

Regulering Drinkwater

Commentaar op voorgenomen regulering van de drinkwater sector en het rapport
'Estimating the cost of capital of the Dutch water companies' van Oxera.

In opdracht van de Vereniging voor Energie, Milieu en Water (VEMW), ten behoeve van
standpuntbepaling met Consumentenbond en Vereniging Eigen Huis.

Sirm - strategies in regulated markets



Den Haag, 22 maart 2011

MANAGEMENT SAMENVATTING

Het Ministerie van Infrastructuur en Milieu stel binnenkort de gewogen gemiddelde vermogenskostenvergoeding (WACC) voor de drinkwatersector vast. Oxera heeft daarvoor het rapport '*Estimating the cost of capital of the Dutch water companies*' gemaakt. Wij geven in dit document commentaar op dat rapport. Dit commentaar is gemaakt in opdracht van de Vereniging voor Energie, Milieu en Water (VEMW) ten behoeve van standpuntbepaling met Consumentenbond en Vereniging Eigen Huis.

De meeste beslissingen die Oxera in het rapport neemt, zijn lastig te herleiden en niet altijd zorgvuldig onderbouwd. De implicaties van de twee scenario's; 'Public ownership non taxpaying' en 'Private ownership taxpaying' zijn bovendien niet helder. Net als Oxera gaan we er vanuit dat de scenariokeuze geen impact heeft op de activabèta, de maat voor het ondernemersrisico.

De gereguleerde ondernemingen kunnen het doel voor kredietwaardigheid waarschijnlijk halen met een hoger aandeel vreemd vermogen en lagere risicopremie. De activabèta schatten wij lager in. Vooral door bedrijven uit de VS uit de vergelijkingsgroep te verwijderen.

We stellen voor om de uiteindelijke WACC onder het middelpunt van de onder- en bovengrens vast te stellen. Met deze aanpassingen komen we op een WACC van 5,1% voor het 'Public ownership non taxpaying' scenario en 4,4% voor het 'Private ownership taxpaying' scenario. Dat ligt respectievelijk 0,7 en 1,0% onder de door Oxera voorgestelde WACC.

We merken op dat het voorgenomen reguleringsregime waarschijnlijk niet tot sterke efficiëntieprikkels leidt. Het bevat zelfs een prikkel tot extra investeringen in activa, ook als die niet nuttig zijn ("gold plating"). Het Ministerie van I&M borgt onvoldoende dat de activawaarde wordt berekend op basis van de historische kosten zoals vastgelegd in de Drinkwaterwet. Daarvoor is aanpassing van de Drinkwaterregeling nodig, onder andere door regulatorische accounting regels op te nemen. Voorts raden we aan om de adviezen die het Ministerie van I&M van de NMa ontvangt, openbaar te maken.

Transparantie en verifieerbaarheid van de regulering zijn cruciaal voor zowel de consumenten als de gereguleerde ondernemingen.

INHOUDSOPGAVE

Management samenvatting.....	2
1 Introductie.....	4
2 Opmerkingen bij methode van reguleren.....	5
2.1 Ontbreken van regulatorische accounting regels.....	5
2.2 Prikkel tot ‘gold plating’.....	6
2.3 Bepaling van de activawaarde.....	6
2.4 Asymmetrische regulering.....	6
2.5 Adviezen van de NMa.....	6
2.6 Publiek of privaat aandeelhouderschap.....	7
3 Kosten voor eigen vermogen.....	9
3.1 Risicovrije rente.....	10
3.2 Marktrisico-opslag.....	10
3.3 Vergelijkingsgroep voor het bepalen van de activabèta.....	11
3.4 Conclusies voor de activabèta van de vergelijkingsgroep.....	13
4 Kosten vreemd vermogen.....	16
4.1 Risico-opslag.....	16
4.2 (resterende) looptijd van referentie leningen.....	18
4.3 Kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen.....	18
5 Gearing.....	19
5.1 Markt- of boekwaarde voor het bepalen van de gearing.....	19
5.2 Gearing voor Pr-T scenario.....	19
5.3 Gearing voor Pu-N scenario.....	20
6 Resultaat voor de WACC.....	21
6.1 Samenvatting van aangepaste parameters.....	21
6.2 Zwaartepunt in plaats van middelpunt.....	21
6.3 Berekening van de WACC.....	22

1 INTRODUCTIE

Het Ministerie van Infrastructuur en Milieu neemt binnenkort besluiten over de regulering van de drinkwaterbedrijven in Nederland. Onderdeel van de besluiten is het vaststellen van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet waarmee een deel van het tarief wordt berekend.

Deze notitie gaat in op de economische aspecten van de regulering. Eerst op de wet- en regelgeving waarin de methode van reguleren is vastgelegd en op de keuze tussen publiek of privaat eigendom (Hoofdstuk 2).

Vervolgens geven we commentaar op het rapport ‘Estimating the cost of capital of the Dutch water companies’ dat Oxera in opdracht van het Ministerie van Infrastructuur en Milieu heeft geschreven. Dat commentaar is verdeeld over drie hoofdstukken; de kosten voor eigen vermogen (Hoofdstuk 3), de kosten van vreemd vermogen (Hoofdstuk 4) en de het aandeel vreemd vermogen, de ‘gearing’ (Hoofdstuk 5).

Uiteindelijk berekenen we de impact van onze observaties op de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC). We stellen voor om voor het bepalen van de WACC niet het middelpunt maar een lager ‘zwaartepunt’ te gebruiken (Hoofdstuk 6).

We hebben gekozen voor een pragmatische aanpak waarbij niet wordt ingegaan op de meeste methodologische keuzes. Wellicht kunnen ook bij de onderwerpen die hier niet behandeld zijn, op- en aanmerkingen worden gemaakt.

2 OPMERKINGEN BIJ METHODE VAN REGULEREN

Een eerste inventarisatie van de relevante wet- en regelgeving levert enkele aandachtspunten voor de regulering van de drinkwatersector. Er zijn geen regulatorische accountingregels vastgesteld waardoor de activawaarde niet eenduidig kan worden vastgesteld (§2.1). De voorliggende methode van reguleren zet aan tot 'gold plating' omdat over alle activa een vermogenskostenvergoeding wordt opgenomen in de tarieven (§2.2). Het in de Drinkwaterwet vastgelegde principe van historische kostprijzen voor de activawaarde is niet correct uitgewerkt in de Drinkwaterregeling. Daarin wordt uitgegaan van de begrote activawaarde in plaats van de waarde van werkelijk aanwezige en benutte activa (§2.3).

De voorliggende regulering zet niet eenduidig aan tot efficiëntieverbetering. Er lijken mogelijkheden tot 'gaming' in het gekozen asymmetrische reguleringsstelsel te bestaan (§2.4). We raden aan om de adviezen die het Ministerie van I&M aan de NMa vraagt openbaar te maken. Dat bevordert transparante, voorspelbare en verifieerbare regulering (§2.5).

De beschrijving van de scenario's (Public ownership non-taxpaying en Private ownership taxpaying) zijn ons niet geheel duidelijk. Net als Oxera doet, maken we geen onderscheid in de activabèta voor de twee scenario's (§2.6).

2.1 ONTBREKEN VAN REGULATORISCHE ACCOUNTING REGELS

Eenduidige regulatorische accounting regels (RAR) zijn cruciaal voor regulering. Alleen met zorgvuldig samengestelde en correct gehanteerde RAR kunnen de prestaties van bedrijven vergeleken worden en kan het geïnvesteerde vermogen goed worden vastgesteld.

De algemene accountingregels zijn daarvoor te ruim. Er zijn regels nodig voor het splitsen van gereguleerde en niet-gereguleerde kosten en activa. Voor de gereguleerde activiteiten zijn bovendien regels nodig voor bijvoorbeeld het toerekenen van overhead naar de gereguleerde bedrijfsonderdelen, het activeren van projectkosten voor investeringen en voor de afschrijvingstermijn per type actief. Bij de regulering van de elektriciteit- en gasnetten zijn RAR laat ingevoerd wat heeft geleid tot veel onduidelijkheid.

Het Ministerie van I&M zou een basis voor RAR moeten leggen in de Drinkwaterregeling. Alleen dan kan worden voldaan aan de bepaling in de Drinkwaterwet (Artikel 11, lid 4) dat de activawaarde wordt bepaald met de historische kostprijsmethode.

2.2 PRIKKEL TOT 'GOLD PLATING'

De gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet wordt vermenigvuldigd met de activawaarde om een deel van het tarief te bepalen. Dit geeft een prikkel om overdreven veel in activa te investeren (in de reguleringseconomie bekend als 'gold plating'). Iedere investering wordt immers terugverdiend middels de WACC x activawaarde. Deze prikkel tot 'gold plating' is ook sterk omdat de hoeveelheid activa niet is beperkt en er bovendien geen RAR zijn die bepalen welke activa gereguleerd zijn en welke niet.

2.3 BEPALING VAN DE ACTIVAWAARDE

Volgens de Drinkwaterwet wordt de activawaarde bepaald met de historische kostprijsmethode (Artikel 11, lid 4 Drinkwaterwet). In de Drinkwaterregeling staat echter dat de activawaarde is gebaseerd op de begroting (6.1 lid 2 Drinkwaterregeling). Dat strookt niet met de historische kostprijsmethode. Bovendien versterkt het de prikkel tot 'gold plating'. Immers, de activa hoeven alleen begroot en niet eens benut te worden. Er is dus een prikkel om ruim te begroten ook omdat de begroting niet hoeft te worden goedgekeurd.

2.4 ASYMMETRISCHE REGULERING

Als tarieven te hoog zijn vastgesteld, wordt daarvoor in toekomstige periodes gecorrigeerd. Te lage inkomsten worden gedragen door het waterleidingbedrijf. Dit kan leiden tot het in stand houden van (gemaskeerde) inefficiëntie ('slack') zodat je zonder al te veel moeite een eventuele tariefverlaging kunt opvangen. Alle efficiëntieverbetering leidt tot een hoger rendement op geïnvesteerd vermogen. Dat wordt één op één doorgegeven aan de toekomstige gebruikers van water. Voor het management is er dus *nauwelijks tot geen* prikkel om efficiënter te worden (naast 'naming & shaming'). Bovendien is er geen direct verband tussen de uitkomsten van de benchmark op operationele kosten en de hoogte van de tarieven.

2.5 ADVIEZEN VAN DE NMA

Het Ministerie van I&M kan advies vragen aan de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) (Artikel 8a, Drinkwaterbesluit). Wij bevelen aan om deze adviezen openbaar te maken (voor zover niet bedrijfsvertrouwelijk). De NMa heeft al jaren ervaring met het reguleren van vergelijkbare sectoren. De lessen die daaruit getrokken zijn, zouden ten goede moeten komen aan de Nederlandse drinkwatersector. Door de adviezen openbaar te

maken wordt voor consumenten en gereguleerde bedrijven duidelijk welke adviezen het Ministerie van I&M wel en niet overneemt.

2.6 PUBLIEK OF PRIVAAT AANDEELHOUDERSCHAP

Oxera heeft twee scenario's voor de regulering uitgewerkt:

- 'Publicly owned and non-taxpaying' (hierna: Pu-N). Waterleidingbedrijven zijn publiek eigendom en betalen geen belasting.
- 'Privately owned and taxpaying' (hierna: Pr-T). Waterleidingbedrijven worden gezien als private bedrijven en betalen vennootschapsbelasting.

Volgens Sirm is deze benaming verwarrend. In het scenario Pr-T kunnen alle aandelen van het waterbedrijf in handen zijn van overheden. Dit is bijvoorbeeld het geval bij elektriciteit- en gasnetbeheerders.

Het werkelijke verschil tussen de twee scenario's is of de overheden die eigenaar zijn impliciet of expliciet garanties geven aan de verschaffers van vreemd vermogen. Oxera gaat er van uit dat dat in het Pu-N scenario het geval is. In dit commentaar op het rapport van Oxera wordt wel verder gewerkt met de terminologie van Oxera.

Het Ministerie van I&M moet de keuze tussen de scenario's Pu-N en Pr-T nog maken. Oxera gaat er vanuit dat die keuze geen impact heeft op de activabèta. De bedrijfsrisico's van de sector drinkwater veranderen immers niet met het Pu-N of Pr-T scenario.

Zowel in het Pu-N als in het Pr-T scenario kan het waterbedrijf dividend uitkeren. De eigenaren krijgen dan een vergoeding voor het verschaffen van eigen vermogen. Het daadwerkelijke dividendbeleid van de waterbedrijven verschilt. Sommige bedrijven hebben de laatste jaren wel, anderen geen dividend uitgekeerd. Het beleid om al dan niet dividend uit te keren kan veranderen. Mogelijke redenen daarvoor zijn het overschrijden van de maximumsolvabiliteit, andere eisen van de eigenaar aan het waterbedrijf of een periode met relatief weinig groei van de activa. De overheden die eigenaar zijn van het waterbedrijf kunnen het dividend gebruiken voor doelen die waarschijnlijk anders zijn dan de doelen van een private eigenaar. De regulering is erop gericht dat bedrijven die daadwerkelijk dividend uitkeren zich beperken tot een redelijke vergoeding van vermogenskosten.

In beide scenario's kan de eigenaar dus dividend ontvangen. Het maakt niet uit of dat de laatste jaren wel of niet is gebeurd, wat de eigenaar met het dividend doet en of die eigenaar een overheid is of niet. Daarom wordt geen onderscheid gemaakt in de activabèta in beide scenario's.

Het Pr-T scenario sluit het meest aan bij de situatie voor de elektriciteit- en gasnetten. Deze door de NMa gereguleerde netbeheerders zijn privaatrechtelijk zelfstandige bedrijven die belasting betalen. Zij zijn wel in eigendom van de overheid, net als de drinkwaterbedrijven.

Waarin de scenario's volgens Oxera wel verschillen is dat er in het Pu-N scenario vanuit wordt gegaan dat de eigenaars im-of expliciete garanties geven aan verschafters van vreemd vermogen. Dat leidt er toe dat het doel voor de kredietwaardigheid behaald kan worden met hogere gearing en lagere risico-opslag.

3 KOSTEN VOOR EIGEN VERMOGEN

Wij schatten dat de activabèta voor de drinkwatersector tussen 0,18 en 0,27 ligt. Dat is lager dan de schatting van Oxera van 0,24 tot 0,41. Die schatting baseren we op de gegevens uit het rapport van Oxera en hieronder staande argumenten die in dit hoofdstuk verder worden uitgewerkt.

In dit commentaar wordt summier ingegaan op de bepaling van de algemene parameters voor de gemiddelde vermogenskostenvoet. Dat zijn de marktrisico-opslag en de risicovrije rente. Deze parameters gelden voor de hele economie. Oxera volgt op instructie van het Ministerie van I&M de meest recente besluiten van de NMa. We geven hier enkel opmerkingen die nu opvallen in verband met de regulering van de watersector:

- De methode van vaststelling van de risicovrije rente en toepassing van de risicovrije rente in de bepaling van de WACC kan leiden tot te hoge tarieven. De risicovrije rente kan ook worden gezien als een parameter met nacalculatie (§3.1).
- De marktrisico-opslag dient niet boven het middelpunt van de schattingen te worden vastgesteld zoals gesuggereerd door Oxera (§3.2).

De manier waarop Oxera de activabèta schat is niet transparant en wordt bovendien niet consistent toegepast:

- De totstandkoming van de vergelijkingsgroep is niet te verifiëren. Er is meer informatie nodig over de beslissingen die Oxera maakt, bijvoorbeeld over gearing, liquiditeit en omvang van de geselecteerde bedrijven. Bovendien horen drie geselecteerde bedrijven in ieder geval niet thuis in de vergelijkingsgroep. Daarnaast dienen bedrijven uit de VS uit de vergelijkingsgroep verwijderd te worden omdat hun activabèta systematisch hoger is (§3.3).
- De activabèta uit de vergelijkingsgroep is waarschijnlijk een overschatting van de activabèta voor de Nederlandse drinkwatersector. De bedrijven in de selectiegroep hebben namelijk ook niet gereguleerde activiteiten. Hun gereguleerde activiteiten kennen door de manier van reguleren waarschijnlijk een iets hoger bedrijfsrisico dan de Nederlandse drinkwatersector. Dat geldt ook voor de drie meest vergelijkbare bedrijven (waterbedrijven uit het VK) (§3.4).

3.1 RISICOVRIJE RENTE

3.1.1 Marktwaarde risicovrije rente

Volgens Oxera (5.1.1) hebben regulators de afgelopen tijd de risk-free rate substantieel boven de marktwaarde vastgesteld. Daarmee willen regulators rekening houden met de volatiliteit van de markt vanwege de economische crisis. Door iets te hoge risico vrije rente vast te stellen, kunnen de gereguleerde bedrijven in ieder geval kapitaal aan trekken. Volgens Oxera is deze 'headroom' substantieel. Dit houdt in dat consumenten te veel betalen.

Het Ministerie van I&M kan dit voorkomen met nacalculatie voor de risico vrije rente. Onvoorziene stijgingen en/of dalingen van de risico vrije rente kunnen in een volgende reguleringsperiode worden gecorrigeerd. Investeerders krijgen dan zekerheid en consumenten betalen niet te veel.

3.1.2 Basis voor de risicovrije rente

De drinkwaterregeling (Artikel 5.1 lid 2) stelt dat de risicovrije rente wordt bepaald op basis van nominale Nederlandse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar, waarbij het gemiddelde gerealiseerde rendement over de laatste twee tot vijf jaar wordt genomen.

Het zou logischer zijn om aan te sluiten bij het natuurlijke ritme van financiering van de sector die gereguleerd wordt. Dat kan een mix zijn van korte en langere looptijden. Indien niet aangesloten wordt bij een voor de sector gebruikelijke waarde, moet daar een zorgvuldige afweging van de regulator aan ten grondslag liggen.

3.2 MARKTRISICO-OPSLAG

Volgens de Drinkwaterregeling (Artikel 5.1 lid 5) wordt de marktrisico-opslag gebaseerd op zowel historisch gerealiseerde rendementen als verwachtingen voor toekomstige rendementen.

De bandbreedte die Oxera kiest voor de marktrisico-opslag is gelijk aan de door NMa meest recent gebruikte bandbreedte van de marktrisico-opslag van 4,0 tot 6,0%¹. Oxera suggereert een waarde boven het middelpunt te kiezen. Diverse observaties van Oxera zelf en eerdere studies wijzen juist op het tegenovergestelde:

- Het valt op dat de NMa de marktrisico-opslag hoger inschat dan de Ofgem, Ofcom en CAA. Volgens Ofgem (2011, geciteerd door Oxera) is de marktrisico-opslag nu

¹ Methodebesluit regulering TenneT 2010, NMa.

wellicht iets hoger vanwege de financiële crisis. Als dat al zo is, heeft de NMa dat dus al meegenomen door de hogere waardes (4,0 tot 6,0% in besluiten van de NMa versus 3,0 tot 5,0% in besluiten van de meeste Engelse regulators).

- Frontier Economics stelde eerder in opdracht van de NMa² over het gebruik van het rekenkundig of geometrische gemiddelde: “... As a result, it is sensible to take account of both arithmetic and geometric means in forming a view of the appropriate EPR.” Oxera neemt alleen het rekenkundig gemiddelde mee en overschat daarmee de marktrisico-opslag.
- De verwachtingen voor toekomstige rendementen zijn volgens Oxera gemiddeld 5,0%³. Dit is gebaseerd op onderzoeken uit 2009 en 2010. Frontier rapporteerde eerder over vergelijkbare onderzoeken uit 2000, 2001 en 1998 een waarde van 5,0 tot 6,0%. De verwachte waarde van de marktrisico-opslag is dus niet noemenswaardig toegenomen.

De suggestie van Oxera om de waarde voor de marktrisico-opslag boven het middelpunt te kiezen zijn dus niet consistent en onnodig. De waarde kan juist onder het middelpunt worden vastgesteld.

3.3 VERGELIJKINGSGROEP VOOR HET BEPALEN VAN DE ACTIVABÈTA

De selectie van vergelijkbare bedrijven is niet transparant uitgevoerd (§3.3.1). De vergelijkingsgroep wijkt op veel karakteristieken af van de te reguleren ondernemingen en is niet compleet. Drie bedrijven in de vergelijkingsgroep zijn niet vergelijkbaar met gereguleerde waterbedrijven en dienen uit de groep verwijderd te worden (§3.3.2). Ook de impact van de gearing (§3.3.3), van de liquiditeit van de aandelen (§3.3.4) en van de omvang van de bedrijven (§3.3.5) in de vergelijkingsgroep is niet duidelijk. Gemaakte keuzes zijn niet onderbouwd. Bovendien leidt het meenemen van Amerikaanse bedrijven tot overschatting van de activa bèta (§3.3.6).

3.3.1 Transparantie van selectie voor de vergelijkingsgroep

De selectie van de bedrijven voor de vergelijkingsgroep is niet transparant. Oxera geeft enkel de selectiecriteria op hoofdlijnen. Welke van de meer dan 360 bedrijven in welke stap op basis van de toepassing van welk criterium afvallen en wat de impact daarvan is, is niet weergegeven.

² Frontier Economics - “The cost of capital for TenneT – A report for DTe”, maart 2006

³ Gemiddelde van waardes in table 5.4 (Welch 2009 genomen als 5,5)

De selectie is niet transparant en dus voor consumenten niet te controleren. Voorspelbaarheid, transparantie en verifieerbaarheid van de beslissingen van de regulator zijn juist cruciaal voor een goed investeringsklimaat. I&M dient van Oxera te eisen dat ze de lijst met relevante eigenschappen van de bedrijven in alle stappen van het selectieproces publiceert.

3.3.2 Onterecht opgenomen bedrijven in de vergelijkingsgroep

Van drie bedrijven blijkt bij nadere inspectie dat het vreemd is dat ze zijn opgenomen in de vergelijkingsgroep:

- Gas Natural – Volgens Oxera een bedrijf uit de VS. Wij konden alleen een Spaans bedrijf met de naam Gas Natural vinden. Bijna een derde van de activiteiten van dit bedrijf zijn in Latijns Amerika (Argentinië, Brazilië, Colombia en Mexico). Het is ons niet bekend hoe bedrijven daar gereguleerd worden. Bovendien is de activabèta van -0,01 een duidelijke uitbijter⁴.
- SJW Corp – Dit bedrijf heeft een bedrijfseenheid 'Real Estate Services' met sterke fluctuaties in het resultaat over de laatste jaren. Dit kan een deel van de relatief hoge activabèta verklaren⁵.
- Poweo – Dit Franse bedrijf levert vooral elektriciteit. Slechts 13% van de omzet komt uit omzet vanwege transportkosten⁶.

Zonder deze drie bedrijven veranderen de gemiddelde activabèta's overigens nauwelijks. Ze zijn 0,24 voor de ruwe activabèta en 0,34 voor de Blume-aangepaste activabèta. Misschien zijn ten onrechte wel vergelijkbare bedrijven niet in de vergelijkingsgroep opgenomen. Deze stappen moeten verifieerbaar zijn.

3.3.3 Gearing van bedrijven in de vergelijkingsgroep

Bedrijven met hoge gearing zijn niet meegenomen. Dit terwijl de combinatie van hoge gearing met investment grade rating juist het meest vergelijkbaar is met de Nederlandse watersector. Het is nu niet duidelijk welke bedrijven er afvallen omdat ze een te hoge gearing zouden hebben. Daarnaast is onderzoek nodig of de combinatie van hoge gearing en minstens een rating van A ook buiten Nederland voorkomt.

3.3.4 Liquiditeit van aandelen van bedrijven in vergelijkingsgroep

Bedrijven die op minder dan 90% van de beursdagen zijn verhandeld, zijn niet meegenomen. Bedrijven in deze groep zouden juist wel de meest stabiele bedrijven in de grotere vergelijkingsgroep kunnen zijn. Wederom is niet duidelijk hoeveel bedrijven het

⁴ Gas Natural, jaarverslag 2009.

⁵ SJW Corp – 10K form, 1 maart 2011.

⁶ Poweo – Jaarverslag 2009.

betreft, welke dat zijn, wat hun activabèta's zijn. Ook is niet onderbouwd waarom de grens op 90% ligt. Het is niet duidelijk wanneer illiquiditeit van een aandeel een significante impact op de schatting van de activabèta heeft. Wellicht zijn de minder frequent verhandelde aandelen juist de meest stabiele beursfondsen met een relatief lage bèta.

3.3.5 Omvang van bedrijven in de vergelijkingsgroep

Bedrijven met lagere omzet dan het kleinste Nederlandse waterbedrijf zijn niet meegenomen. Bedrijven met hogere omzet wel. Hierdoor is dit selectie criterium asymmetrisch.

Van de 25 bedrijven in de vergelijkingsgroep zijn er 21 groter dan het grootste Nederlandse waterbedrijf (Vitens). Vier bedrijven uit de vergelijkingsgroep zijn zelfs 10 maal zo groot. De omzet van de vergelijkingsgroep is gemiddeld €2.450 miljoen met zelfs twee bedrijven met een omzet van €15 miljard. Voor de Nederlandse bedrijven is dat €145 miljoen. Oxera dient aan te geven hoeveel kleine bedrijven er uit de vergelijkingsgroep zijn verwijderd en wat de impact daarvan op de bèta is.

3.3.6 Bedrijven uit de VS

Volgens de Drinkwaterregeling wordt de bèta bepaald op basis van beursgenoteerde ondernemingen met vergelijkbare activiteiten. Een belangrijk onderdeel van het vergelijkbaar zijn van de activiteiten is de methode van reguleren. Die is voor de Europese elektriciteit- en gasnetbeheerders redelijk uniform. Ook de regulering in Australië en Canada is meer vergelijkbaar met die in Europa dan die in de VS. In de VS is de regulering anders dan in Europa. Dit is een mogelijke verklaring voor de hogere activabèta van Amerikaanse bedrijven. Bij het vaststellen van de activabèta voor de Nederlandse drinkwatersector moet daar rekening mee worden gehouden.

Bij de schatting van de activabèta moeten deze waarden dus niet worden meegenomen. De gemiddelde activabèta van bedrijven uit de vergelijkingsgroep die niet uit de VS komen⁷ is 0,18 voor de ruwe activabèta tot 0,30 voor de activabèta met Blumecorrectie. Voor de bedrijven uit de VS is dat respectievelijk 0,30 tot 0,39.

3.4 CONCLUSIES VOOR DE ACTIVABÈTA VAN DE VERGELIJKINGSGROEP

Er is dus veel aan- en op- te merken op de samenstelling van de vergelijkingsgroep. Aangezien alleen de gegevens in het Oxera rapport voorhanden zijn, werken we in dit commentaar wel verder met bedrijven uit de vergelijkingsgroep van Oxera.

⁷ Voor deze berekening is National Grid (60% van de omzet uit de VS) bij de VS-groep gevoegd.

De activabèta schatten we tussen 0,18 en 0,27. Daarbij houden we rekening met de impact van het aandeel van niet gereguleerde activiteiten (§3.4.1), de methode van reguleren (§3.4.2) en de meest vergelijkbare bedrijven (§3.4.3).

3.4.1 Aandeel van niet gereguleerde activiteiten.

In stap drie van het selectieproces zijn sterk gediversifieerde bedrijven en bedrijven waarvan de belangrijkste activiteit niet gereguleerd is, uit de groep verwijderd. Wederom is niet duidelijk welke bedrijven dat zijn. Veel van de resterende bedrijven hebben niet gereguleerde activiteiten.

Uit regressieanalyse van activabèta's met het aandeel van gereguleerde activiteiten is eerder gebleken dat de activabèta van een bedrijf met alleen gereguleerde activiteiten lager is dan van een bedrijf met ook niet-gereguleerde activiteiten⁸. De regressies leverden een schatting van 0,20 en 0,14 voor de activabèta. De te bepalen WACC is van toepassing op de gereguleerde activiteiten. Dus de activabèta is lager dan de gemiddelde waarde van de activabèta van bedrijven die ook niet gereguleerde activiteiten kennen. In de meeste gevallen is dat ook logisch. De niet-gereguleerde activiteiten van de bedrijven in de vergelijkingsgroep zijn veelal de opwekking van elektriciteit en de handel in elektriciteit en gas. De bedrijfsrisico's van die activiteiten is groter dan die van de gereguleerde netten. Oxera zou juist de informatie over de in stap 3 uitgeselecteerde bedrijven ook moeten meenemen zodat een regressieanalyse gedaan kan worden.

Gemiddeld is de omzet uit gereguleerde activiteiten in de vergelijkingsgroep 85%. Dit varieert van 42% voor Pennon tot 100% voor bijvoorbeeld Elia. Ook de Nederlandse waterbedrijven zijn gediversifieerd. Maar de gereguleerde tarieven worden enkel voor de voorziening van drinkwater vastgesteld. De gemiddelde activabèta uit de vergelijkingsgroep is dus een overschatting van de activabèta voor de te reguleren activiteiten. Oxera geeft dit ook als mogelijke reden voor de hoge activabèta van twee Amerikaanse waterbedrijven.

3.4.2 Methode van reguleren

Er is geen informatie opgenomen over het reguleringsregime waaronder de bedrijven in de vergelijkingsgroep hun werkzaamheden verrichten. Dit heeft impact op de ondernemersrisico's.

⁸ McKinsey & Company in opdracht van TenneT, "Determining the appropriate WACC for NorNed investment", juni 2004. Gupta Strategists in opdracht van VEMW, "Reactie op consultatiedocument vermogenskostenvergoeding regionale netbeheerders", 2006. De spreiding in aandeel van gereguleerde activiteiten voor de bedrijven in de vergelijkingsgroep is laag. Dat leidt niet tot een significante schatting voor de correlatie van de activabèta met het aandeel van gereguleerde activiteiten.

Elektriciteit- en gasnetbeheerders hebben beduidend minder vrijheid dan de waterbedrijven om hun tarieven vast te stellen. Zij worden afgerekend op efficiënte inzet van operationele kosten en vermogenskosten. Hun activabèta is waarschijnlijk een overschatting van de activabèta voor waterbedrijven.

3.4.3 Meest vergelijkbare bedrijven

Er zijn drie waterbedrijven uit het VK. Hun gemiddelde activabèta's zijn 0,19 (ruw) en 0,27 (Blume). Dat is waarschijnlijk een overschatting van de activabèta voor de gereguleerde activiteiten en daarbovenop nog een overschatting als maat voor de bedrijfsrisico's van Nederlandse waterbedrijven:

- De bedrijven hebben ook niet gereguleerde activiteiten die waarschijnlijk een hoger bedrijfsrisico kennen. Dat verhoogt de activabèta waarschijnlijk⁹:
 - Pennon haalt 42% van de omzet uit het segment 'water en sewerage'. De bijbehorende activiteiten van de dochtermaatschappij South West Water Ltd worden gereguleerd door Ofwat. De overige omzet komt uit 'waste treatment, recycling and renewable energy services' van de dochter Viridor Ltd.
 - Northumbrian Water haalt ongeveer 93% van de omzet uit het segment 'Northumbrian Water Ltd'. In het jaarverslag wordt opgemerkt dat daar ook niet gereguleerde activiteiten onder vallen. De overige activiteiten zijn 'water and waste water contracts' en 'other'.
 - Severn Trent behaalt 81% van de omzet uit het segment 'Severn Trent Water'. Het andere segment, 'Severn Trent Services' levert diensten aan andere waterbedrijven en afvalwaterverwerkers waaronder nutsbedrijven, gemeentes en commerciële bedrijven.
- In het VK worden de waterbedrijven strenger gereguleerd dan in de voorgenomen regulering in Nederland. Hun tarieven worden door de toezichthouder, Ofwat, vastgesteld op basis van hun efficiëntiescore. De bedrijfsrisico's zijn dus hoger dan in Nederland.

⁹ Informatie uit meest recente jaarverslagen van bedrijven.

4 KOSTEN VREEMD VERMOGEN

Op basis van de gegevens van Oxera schatten wij de risico-opslag voor het Pu-N scenario gelijk in als Oxera. Voor het Pr-T scenario schatten we een lagere risico-opslag van 79 tot 139 basispunten in plaats van 123 tot 172 basispunten.

Dit volgt uit consequent toepassen van het doel van kredietwaardigheid – volgens Oxera een AA rating - en gebruik van gegevens over werkelijk vergelijkbare bedrijven (§4.1). Overigens is ook hier de selectie van de vergelijkingsgroep niet transparant. Het is bovendien niet duidelijk of de keuze voor 8 tot 13 jaar resterende looptijd relevant is (§4.2).

De kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen kunnen volgen uit rapportage van de bedrijven zelf. Wij stellen voor de bedrijven hiertoe aan te zetten door een lage waarde te hanteren (§4.3).

4.1 RISICO-OPSLAG

Volgens Oxera is de risico-opslag vergeleken met de gerealiseerde kosten voor vreemd vermogen van de waterbedrijven. Informatie hierover ontbreekt. Transparantie over de gehanteerde methode van vergelijking en over de gegevens is cruciaal voor goed toezicht.

Er zijn vier waarden voor de risico-opslag bepaald. Dat is niet steeds consistent uitgevoerd wat kan leiden tot te hoge risico-opslag en daarmee tot te hoge tarieven voor consumenten van drinkwater.

4.1.1 Bovengrens Pr-T scenario

De bovengrens voor het Pr-T scenario is gebaseerd op de obligaties die door volgens Oxera door vergelijkbare bedrijven zijn uitgegeven. De gehanteerde methode kan leiden tot een te hoge risico-opslag:

- Volgens Oxera is de risico-opslag voor bedrijven van buiten de VS 65 bp lager dan in de VS. Toch zijn bedrijven uit de VS meegenomen. Voor de bonds met maturity 8-13 jaar is de gemiddelde risico-opslag 172 bp. Exclusief de bedrijven uit de VS is dat 149 bp.
- Volgens Oxera is de doelrating minstens A. Dan zouden ook de bedrijven uit de vergelijkingsgroep daaraan moeten voldoen. Dat is nu echter niet het geval. De meeste bedrijven die gebruikt zijn voor het bepalen van de risico-opslag hebben een rating lager dan A. Correctie hiervoor leidt tot een bovengrens van 168 tot 99 bp.

- De risico-opslag voor de twee bonds met rating A of hoger en tussen de 8 en 13 jaren resterende looptijd (tabel 4.2) is 168. Eén van de twee bonds komt uit de VS. Omdat die een rating heeft van A+, nemen we die hier wel mee.
- Volgens tabel 4.1 is het verschil tussen obligaties met BBB en A rating – 100 bp. De gemiddelde risico-opslag voor de 6 obligaties van 3 bedrijven met een BBB+ rating is volgens Oxera 149 bp. Onder de conservatieve aanname dat het verschil tussen een BBB+ en A rating 50 bp is, volgt een risico-opslag van 99 bp voor obligaties van waterbedrijven met een A-rating.

Bovenstaande drie schattingen voor de bovengrens (149, 168 en 99bp) leiden tot een gemiddelde bovengrens van 139 bp.

4.1.2 Ondergrens risico-opslag – Pr-T scenario

Volgens Oxera is de doelrating in A tot AA¹⁰. Dan dient de ondergrens voor de risico-opslag te worden vastgesteld op de best mogelijke doelrating. Uit tabel 4.1 volgt dan een ondergrens van 79 bp in plaats van 123 bp.

4.1.3 Bovengrens risico-opslag – Pu-N scenario

Oxera gebruikt de risico-opslag bij een A-rating als bovengrens voor het scenario met publiek eigendom. Als blijkt dat de werkelijke rating van de Nederlandse drinkwaterbedrijven hoger is omdat zij profiteren van im- of expliciete garanties van de eigenaren, dan dienen de consumenten van drinkwater daar ook van te profiteren. De risico-opslag moet in dat geval niet worden vastgesteld op basis van de doelrating in de Drinkwaterregeling, maar op de hogere werkelijke waarde.

Dit houdt in dat de te hanteren waarde voor de risico-opslag in dit scenario dichterbij de onder- dan de bovengrens zal liggen.

4.1.4 Ondergrens risico-opslag – Pu-N scenario

Oxera gebruikt de risico-opslag bij een AA-rating als ondergrens. Dit lijkt een logische keuze voor een drinkwaterbedrijf met garanties van overheden. Het moet uiteraard wel stroken met de werkelijke risico's die financiers van drinkwaterbedrijven lopen.

¹⁰ Dit is nog niet vastgelegd in het laatste concept van de Drinkwaterregeling (Artikel 5.1 lid 3).

4.2 (RESTERENDE) LOOPTIJD VAN REFERENTIE LENINGEN

Net als bij het bepalen van de risicovrije rente (zie hierboven) is het logisch om aan te sluiten bij het natuurlijke ritme van financiering van de sector die gereguleerd wordt. Dat kan een mix zijn van korte en langere looptijden. Indien niet aangesloten wordt bij een voor de sector gebruikelijke waarde, moet daar een zorgvuldige afweging van de regulator aan ten grondslag liggen. Misschien is de keuze om de risico-opslag te bepalen uit vergelijking met leningen met 8 tot 13 jaar looptijd correct, maar dat is niet onderbouwd.

4.3 KOSTEN VOOR HET AANTREKKEN VAN VREEMD VERMOGEN

De kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen (de debt issuance fee) van 10 tot 20 basispunten is niet onderbouwd. Het lijkt overdreven om deze kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen over de hele portfolio aan leningen toe te passen. Het zijn immers kosten voor een specifieke tranche aan leningen. Wij vermoeden dat deze aanpak is gekozen vanwege een gebrek aan transparantie over de werkelijke kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen. De toezichthouder kan de gereguleerde bedrijven stimuleren om hun kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen bekend te maken door hier een lage waarde, bijvoorbeeld 5 bp, voor op te nemen.

5 GEARING

Het is waarschijnlijk dat de Nederlandse waterbedrijven hun kredietwaardigheid kunnen behouden met een beduidend hoger aandeel van vreemd vermogen dan de waardes die Oxera geeft.

Volgens Oxera telt de gearing voor ongeveer 15% mee bij het bepalen van de rating. Dus kan hoge kredietwaardigheid gepaard gaan met hoge gearing. Dergelijke hoge kredietwaardigheid kan komen door im- en/of expliciete garanties van overheden die eigenaar zijn van het waterbedrijf, of omdat de vermogensverschaffers weinig risico lopen onder het reguleringsregime.

Voor het bepalen van de gearing om de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC) te berekenen, hoeft niet te worden uitgegaan van marktwaardes (§5.1). Wij gaan ervan uit dat drinkwaterbedrijven ook de gearing van gereguleerde elektriciteit- en gasnetbeheerders (60%) kunnen halen (§5.2). In het Pu-N scenario (waarbij wordt uitgegaan van garanties voor verstrekkers van vreemd vermogen) wellicht tot 70% (§5.3).

5.1 MARKT- OF BOEKWAARDE VOOR HET BEPALEN VAN DE GEARING

Oxera stelt dat voor het bepalen van de gearing de marktwaarde moet worden gebruikt. Dit is wellicht juist voor het omrekenen van een equitybèta naar een activabèta voor beursgenoteerde ondernemingen. Echter, niet om de doelgearing voor de gemiddelde gewogen vermogenskostenvergoeding van de Nederlandse drinkwaterbedrijven vast te stellen.

Zo is de gearing die Frontier Economics gebruikt om de activabèta's van bedrijven uit de vergelijkingsgroep van TenneT te berekenen gemiddeld 44 tot 47%. De gearing voor de berekening van de WACC is daar echter 60%.

Ook Oxera stelt in haar rapport dat de gearing op basis van marktwaardes een lagere waarde oplevert omdat de activa van een gereguleerd bedrijf meer waard zijn dan de boekwaarde. Aangezien de activawaarde met een boekwaardemethode wordt bepaald (op basis van historische kostprijzen), lijkt het logisch om ook de gearing op basis van boekwaarde te bepalen.

5.2 GEARING VOOR PR-T SCENARIO

Frontier Economics stelt een gearing van 60% voor de berekening van de WACC voor. Volgens hen kan TenneT met een gearing van 60% nog een 'investment grade' (dus rating A

of hoger) behalen met de bijbehorende risico-opslag. De NMa heeft dit overgenomen en gebruikt 60% ook voor andere elektriciteit- en gasnetten. Dat zijn private bedrijven.

De regulering van de drinkwatersector geeft meer ruimte aan de bedrijven om de eigen tarieven vast te stellen. Bovendien is hun gearing nu hoger. Een doel van 60% is dus eerder een onder- dan een bovengrens.

5.3 GEARING VOOR PU-N SCENARIO

Zoals ook door Oxera is opgemerkt, lopen vermogensverschaffers onder het scenario van publiek eigendom minder risico (vanwege im- of expliciete garanties aan verschaffers van vreemd vermogen). De regelgeving gaat uit van een doelrating voor de kredietwaardigheid. Dit doel voor de kredietwaardigheid kan in het Pu-N scenario gehaald worden met een hogere gearing dan in het Pr-T scenario. De ondergrens is dan 60% . De bovengrens kan worden gebaseerd op de huidige gearing van 70% (exclusief de uitbijter Waternet).

6 RESULTAAT VOOR DE WACC

Uit de overwegingen hierboven volgen aangepaste parameters voor de berekening van de WACC (§6.1). We gebruiken de berekening van Oxera met één uitzondering. De uiteindelijke WACC wordt hier niet bepaald op het middelpunt van de onder- en bovengrens, maar op een 'zwaartepunt' (§6.2).

Deze aanpassingen leiden tot een WACC van van 5,1% voor het Pu-N scenario en 4,4% voor het Pr-T scenario.

6.1 SAMENVATTING VAN AANGEPASTE PARAMETERS

De risico-opslag in het Pr-T scenario schatten wij op 0,79 tot 1,39. De ondergrens is gebaseerd op de doel kredietwaardigheid van AA. De bovengrens op de risico-opslag van de relevante vergelijkingsgroep.

Voor de kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen gebruiken we 5 bp. Indien dit te laag zou zijn, kunnen de waterbedrijven openheid van zaken geven om de werkelijke kosten aan te tonen.

De activabèta schatten we tussen 0,18 en 0,27. Dat is gebaseerd op een relevante vergelijkingsgroep van gereguleerde elektriciteit- en gasnetbeheerders zonder bedrijven uit de VS en op vergelijking met waterbedrijven uit het VK.

Het aandeel vreemd vermogen ('gearing') dat we gebruiken voor de berekening, volgt uit parallellen met door de NMa gereguleerde sectoren en de huidige situatie bij waterbedrijven; 60% voor het Pr-T scenario en 70% voor het Pu-N scenario. Daarbij gaan we er vanuit dat er in het Pu-N scenario inderdaad im- of expliciete garanties zijn voor de verschaffers van vreemd vermogen.

6.2 ZWAARTEPUNT IN PLAATS VAN MIDDELPUNT

We stellen voor om niet het middelpunt van de hoge en lage schatting te nemen, maar de WACC dicht bij de ondergrens dan de bovengrens vast te stellen. Dit volgt uit de argumenten in dit commentaar op het rapport van Oxera:

- De risicovrije rente wordt volgens Oxera meestal te hoog vastgesteld (§3.1).
- Andere regulators gebruiken lagere waarden voor de marktrisico-opslag, ook het geometrisch gemiddelde moet worden meegenomen (§3.2).

- De activabèta is bepaald op basis van een vergelijkingsgroep van bedrijven met deels niet-gereguleerde activiteiten die waarschijnlijk een hoger risicoprofiel kennen en de voorliggende methode van reguleren kent een minder sterke efficiëntieprikkel dan in het VK (§4.4).
- Oxera stelt herhaaldelijk dat de drinkwatebedrijven lijken te profiteren van im- of expliciete garanties van overheden (§5.1).

Het 'zwaartepunt' in de tabel hieronder is als volgt berekend:

$$WACC = \text{ondergrens} + (\text{bovengrens} - \text{ondergrens}) / 3$$

6.3 BEREKENING VAN DE WACC

De WACC in de volgende tabel is op dezelfde manier als Oxera berekend.

	"Public ownership non-taxpaying"				"Privately owned and taxpaying"			
	Oxera		Sirm		Oxera		Sirm	
risicovrije rente	3,30	3,80	3,30	3,80	3,30	3,80	3,30	3,80
risico-opslag	0,79	1,23	0,79	1,23	1,23	1,72	0,79	1,39
kosten van leningen	0,10	0,20	0,05	0,05	0,10	0,20	0,05	0,05
kosten voor vreemd verm. voor bel.	4,19	5,23	4,14	5,08	4,63	5,72	4,14	5,24
kosten voor vreemd verm. na bel.	4,19	5,23	4,14	5,08	3,45	4,26	3,08	3,90
activabèta	0,24	0,41	0,18	0,27	0,24	0,41	0,18	0,27
equitybèta	0,37	0,75	0,45	0,68	0,44	0,91	0,45	0,90
marktrisico-opslag	4,00	6,00	4,00	6,00	4,00	6,00	4,00	6,00
kosten voor eigen vermogen	4,78	8,27	5,10	7,85	5,05	9,27	5,10	9,20
vennootschapsbelasting	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
aandeel vreemd vermogen	35%	45%	60%	60%	45%	55%	60%	70%
vermogenskosten	4,57	6,90	4,52	6,19	4,33	6,51	3,89	5,49
middelpunt	5,74		5,36		5,42		4,69	
"zwaartepunt"			5,08				4,42	