

Autoriteit Consument en Markt  
t.a.v de heer Tyronne Heerenveen  
Postbus 16326  
2500 BH Den Haag

Woerden, 28 juni 2019  
Our ref: W19b02/RT  
E-mail: [rt@vemw.nl](mailto:rt@vemw.nl)  
Doorkiesnr. 0348 48 43 50

Onderwerp: WACC drinkwater 2020-2021

Geachte heer Heerenveen,

Graag reageren wij als vertegenwoordiger van de zakelijke drinkwaterconsumenten op de conceptrapportage van The Brattle Group (d.d. 27 mei 2019) inzake de WACC voor drinkwaterbedrijven voor de periode 2020-2021. Deze reactie is mede gebaseerd op extern advies dat wij hebben ingewonnen.

Wij kunnen ons in grote lijnen vinden in het advies van Brattle. Hoewel wij van mening zijn dat het Brattle-rapport gedegen is, zijn we het op een enkel punt niet eens met het advies van Brattle. Wij zullen onze bevindingen hieronder weergeven en waar nodig toelichten.

- Uit de door ons gemaakte analyse resulteert een 2 jaars- en 5 jaars-**risicovrije rente** van 0,55%. Dit komt overeen met het advies van Brattle.
- De **rente-opslag** wordt gebaseerd op twee onderdelen: 1) de gemiddelde historische renteopslag op een index van obligaties van ondernemingen met een vergelijkbare kredietwaardigheid en 2) de historische renteopslag van een geschikte groep van ondernemingen met activiteiten die vergelijkbaar zijn met die van de drinkwaterbedrijven én met een vergelijkbare kredietwaardigheid. Voor het laatste onderdeel worden 2 methoden bekeken:
  - A. Ten eerste wordt gekeken naar het verschil tussen de risicovrije rente en de rente op een generieke obligatie-index bestaande uit Euro-schulden van utiliteitsbedrijven met een A-rating en (resterende) looptijd van 10 jaar
  - B. Ten tweede wordt gekeken naar het verschil tussen de risicovrije rente en de rente op specifieke uitstaande obligaties van individuele water- en netwerkbedrijven met een A-rating en (resterende) looptijd van 9-11 jaar

De door ons uitgevoerde berekeningen resulteren in een renteopslag van 0,72% en 0,66% voor respectievelijk methode 1 en methode 2A. Dit is in lijn met het advies van Brattle. Voor methode 2B hebben wij een steekproef uitgevoerd onder een vijftal bedrijfsobligaties uit

---

Hét kenniscentrum en dé belangenbehartiger voor zakelijke energie- en watergebruikers

Houttuinlaan 12  
3447 GM WOERDEN  
KvK Utrecht nr. 30147022

Telefoon 0348 48 43 50  
E-mail [kb@vemw.nl](mailto:kb@vemw.nl)  
Internet [www.vemw.nl](http://www.vemw.nl)

IBAN: NL20ABNA0551408340  
BICcode: ABNANL2A  
BTW nr. NL 0011.19.904.B01

Appendix B van het Brattle rapport. Deze steekproef leidt tot een met het Brattle-rapport vergelijkbare gemiddelde rente-opslag van 1,1% voor deze vijf obligaties. Op basis van deze steekproef achten wij het derhalve aannemelijk dat de door Brattle uitgevoerde analyse onder methode 2B deugdelijk is uitgevoerd en kan wat ons betreft de door hen berekende opslag van 1,16% worden gehanteerd.

- Naar aanleiding van de controles die wij hebben verricht met betrekking tot de samenstelling van de **referentiegroep** concluderen wij dat de sub-referentiegroep van Europese waterbedrijven geen belangrijke ondernemingen mist, alsook dat de individuele referentiebedrijven uit alle drie de sub-referentiegroepen op correcte wijze zijn beoordeeld op het afvallen of includeren in de referentiegroep door Brattle.
- Ten aanzien van de **asset bèta** hebben wij diverse controles uitgevoerd. Ten eerste hebben wij de asset bèta van 0,38 nagerekend gebruik makende van de inputvariabelen alsmede de methodiek conform het Brattle-rapport. Ook wij komen dan uit op een gewogen gemiddelde asset bèta van 0,38. Vervolgens hebben we de methodiek en de inputvariabelen getoetst op juistheid. De methodiek is in onze ogen juist. Echter de door ons berekende gearing (D/E) cijfers van de referentiebedrijven verschillen licht t.o.v. de gearing cijfers van Brattle, met een gemiddelde afwijking van 7 procentpunten, ondank het gebruik van dezelfde database, namelijk Bloomberg, alsmede dezelfde tijdsperiode, namelijk van Q2-2016 t/m Q1-2019. Indien wij onze eigen gearing (D/E) cijfers toepassen, valt de asset bèta 0,01 lager uit tot een niveau van 0,37 (omdat de mediane bèta van de netbeheerbedrijven alsook de waterbedrijven Europa daalt van 0,34 naar 0,32).
- Voor wat betreft de **marktrisicopremie** (MRP) zijn wij van mening dat de door Brattle gehanteerde (naar marktkapitalisatie van de Eurolanden gewogen gemiddelde) MRP van 4,82% op correcte wijze tot stand is gekomen.
- Brattle gebruikt voor het bepalen van de **gearing** een viertal referentiebedrijven met een credit rating tussen A- en A+. Deze selectie hebben wij gecontroleerd en is juist. Wij komen tot marginaal andere waardes voor de niet-afgeronde gearing. Deze blijken echter niet van invloed op de berekeningen te zijn, aangezien Brattle een op 30% afgeronde gearing hanteert (wegens het op 70% gemaximeerde eigen vermogen ten opzichte van totaal vermogen dat voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven geldt).

## Resumé

Wij kunnen ons in grote lijnen vinden in de bevindingen van Brattle. Op één punt echter hebben wij een afwijkende mening. Wij komen voor wat betreft de gearing (D/E) cijfers, die worden gebruikt voor het unleveren van de equity bèta's van de referentiebedrijven, gemiddeld genomen op hogere waardes. Daarbij hebben wij gebruik gemaakt van dezelfde database en tijdsperiode. Dit heeft tot gevolg dat de gewogen gemiddelde asset bèta lager uitvalt (0,37 i.p.v. 0,38) en daarmee ook de WACC. Uit door ons uitgevoerde berekeningen resulteert een WACC van 2,6% i.p.v. 2,7%. Wij zijn uiteraard graag bereid om de data die aan onze analyse ten grondslag liggen (Bron: JBR, 2019) aan de ACM te verstrekken en zullen deze als bijlage meesturen.

Uiteraard zijn wij graag bereid tot een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Namens Koninklijke VEMW

---

Hét kenniscentrum en dé belangenbehartiger voor zakelijke energie- en watergebruikers

Houttuinlaan 12  
3447 GM WOERDEN  
KvK Utrecht nr. 30147022

Telefoon 0348 48 43 50  
E-mail kb@vemw.nl  
Internet www.vemw.nl

IBAN: NL20ABNA0551408340  
BICcode: ABNANL2A  
BTW nr. NL 0011.19.904.B01



Roy Tummers

Directeur Water