. In dit geval, als de risk free rate daalt, dan zou de ERP juist moeten toenemen als op basis van de formule $\text{TMR} = \text{ERP} + \text{RfR}$.

3. Onvoldoende aansluiting bij de praktijkkenmerken van de Nederlandse drinkwaterbedrijven

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 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 via aanpassing van de Drinkwaterwet en onderliggende regelgeving.

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", onvoldoende 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. De ILT constateert dit ook 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.

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

Ten behoeve van de afgelopen reguleringsrondes heeft Brattle sinds 2015 geadviseerd de gearing te verlagen van 50% naar 30% in de huidige reguleringsperiode. In de schriftelijke zienswijze van Vewin d.d. 12 juni 2015 en in de zienswijzen t.b.v. navolgende reguleringsperiodes, is beargumenteerd aangetoond dat de berekening mankementen vertoont en dat de gehanteerde gearing bovendien niet representatief is voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven. De Nederlandse drinkwaterbedrijven hebben financiering en een gearing die sterk afwijkt van de uitgangspunten en de uitkomsten die Brattle hanteert.

Voor de komende reguleringsperiode adviseert Brattle een gearing van 47,15% te hanteren. Brattle heeft ter bepaling hiervan de voorheen gehanteerde Amerikaanse peers nu buiten beschouwing gelaten omdat het verschil in regulering te groot is en heeft bovendien de vergelijkingsgroep sterk uitgebreid. De gearing is vervolgens gebaseerd op 4 Europese waterbedrijven³ en 6 Europese utilities. Tevens is hierbij in opdracht van de ACM/IenW gekeken of deze uitkomst wel overeenkomt met de situatie bij Nederlandse drinkwaterbedrijven. In het rapport van Brattle is aangegeven dat de gearing voor Nederlandse drinkwaterbedrijven varieert tussen de 35,8-70% en het gemiddelde uitkomt op 56%. De reden dat niet is gekozen voor een gearing van 56% is, aldus Brattle/ACM omdat bij de bepaling van de WACC wordt uitgegaan van een normatieve gearing en vanwege inefficiënties bij drinkwaterbedrijven.

Voorop gesteld moet worden dat de nu gehanteerde methode voor bepaling van de gearing voor een groot deel tegemoet komt aan de kritiek die Vewin in eerdere vaststellingsrondes had. In de zienswijze voor de reguleringsperiode 2020-2021 stelde Vewin: *"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."*

Hetgeen echter bevreemdt is dat Brattle niet kiest voor de werkelijke gearing van de Nederlandse drinkwaterbedrijven omdat er inefficiënties zouden zijn die ertoe dwingen de gearing op een lager niveau vast te stellen. Het is onduidelijk waar Brattle deze conclusie op baseert. Opgemerkt moet worden dat de efficiency van de Nederlandse drinkwaterbedrijven bewezen is geborgd via de verplichte en door de ILT uitgevoerde Prestatievergelijking drinkwaterbedrijven en de daarop gebaseerde verplichte Verbeterplannen die door de individuele drinkwaterbedrijven worden ingediend bij de minister van IenW. Brattle maakt bovendien niet duidelijk waarom de efficiëntie van de peergroup hoger zou zijn dan die van de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Brattle stelt als onderbouwing: *"Determining the gearing based on a sample of European network firms is more likely to yield an efficient level of gearing than using the actual gearing of the Dutch water*

³ Naar de mening van Vewin zou Athens Water Supply & Sewerage niet moeten worden meegenomen in de berekening van de gearing aangezien deze een gearing van 0,00% realiseert. Dit duidt er mogelijk op dat die onderneming op een andere, niet vergelijkbare, voet gereguleerd is, waarbij mogelijk geldt dat deze geen externe financiering mag aantrekken / volledig binnen de invloed van de aandeelhouders (overheid) moet blijven. Het bedrijf dient voor wat betreft de gearing derhalve buiten de peergroup worden gehouden, ook al is het effect op de hoogte van de berekende WACC nagenoeg nihil.

companies. If the ACM's WACC decision was based on the Dutch water companies actual gearing, in effect the companies would be able to pass through an inefficient capital structure to Dutch consumers. Looking at the gearing of other water companies and utilities is a reasonable way to determine the efficient capital structure for water distribution. In any case, at a 62% gearing a publicly owned Dutch water would still have an A rating."

Volgens Brattle maakt het niet veel uit of de gearing wordt genormeerd op 47% of 62% en dat ook met een gearing van 62% een A-rating behaald kan worden. Dit zou er derhalve ook voor kunnen pleiten om juist niet voor 47% te kiezen, die immers is gebaseerd op een heel kleine peergroep, maar voor de werkelijke gearing die immers binnen de bandbreedte van 47-62% past.

De interpretatie van Brattle/ACM dat sprake is van inefficiënties is niet alleen ongefundeerd en voorbijgaand aan de hiervoor genoemde waarborgen maar roept ook een vraag op die fundamenteeler is van aard. Bij de gearing introduceert Brattle/ACM namelijk een 'norm' vanuit haar opvatting over wat efficiënt gefinancierde drinkwaterbedrijven zouden zijn. De norm baseert Brattle/ACM op de waarneming dat deze gearing wordt gerealiseerd door volgens Brattle/ACM vergelijkbare bedrijven in andere Europese landen.

Vewin wijst er op dat voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven de Nederlandse Drinkwaterwet leidend is, waarin niet alleen sprake is van eerder genoemde waarborgen voor efficiency, maar bovenal sprake is van tarieftoezicht en waarin expliciet het mandaat voor de bepaling van de tarieven en bedrijfsvoering bij de juridisch eigenaar ligt. Hierdoor is het aan de eigenaar om de vermogenspositie van het drinkwaterbedrijf te bepalen.

Omdat door Brattle niet de werkelijke gearing van de Nederlandse drinkwaterbedrijven wordt gehanteerd in de bepaling van de WACC limiet, wordt de eigenaar door deze limitering in de richting geduwd van een andere vermogensopbouw die middels tarieven zal moeten worden verkregen. Het mandaat van de van de eigenaar wordt hierdoor ingeperkt, hetgeen in strijd is met de Drinkwaterwet.

Naar de mening van Vewin dient daarom niet de gearing van buitenlandse bedrijven als maatstaf te worden genomen, maar de gearing die wordt gerealiseerd door de Nederlandse drinkwaterbedrijven, gebaseerd op Nederlandse wetgeving.

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 markt 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. Opmerkingen bij de berekening van specifieke WACC-elementen

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 baseert de MRP (4,97%) op het gemiddelde van de arithmetisch mean (rekenkundig gemiddelde) en de geometrisch mean (meetkundig gemiddelde).

Het rekenkundig gemiddelde of arithmetisch 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 gemiddelde 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 zijn de drinkwaterbedrijven van mening dat de MRP slechts gebaseerd dient te worden op het rekenkundig gemiddelde van 6,45%.

4.2 Risicovrije rente

Brattle berekent de risicovrije renten volgens de vigerende regelgeving én volgens de nieuwe regelgeving die uitgaat van verschillende berekeningsmethodes voor vreemd en eigen vermogen. Bij het bepalen van de Risk-Free Rate is bij de bepaling van het gemiddelde door Brattle rekening gehouden met negatieve rentestanden, die zich met name vanaf mei 2019 hebben voorgedaan. Banken hebben zich hiertegen gewapend door het instellen van zogenaamde 'zero floors'. Bij het aantrekken van externe financiering wordt de negatieve rente niet altijd aan de klant doorgegeven en worden zero-floor bepalingen gehanteerd. Dat wil zeggen dat de rentebasis niet lager dan 0 kan zijn en de bank altijd minimaal de volledige spread ontvangt. Vewin is van mening dat deze praktijk moet doorwerken in de berekening van de risicovrije rente t.b.v. de WACC berekening, hetgeen betekent dat negatieve meetpunten naar 0% gecorrigeerd moeten worden, waardoor het gemiddelde stijgt en nooit lager dan 0% kan bedragen. Het is o.i. onterecht dat in de WACC rekening wordt gehouden met negatieve rentes aangezien de drinkwaterbedrijven veelal niet in staat zijn om hiervan te profiteren.

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 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. Hierdoor is zij niet transparant en zijn de werkwijze en gehanteerde redeneerlijnen op belangrijke onderdelen onduidelijk. De ontvangers van het rapport wordt daardoor de mogelijkheid ontnomen om inhoudelijk de gehanteerde redeneerlijnen te beoordelen, de methodiek(keuzes) te wegen, tot een afgewogen oordeel te komen en daarover een (compleet afgewogen) zienswijze te geven.