



Autoriteit Consument en Markt
T.a.v. de heren [REDACTED]
Postbus 16326
2500 BH Den Haag
Nederland

JB/AvS/AV/rw
Ref.no. W2019/478

Kralendijk, 20 augustus 2019

Betreft: reactie de concept WACC-methode 2020-2022

Geachte heren [REDACTED],

Op 9 juli 2019 heeft de Autoriteit Consument en Markt ("ACM") een concept gepubliceerd voor de Concept WACC-methode elektriciteit en drinkwater Caribisch Nederland 2020-2022 ("concept WACC-methode"). Hierbij werden belanghebbenden in de gelegenheid gesteld te reageren tot en met 20 augustus 2020. Met dit schrijven treft u de reactie van Water en Energiebedrijf Bonaire N.V. ("WEB") aan.

Inleiding

1. Het voorliggende concept WACC-methode is gebaseerd op dezelfde uitgangspunten, keuzes en aannames als het vigerende besluit dat geldt voor de periode 2017-2020. Zoals bekend is dit besluit omstreden en zijn we momenteel in afwachting van een uitspraak in Hoger Beroep. Gedurende dit traject zijn door de gereguleerde ondernemingen diverse valide argumenten overlegd om tot een beter besluit te komen. Het voorliggende ontwerp is feitelijk niets meer dan een update van de parameters. Er worden geen andere keuzes gemaakt door ACM met betrekking tot de wijze van berekening, referentiemarkten, etc.

Het geheel is verzand in een academische benadering gebaseerd op aannames die niet te verenigen zijn met de realiteit van de daadwerkelijke vermogenskosten en de voor WEB relevante financiële markten. De WACC dreigt daarmee van de werkelijkheid te geraken, of te wel de praktijk waar WEB mee te maken heeft. De exercitie resulteert bijvoorbeeld evident in een veel te lage dekking voor de kosten van vreemd vermogen. Een logisch gevolg hiervan is een intering van het rendement op eigen vermogen met als gevolg dat het behalen van een redelijk rendement in de praktijk niet haalbaar zal zijn. Dit zal vervolgens weer negatieve gevolgen hebben voor de financierbaarheid. Dit kan niet de bedoeling zijn van hetgeen de wetgever voor ogen heeft gehad.

2. Het gaat uiteindelijk om de vaststelling van een redelijk rendement op grond van de BES-wet. In de Memorie van Toelichting is hier nota bene specifiek het volgende over opgenomen:

"Het toegestane rendement dient enerzijds laag te zijn om de uiteindelijke kosten voor de eindgebruiker te beperken en anderzijds hoog genoeg om investering aantrekkelijk genoeg te maken, waarbij een vergelijking voor de hand ligt met risico en verwacht rendement van vergelijkbare projecten in de energie- en drinkwatersector in het Caribisch gebied."



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

Met betrekking tot regulering in het algemeen is in de Memorie van Toelichting ook nog opgenomen:

“Bij het organiseren van het toezicht en de handhaving moeten de specifieke omstandigheden op de eilanden in ogenschouw worden genomen.”

De wetgever heeft nadrukkelijk bedoeld om rekening te houden met de specifieke omstandigheden op de eilanden en via het toegestane rendement zorg te dragen voor een aantrekkelijk investeringsklimaat voor investeringen in Caribisch Nederland. Hierbij is nadrukkelijk een richting meegegeven een vergelijking te maken met risico en verwacht rendement met vergelijkbare projecten in de energie- en drinkwatersector in het Caribisch gebied. Door dit expliciet te benoemen wenste de wetgever klaarblijkelijk een situatie bereiken waarbij voor het redelijk rendement aansluiting zou worden gezocht met de specifieke lokale omstandigheden met bijbehorende rendementseisen.

3. De bij het bovenstaande punt benoemde uitgangspunten zien wij geheel niet terug in het voorliggende concept besluit:

- De methodiek is gebaseerd op een benchmark van diverse bedrijven en financiële markten verspreid over drie verschillende continenten. Een vergelijking met vergelijkbare projecten in het Caribisch gebied ontbreekt daarbij geheel. Daar waar het redelijk rendement eigenlijk gebaseerd zou moeten worden op specifieke landelijke en regionale risico's en vergelijkbare projecten in het Caribisch gebied verzand de methodiek in een exercitie op basis van onvergelijkbare referenties;
- De methodiek is gebaseerd op de gedachte van 'opportunity costs' voor een investeerder. Een redelijke rendement gebaseerd op basis van het beste alternatief voor een investeerder zou voldoende moeten zijn om vermogen te kunnen aantrekken. Dit beste alternatief wordt in de methodiek vastgesteld op basis van allerlei referenties. Wellicht is het in theorie mogelijk dat een investeerder dergelijke gemiddelde rendementen kan maken door op één of andere wijze een portfolio samen te stellen, maar dat wil nog niet zeggen dat deze investeerder bereid is om tegen deze condities te investeren in het Caribisch gebied. Hier is door ACM geen onderzoek naar gedaan, er wordt immers in het concept besluit geen doorvertaling gemaakt naar het Caribisch gebied, althans het ontwerp besluit benoemt dit niet;
- De resultaten van de exercitie leiden gewoonweg niet tot een situatie waarbij het aantrekkelijk is te investeren in de ondernemingen. De dekking voor vreemd vermogen die het concept besluit biedt is namelijk significant lager dan de daadwerkelijke rendementseis van vreemd vermogensverschaffers. Dit kan alleen oplost worden door een lagere vergoeding voor eigen vermogensverschaffers dan hetgeen ACM hiervoor vaststelt in het concept besluit. Hiermee is de aantrekkelijkheid om te investeren niet geborgd.

4. Wij zijn van mening dat de voorliggende methodiek tekort schiet en dient te worden aangepast om enerzijds te kunnen voldoen aan de wetgeving en anderzijds om de financierbaarheid en de algehele continuïteit van de gereguleerde bedrijven te borgen.





Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

Dit in onze reactie langs de volgende lijn uitgewerkt:

- Hoofdstuk "*Mismatch met daadwerkelijke (her)financiering*":
Er ontstaat een significante mismatch met de (her)financiering van WEB. Hierdoor is WEB niet in staat het door ACM redelijk geachte rendement te behalen;
- Hoofdstuk "*Europa onterecht in de referentie*":
Het is onjuist dat Europa wordt betrokken in de referentie. Het feit dat Caribisch Nederland tot Europees Nederland behoort, wil nog niet zeggen dat Europa tot de referentie behoort om een redelijk rendement te bepalen voor Caribisch Nederland. Dat Nederlandse financiële instanties in het algemeen en instanties zoals BNG en Waterschappen niet bereid zijn om utiliteitsbedrijven van de BES te financieren zijn feitelijke verifieerbare bewijzen dat die aanname niet klopt. Net zoals Latijns Amerika en de USD niet behoren bij de benchmark om een WACC voor de netbeheerders in Europees Nederland behoort Europa niet tot de referentie voor een WACC voor Caribisch Nederland. Daarbij aangetekend dat Caribisch Nederland niet behoort tot het grondgebied van Europa;
- Hoofdstuk "*Een vergelijking in het Caribisch gebied en toetsing aan lokale omstandigheden ontbreekt*":
Een vergelijking van rendementen in het Caribisch gebied en een plausibiliteitstoets ontbreken. Daar waar de wetgever vrij duidelijk is geweest ontbreekt in het ontwerp besluit enige vergelijking met vergelijkbare projecten in Caribisch Nederland. Het had in de rede gelegen dat ACM hier onderzoek naar had laten doen.
- Daarnaast wordt volledig geen rekening gehouden met koersverschillen. Dat leningen tegen een bepaalde percentage worden gegeven in Europa (eurozone) betekent niet dat je tegen dezelfde koers in een USD zone kan financieren. Inherent aan financiering van vreemd vermogen dient dan het risico van koersverschillen te worden opgenomen. Het is op z'n minst opvallend te noemen dat dit risico niet in beschouwing is genomen in een dergelijke analyse.

We sluiten vervolgens af met een conclusie.

Mismatch met daadwerkelijke herfinanciering

5. Zoals bekend staan WEB op de vooravond van het afsluiten van nieuwe financiering (vreemd vermogen) voor de noodzakelijke grootschalige projecten op het eiland. Het traject naar het verkrijgen van financiering was niet eenvoudig maar is desalniettemin efficiënt verlopen. Zo zijn er diverse uitvragen en onderhandelingen geweest. De meest aantrekkelijk financiering kent momenteel een rentepercentage van [REDACTED] (exclusief eenmalige kosten). Experts van de financiële markten zullen ook beamen dat de lening met bijbehorende rentekosten op dit moment gewoonweg efficiënt is en het in de markt niet beter te verkrijgen is. Ook een alternatief met bijvoorbeeld een variabele rente is niet reëel, hiermee zou WEB een veel te hoog risico lopen hetgeen in strijd zou zijn met goed financieel beheer. Daarnaast, het afdekken van een variabele rente met een renteswap zou effectief op hetzelfde percentage van [REDACTED] komen.



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

6. Kortom, de rente waarmee verschaffers van vreemd vermogen willen investeren bedraagt momenteel (minstens) [REDACTED]. Dit is gewoonweg de werkelijkheid en dit toont op zich al aan dat de uitkomsten van het door ACM gekozen model te ver van de werkelijkheid dreigen te komen. Het ontwerp besluit gaat namelijk uit van een dekking voor vreemd vermogen van:

- 4,06% in 2020;
- 3,88% in 2021;
- 3,76% in 2022.

Dit betekent een onderdekking ten opzichte van de daadwerkelijk verwachte rentekosten oplopend tot [REDACTED] procentpunt in 2022, hetgeen een onderdekking zal geven van [REDACTED] op de rentekosten. Het is vervolgens niet reëel een efficiencyverbetering te veronderstellen op deze kosten. De lening wordt nu aangegaan en het rentepercentage staat vervolgens voor langere tijd vast. De dreigende te lage vaststelling van de WACC zal een ernstige uitholling van de gereguleerde ondernemingen tot gevolg hebben. Hiermee wordt de continuïteit van de voor de eilanden cruciale voorzieningen niet geborgd.

7. De bepaling van deze percentages is - nota bene - nagenoeg gelijktijdig met het aantrekken van de lening, het momentum is gelijk. Als op enig moment de daadwerkelijke kosten voor een nieuwe lening [REDACTED] bedragen terwijl gelijktijdig deze kosten worden geschat op basis van een model (zoals in het voorliggende besluit) dan zou hier niet veel verschil tussen mogen zitten. In het geval er wel significante verschillen ontstaan dan is het gekozen model niet valide en kan dit alleen verklaard worden door fundamentele fouten in het model en/of de keuzes en aannames hierin.

8. Zoals eerder gesteld zal - in het geval ACM het besluit neemt zoals deze nu voorligt - een significante onderdekking ontstaan op de kosten voor het nieuwe vreemd vermogen. Dit kan alleen gecompenseerd kunnen worden door een lager rendement voor verschaffers van eigen vermogen. Dit betekent per saldo dat met het voorliggende concept besluit het redelijk geachte rendement in praktijk niet gehaald kan worden. Dit heeft ook impact op de financiële modellen die zijn voorgelegd aan de banken en die door intensieve internationale credit committees zijn beoordeeld voor goedkeuring.

9. Voor vergelijkbare problematiek hebben we eerder aandacht gevraagd met een reactie in 2016 op het ontwerp besluit voor de WACC voor de periode 2017 t/m 2019. In randnummer 87 en 88 van het besluit¹ behandeld ACM dit punt als volgt:

"87. WEB indicates that financing options on the islands are limited. Moneylenders apply a higher risk-free rate and/or a higher risk premium. WEB's current financing rate is 5.25 percent nominally, and if initial costs are taken into account, this will be even slightly higher. These higher financing costs are not covered by the WACC and/or will come at the expense of a lower return on equity.

¹ https://www.acm.nl/sites/default/files/old_publication/publicaties/16601_wacc-determination-caribbean-netherlands.pdf





Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

88. ACM determines the reasonable return as it should be able to emerge in an efficient market. It is possible that this return deviates from WEB's current financing structure. That possibility is a logical consequence of tariff regulation, which is the introduction of efficiency incentives in a market."

10. Het (naar onze mening) onjuiste argument van ACM destijds gaat nu sowieso niet op. Er is nu namelijk sprake van een andere en nieuwe situatie. De lening waar destijds aan werd gerefereerd werd namelijk afgesloten voor aanvang van de regulering. Er was toen nog geen BES-wet, tariefregulering, geen WACC en geen vaststelling van efficiënte kosten. Daar waar eventueel getwist zou kunnen worden over de efficiency van lening die zijn afgesloten voor aanvang van de regulering is hier nu geen sprake van. De lening waar we het nu over hebben wordt namelijk afgesloten in het tijdperk waarin regulering van kracht is. Hierbij geldt dat de lening efficiënt wordt afgesloten. Ergo, voor het verkrijgen van de lening zijn financiële modellen overlegd welke zijn gebaseerd op de tariefregulering. De tariefregulering en de daarbij behorende efficiencyprikkels is daarmee onlosmakelijk verbonden aan de lening en het aangeboden rentepercentage. Daarmee is gewoonweg het (spreekwoordelijke) onderste uit de kan gehaald. Er is geen reden om aan te nemen dat de vaststelling van een lagere WACC of enig andere prikkel zal leiden tot een verlaging van het nu voorliggende rentevoorstel. Een eventuele toets op efficiency zou gedaan kunnen worden op de manier van afsluiten van de lening. Een toets zoals ACM deze voor ogen heeft waarbij een vergoeding wordt gebaseerd op een theoretische referentie is niet reëel, zeker wanneer de verschillen zo evident duidelijk zijn zoals in onderhavig geval.
11. Wij zijn dan ook van mening dat de methodiek - gezien de huidige situatie - rekening zou moeten houden met deze feitelijke situatie. Het is niet reëel om fictief iets vast stellen terwijl er feitelijke gegevens voorhanden zijn. Dit zeker in het geval er grote afwijkingen ontstaan tussen de fictie en de werkelijkheid.

Tussenconclusie

12. De methodiek zou – voor wat betreft de dekking voor vreemd vermogen - rekening moeten houden met de feitelijke rentekosten van deze lening die wordt afgesloten binnen de regulering en waarvan de afsluiting efficiënt is. Op zijn minst zou de methodiek moeten leiden tot vergelijkbare resultaten met de vigerende daadwerkelijk rentepercentages waar WEB daadwerkelijk financiering voor kan verkrijgen.

Europa onterecht in de referentie

13. Zoals hierboven gesteld zou de referentie voor kosten van vreemd vermogen zoals vastgesteld door ACM idealiter gelijk zijn met de daadwerkelijk rentekosten van het aantrekken van een nieuwe lening op dit moment. Uiteraard geldt hetzelfde voor de totale vermogenskosten, de door ACM vastgestelde WACC zou een goede proxy moeten zijn voor de daadwerkelijke vermogenskosten, hetgeen de combinatie van kosten voor vreemd- en eigenvermogen betreft.





Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

14. Om tot deze proxy te komen stelt ACM in het concept besluit een peergroep en referentiemarkten vast. De relevante regio bestaat hierbij volgens ACM uit Latijns Amerika en de USA. ACM voegt vervolgens de regio Europa tot. Dit omdat de BES eilanden onderdeel zijn van Nederland. ACM merkt hier het volgende over op in het concept besluit:

“16. Moreover, ACM assumes that investors (alternatively) want to invest in the same region as the Caribbean Netherlands because of the same objective to diversify their portfolio geographically. This region consists of Latin America and North America (in particular the USA). The Caribbean Netherlands are part of the Kingdom of The Netherlands, in particular, it is a part of the country of The Netherlands. Therefore, ACM also makes the assumption that investors from Europe are possibly interested in investing in the Caribbean Netherlands. Hence, the European market is also a reference market to determine the opportunity costs.

17. In addition, ACM is of the opinion that the fact that the Caribbean Netherlands are part of The Netherlands influences the risks of companies in the Dutch Caribbean (i.e. a lower risk). Being part of The Netherlands influences the situation – investors benefit from the institutional, judicial and governmental framework of The Netherlands. These characteristics should be included when estimating the opportunity costs of the potential investors and is best observable in a European context.

Zoals in deze passages te lezen neemt ACM aan dat Europese investeerders geïnteresseerd zijn het investeren in Caribisch Nederland omdat Caribisch Nederland onderdeel is van Europees Nederland. Door deze situatie zou het risico voor investeerders verminderd worden. Om deze reden worden vervolgens Europese referentiemarkten en Europese peerbedrijven gevoegd tot de referentie. De gevolgen van deze aanname zijn zo groot dat een voorafgaand en diepgaand onderzoek hiervoor in de rede zou liggen, alvorens een dergelijke aanname toe te passen.

15. De wrange werkelijkheid is echter dat dit allemaal is gebaseerd op een – niet getoetste – aanname van ACM. Dit op zich past al niet bij de voorzichtigheid die de wetgever voor ogen had, namelijk een aantrekkelijk investeringsklimaat in het Caribisch gebied. Deze investeringszekerheid kan namelijk niet bereikt worden door dergelijke fundamentele met niet getoetste aannames, zeker als dergelijke keuzes leiden tot onjuiste en onrealistische resultaten.
16. Door Contour Global Bonaire (“CGB”) is bij de consultatie voor het WACC besluit 2014-2016 hier al een opmerking overgemaakt. Volgens CGB had ACM geen reden om deze aanname te maken. De toevoeging van de Europese referentie zou dan ook onjuist zijn.
17. ACM reageert hierop met randnummer 103 en 104 van het WACC besluit 2014-2016:





Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

“103. Thirdly, according to CGB, ACM has no reason to assume that investors from Europe are interested in investing in power production activities on Bonaire because the island is part of the Netherlands. As a result of this assumption, the entire European market is qualified as a reference market to determine opportunity cost.

104. ACM clarifies that the European market is added as a reference market since ACM believes that the fact that the BES islands are part of the Netherlands influences the risks of companies in the Dutch Caribbean (i.e. a lower risk). Being part of the Netherlands influences the situation – investors benefit from the institutional, judicial, and governmental framework of the Netherlands. This characteristic should be included when estimating the opportunity costs of the potential investors and is best observable in a European context. This makes Europe relevant and is the reason ACM added Europe as a reference market. ACM refers to chapter 2 of this document.”

18. ACM herhaalt hier feitelijk haar aanname, er worden geen nieuwe elementen en/of argumenten aan toegevoegd. De aanname werd destijds niet getoetst naar aanleiding van de opmerking van CGB. Ook in het nu voorliggende ontwerp besluit worden er geen nieuwe argumenten aangevoerd ter onderbouwing van deze aanname. Hierbij opgemerkt dat dergelijke aannames ook voor Europe Economics worden beschouwd als een gegeven. Het is ACM die dergelijke keuzes en aannames maakt en Europe Economics doet alleen een update voor de parameters, niets meer en niets minder. Europe Economics doet namelijk geen uitspraak over de juistheid van dergelijke keuzes en aannames en hoogstwaarschijnlijk zijn zij hierom ook niet gevraagd. ACM kan derhalve voor de gemaakte keuzes en aannames niet terugvallen op het feit dat een extern bureau onderzoek heeft gedaan. Het is ACM die de keuzes aan aannames heeft gemaakt en hiermee zelf verantwoordelijk is voor een toets op validiteit.
19. Hoe het ook zij, in het vorige traject is de voeging van Europa aan de referentie onderbelicht gebleven. Er is veel te doen geweest over de vorming van de peer groep, maar nauwelijks over de fundamentele keuze (aanname) om Europa tot de referentie te voegen. Nu we een aantal jaar verder zijn - en mede door de feiten rondom het aantrekken van nieuwe financiering - blijkt hoe onjuist de aanname van ACM is om Europa als referentie toe te voegen en hoe deze keuze tot onjuiste resultaten leidt. In de praktijk zijn Europese investeerders gewoonweg niet gewillig en/of bereid om te investeren in Caribisch Nederland. Mocht er vanuit Europa al bereidheid zijn, dan nog worden de condities afgestemd op de lokale omstandigheden en bijbehorende risico's, of te wel dan geldt een rendementseis zoals gebruikelijk in Caribisch Nederland. Het is een illusie te veronderstellen dat een Europese investeerder zouden investeren tegen Europese condities en bijhorende Europese (lage) rendementseisen.
20. Het is juist dat het 'behoren bij' Europees Nederland heeft geresulteerd in specifieke wetgeving en bijbehorende tariefregulering voor de elektriciteits- en drinkwatersector. Mogelijk dat dit minder risicovol wordt gezien door een investeerder dan bij een situatie



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

waarin dit niet had plaatsgevonden. Echter, het feit dat er sprake is van een dergelijk reguleringskader - met al dan niet bijhorende risicoprofielen - is reeds verdisconteerd in de vermogenskosten die investeerders vandaag de dag vragen, in casu in het voorliggende rentepercentage voor de nieuwe financiering. Er is gewoonweg geen extra korting o.i.d. te bedingen omdat Caribisch Nederland tot Europees Nederland zou behoren.

21. De aanname van ACM is onjuist en onvolledig en zou niet tot gevolg moeten hebben dat de Europa gevoegd worden tot de referentie als gevolg van welke toevoeging waardoor het redelijk rendement te laag wordt vastgesteld.
22. Caribisch Nederland bevindt zich geografisch tussen Latijns Amerika en de USA en laat zich op financieel gebied het beste vergelijken met die continenten. Dit geldt ook voor de economieën, risico's, uitdagingen etc. Caribisch Nederland behoort dan wellicht tot Europees Nederland maar er gelden specifieke wetten, belastingen, omstandigheden, risico's etc. Het enkele feit dat Caribisch Nederland tot Europees Nederland zou behoren rechtvaardigt niet de toevoeging van Europa aan de referentie om een redelijk rendement vast te stellen voor de gereguleerde ondernemingen in Caribisch Nederland voor het bepalen van een WACC vergelijkbaar zou zijn met Europa. Daar komt bij dat Caribisch Nederland in tegenstelling tot Nederland niet eens deel uitmaakt van het grondgebied van de Europese Unie en om die reden ook niet valt onder het Europees recht. De aanname dat Europese investeerders geïnteresseerd zouden zijn om te investeren in Caribisch Nederland is dan ook zeer arbitrair, niet onderbouwd en onvolledig.
23. De toevoeging van Europa aan de referentie zorgt voor een te lage vaststelling van het redelijk rendement omdat in Europa de rentestanden - procentueel gezien - al langere tijd relatief laag zijn. Deze lage percentages zijn onbereikbaar voor investeringen op Bonaire. Deze lage percentages worden toch door ACM gevoegd aan de referentiemarkt waarmee deze het rekenkundig gemiddelde van de WACC nadelig beïnvloeden. Naast het feit dat Europa niet behoort tot de referentie voor Caribisch Nederland maakt ACM hierbij nog een fundamentele fout. De rentepercentages in Europa zijn gebaseerd op leningen in de EURO valuta, of te wel EURO leningen. Zoals bekend is de dollar (USD) de valuta voor Bonaire. In het hypothetische geval dat WEB een lening zou kunnen krijgen vanuit Europa dan zou deze in beginsel in EURO zijn. Hiermee zou WEB onverantwoorde koersrisico's lopen (in strijd met goed financieel beheer) waardoor WEB een hedge-instrument² zou moeten aangaan om het valutarisico af te dekken. Hierdoor zal er een kostenverhogend element zijn waardoor het effectieve rentepercentage significant zou stijgen. Een alternatief zou zijn om de lening direct af te sluiten in USD maar dan zou effectief hetzelfde bereikt worden: een hogere rente. Het toevoegen van de Europese rente aan de referentie is op zich al onjuist maar al helemaal onjuist zonder correctie voor koersverschil. Kortom, dat leningen tegen een bepaalde percentage worden gegeven in Europa (Eurozone) betekent niet men

² De kosten voor dergelijke zulke instrumenten zijn overigens zeer hoog en worden afgeraden door valutaexperts.





Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

tegen dezelfde koers in een USD zone kan financieren. Inherent aan financiering van vreemd vermogen dient dan risico van koersverschillen te worden opgenomen. Het is op z'n minst opvallend te noemen dat dit risico niet in beschouwing is genomen in een dergelijke analyse.

24. Er zijn nog twee fundamentele verschillen ten opzichte van Europa waardoor betrekken van Europa in de referentie onjuist is.

Garantie

In Nederland is er een algehele overheidsgarantie voor leningen van utiliteitsbedrijven. Dat geldt niet voor dezelfde bedrijven op de BES eilanden. Uiteraard zijn de condities voor het lenen met een 100% overheidsgarantie anders (gunstiger) dan een commerciële lening.

Efficiënte markten

De markten in Europa horen tot de zogenaamde efficiënte markten. Dit is gestoeld op de manier waarop de financiële instellingen zichzelf funden en op de beschikbaarheid van de zogenaamde secundaire markten. Funding van financiële instellingen zijn vaak gebaseerd op treasury documenten, government bonds wat op hun beurt ook gebaseerd zijn op rentepercentages van de Europese centrale bank, LIBOR of US treasuries. Daarnaast zijn de secundaire markten efficiënt waardoor het kopen en verkopen van financiële documenten tussen financiële instellingen en/of met de private sector ook makkelijker zou kunnen gaan. De Caribische markten (en die van het voormalig Nederlandse Antillen in het bijzonder) horen tot de zogenaamde inefficiënte markten. De funding op de eilanden is fundamenteel anders (met name deposito bij banken en pensioencontributies met vaak ook verbonden rendementsgaranties bij institutionele instellingen). En daarmee liggen uitgangspunt voor rentepercentages heel anders. Daarnaast is er vrijwel geen secundaire markt aanwezig door de kleinschalige omvang van de markten.

25. Dat de onjuiste aanname van ACM (om Europa tot de referentie te voegen) tot onjuiste resultaten leidt wordt pijnlijk zichtbaar in de resultaten van de concept berekening. Zoals in het voorgaande hoofdstuk beschreven ontstaat er een enorm verschil tussen de daadwerkelijke te betalen rentekosten (voor een op zich efficiënte lening) en de proxy die hiervoor wordt bepaald. We hebben de berekening die Europe Economics/ACM maakt nagebootst in een excelbestand. Een uitdraai van dit bestand treft u als bijlage aan. Met deze berekening kunnen we ook de resultaten bepalen in het geval Europa niet tot de referentie wordt gerekend. Hieruit blijkt dat in het geval Europa niet wordt toegerekend tot de referentie de proxy voor rentekosten zeer dichtbij de daadwerkelijk te betalen rentekosten (■■■■■ exclusief transactiekosten) komt, te weten:

- 4,88% in 2020;
- 4,78% in 2021;
- 4,71% in 2022.



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

26. Hieruit kan geconcludeerd worden dat door Europa uit de referentie te houden er een veel realistischer beeld ontstaat. Ook deze resultaten onderbouwen de stelling dat Europa niet tot de referentie behoort. Verschaffers van vermogen aan Bonaire stellen gewoonweg een rendementseis die niet vergelijkbaar met de situatie in Europa.
27. Hetzelfde geldt voor de kosten van eigen vermogen. Ook hiervoor is de kostenvoet voor vreemd vermogen een onderlegger. Ook hiervoor geldt dat er geen reden is om aan te nemen dat Europa in de referentie te betrekken. Dit om dezelfde redenen zoals hierboven benoemt. Door het weghalen van Europa uit de referentie (zowel voor de peerbedrijven als voor de referentiemarkten) ontstaan de volgende resultaten voor de WACC:

- 7,73% in 2020;
- 7,70% in 2021;
- 7,68% in 2022.

De uiteindelijke resultaten zouden hiermee veel beter aansluiten bij de daadwerkelijke vermogenskosten in Caribisch Nederland. Dit wordt verder uitgewerkt in het volgende hoofdstuk.

28. Zelfs in het geval wanneer alleen Europa verwijderd zou worden uit de referentiemarkten voor rente (en dus niet uit de overige parameters) blijft het verschil met Europa volledig betrekken zeer significant. De volgende resultaten zouden namelijk ontstaan voor de uiteindelijke WACC:

- 7,03% in 2020 (inclusief Europa: 6,08%);
- 6,99% in 2021 (inclusief Europa: 6,99%);
- 6,97% in 2022 (inclusief Europa: 6,97%).

Het verschil bedraagt zelfs dan nog bijna 1 procentpunt. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de – niet gefundeerde en onjuiste – keuze van ACM zeer materiele effecten heeft. Een diepgaand onderzoek had dan ook in de rede gelegen.

29. Een vergelijking kan getrokken worden met een bewoner van Bonaire die een huis koopt. Deze is gehouden aan een hypotheek in USD met een rentepercentage die gebaseerd is op de lokale omstandigheden, waar een percentage rondom 5 procent gebruikelijk zijn. Deze procentuele rente is in vergelijking met de hypotheekrente in Europees Nederland hoog, alwaar een percentage van ongeveer 2,5% voor een 10 jaar vaste hypotheek gebruikelijke is. Voor deze inwoner is er geen alternatief, hij kan hiervoor gewoonweg niet een lening in Nederland afsluiten met een voor Nederland gangbaar percentage voor het huis op Bonaire, laat staan een lening in USD. Als er al een Europese bank actief zou zijn/worden in hypotheeken op Bonaire dan nog zou deze bank de hypotheekrente baseren op de lokale omstandigheden en daarmee op vergelijkbare rente komen als thans het geval



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

een percentage van 5%. Dat deze bank eventueel op meerdere continenten actief zou zijn doet hier niets aan af. Dat de bank een gemiddeld rendement behaald door actief te zijn op meerdere continenten wil niet zeggen dat hij dat gemiddelde rendement (gemiddelde van 2,5 en 5%) van toepassing verklaart op een lening aan een inwoner op Bonaire. Met zo'n gemiddeld percentage zou deze bank teveel korting geven aan Bonaire waarmee ze zichzelf uit de markt moeten prijzen in Nederland. Voor deze lening geldt gewoonweg wat lokaal gebruikelijk en met de waardering van de bijbehorende risico's.

30. Als in vergelijking met het nu voorliggende concept voor de gereguleerde ondernemingen deze inwoner 'gereguleerd' zou worden waarbij in zijn inkomen een dekking voor rentekosten zou worden vastgesteld en waarbij hiervoor een proxy zou gelden alsof deze inwoner ook in Europa zou hebben geleend (of te wel een dekking voor zijn rentekosten van een gemiddelde van 2,5 en 5%) dan zou deze inwoner onvoldoende inkomsten genereren om de daadwerkelijke kosten te kunnen betalen met alle gevolgen van dien. Voor de banken zou het risico vervolgens toenemen waardoor de rentepercentages omhoog gaan.
31. Het baseren van de inkomsten van de inwoner op een dergelijke proxy zou hypothetisch nog denkbaar zijn als deze inwoner ook in Europa een huis zou hebben en welke gefinancierd zou zijn met een Europese hypotheek. Enkel in dat geval zou de vastgestelde proxy voor zijn inkomen in de buurt komen dan de daadwerkelijke gemiddelde lasten. Maar dit is zeer hypothetisch.
32. Terug naar WEB. WEB heeft enkel belangen op Bonaire en geen belangen in Europees Nederland en/of Europa. De elektriciteit- en drinkwatervoorziening op Bonaire wordt gereguleerd op grond van de BES-wet. Naast het feit dat overzeese investeringen niet redelijkerwijs van WEB verlangd kunnen worden (en er ook geen intentie toe is) zouden dergelijke belangen ook niet vallen onder de reikwijdte van de BES-wet. Op grond van de BES-wet dient ACM een redelijk rendement vast te stellen voor de gereguleerde activiteiten. In een hypothetisch voorbeeld dat WEB een lening zou verschaffen aan een onderneming in Europees Nederland dan zou WEB vanuit die lening een percentage verkrijgen dat gangbaar is in Nederland (bijvoorbeeld 2%). Stel vervolgens dat WEB deze lening heeft gefinancierd door aantrekken van een lening met vergelijkbare condities (2%), dan heeft WEB weliswaar een relatief goedkope lening hiervoor aangetrokken maar dan nog blijft de lening over die WEB heeft aangetrokken voor de gereguleerde lokale activiteiten [REDACTED]. Het is ondenkbaar dat die laatste lening door het verstrekken van leningen door WEB aan Nederland goedkoper wordt. Als vervolgens in de gereguleerde tarieven een dekking wordt gegund waarbij Europa in de referentie zit, ook dan eindigt WEB in een situatie waarin WEB in totaliteit onvoldoende inkomsten genereert om de financieringskosten te kunnen betalen. Dit is volledig vergelijkbaar met het voorbeeld van de aankoop van een huis door een inwoner op Bonaire.



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

33. Dit speelt ook op aandeelhoudersniveau. Zelfs als de aandeelhouder (hypothetisch) zowel zou investeren op Bonaire en in Europees Nederland dan ontvangt hij rendement uit Europees Nederland en rendement uit Bonaire. Het totaal dient vervolgens weer voldoende te zijn om de vermogenskosten die deze aandeelhouder ervaart te kunnen dekken. Als de investering op Bonaire een rendement wordt gegund gebaseerd op basis van een referentie van Latijns Amerika, USD EN Europa en vanuit Nederland komt een rendement gebaseerd op Europa dan is er per saldo onvoldoende cashflow gegenereerd bij de aandeelhouder om de vermogenskosten te kunnen betalen. Dit kan alleen opgelost worden door ook de investering op Bonaire een rendement te gunnen gebaseerd op de juiste referentiemarkt (in ieder geval zonder Europa).

34. Met de reactie op het ontwerp WACC besluit 2017-2020 merkte WEB ook al iets op over de situatie op aandeelhoudersniveau. Dit was een andere context, namelijk dat in de praktijk de aandeelhouder niet de intentie had om de aandelen in WEB te verkopen aan een commerciële partij. ACM reageerde als volgt in het definitieve besluit:

“84. In ACM’s opinion, it is not about the question of whether or not the Public entity of Bonaire (as the shareholder of WEB) would be willing to sell its shares. What is relevant though, is (from the perspective of investors) whether the required return, and consequently the costs of capital, are efficient.”

Met de bovenstaande randnummers is aangetoond dat dit uitgangspunt van ACM niet gehaald wordt. Met een onderdekking op de rentekosten en een bijbehorende intering op het rendement voor eigen vermogen worden de rendementseisen van de vermogensverschaffers niet behaald. Er kan derhalve onmogelijk sprake zijn van efficiënte investeringen voor vermogensverschaffers in Caribisch Nederland.

35. Hierbij ook opgemerkt dat voor de regulering van de Nederlandse netbeheerders (en zelfs het advies voor drinkwaterbedrijven³) geldt dat de WACC gebaseerd is op louter de Europese referentie (in casu de referentiemarkten Nederland en Duitsland). Hierbij worden niet de gebieden Latijns Amerika en USA betrokken (en bijvoorbeeld logischerwijs ook niet Australië omdat deze tot UK zou behoren). Het argument dat Caribisch Nederland tot Nederland zou behoren en toevoeging als gevolg daarvan van de referenties uit Latijns Amerika en de USA gaat voor de regulering in Europees Nederland klaarblijkelijk niet op. De vaststelling voor Nederlandse Netbeheerders van de WACC is gebaseerd op de voor hen relevante kapitaalmarkt, te weten Europa. Logischerwijs zou Europa dan ook niet tot de referentie voor de bepaling van de WACC voor Caribisch Nederland thuishoren. Europa als referentie behoort net zo min bij de vaststelling van de WACC voor Caribisch Nederland als de vaststelling van Latijns Amerika en de USA als referentie voor Europees Nederland. Het enige feit dat Caribisch Nederland staatsrechtelijk tot Europees Nederland behoort doet niets aan dit feit af.

³ <https://www.acm.nl/nl/publicaties/rapport-wacc-drinkwater-2018-2019>





Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

Tussenconclusie

36. Het betrekken van Europa in de referentie is louter gebaseerd op een aanname van ACM. Deze aanname is niet gebaseerd op een onderzoek. De aanname is onjuist en leidt tot onjuiste resultaten en waardoor het toegestane rendement onjuist (te laag) wordt vastgesteld. Dit is onredelijk. Er kan derhalve geen sprake meer zijn een redelijk rendement. Het betrekken van Europa in de referentie is gewoonweg een onjuist uitgangspunt. De referentie vaststellen zonder Europa hierbij te betrekken geeft een beter resultaat dicht bij de realiteit. Europa dient verwijderd te worden uit de referentie.

Een vergelijking in het Caribisch gebied en toetsing aan lokale omstandigheden ontbreekt

37. Zoals eerder beschreven in deze reactie heeft de wetgever een duidelijke richting meegegeven aan ACM. Het zou voor de hand liggen een vergelijking te maken met risico en rendement van vergelijkbare projecten in de elektriciteit- en drinkwatersector in het Caribisch gebied. Ook zou er rekening gehouden moeten worden met specifieke lokale omstandigheden. In het ontwerp besluit wordt niets gedaan met deze – op zich - duidelijke punten uit de wetgeving.

38. Het resultaat van de exercitie is een proxy voor een effectief rendement dat een investeerder zou ontvangen indien hij zou investeren in een mandje van peerbedrijven en verspreid over meerdere continenten. Dit is volstrekt iets anders dan een vergelijking van risico en rendement in de elektriciteit- en drinkwatersector in Caribisch Nederland. Ergo, er is zelfs geen enkel project uit Caribisch Nederland onderdeel van het onderzoek. ACM doet vervolgens geen enkele toets of de resultaten uit de exercitie passen bij de lokale omstandigheden. Er is geen enkele toets of onderzoek gedaan naar de vraag of de resultaten een juiste proxy vormen voor de vermogenskosten die de ondernemingen in Caribisch Nederland daadwerkelijk ervaren. Hiermee is het besluit naast ondeugdelijk ook in strijd met de relevante regelgeving.

39. Het wrange hierbij is dat voor de vaststelling van de WACC voor de Nederlandse netbeheerders ACM wel een dergelijke toets heeft gedaan. Het is onbegrijpelijk dat ACM een dergelijke toets wel voor de Nederlandse netbeheerders heeft gedaan en niet voor de gereguleerde ondernemingen in Caribisch Nederland terwijl het voor Caribisch Nederland juist gezien de uitspraken van de wetgever meer in de rede had gelegen dan voor Europees Nederland (alwaar zo'n duidelijke richting niet is gegeven door de wetgever). In randnummers 98 en 99 van het herstelde WACC besluit⁴ voor de Nederlandse netbeheerders merkt ACM hier het volgende over.

“Europese toezichthouders

98. Het is geen doel om de WACC zo vast te stellen dat die in lijn is met de WACC die andere Europese toezichthouders vaststellen. Echter, een vergelijking van de WACC met die van andere toezichthouders kan wel dienen als een controle op de plausibiliteit van de WACC.

⁴ <https://www.acm.nl/sites/default/files/documents/2019-01/herstel-bijlage-2-uitwerking-van-de-methode-voor-de-wacc.pdf>



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

99. ACM heeft bij de controle op de plausibiliteit van de WACC gekeken naar de WACC zoals die recentelijk door andere Europese toezichthouders in buurlanden is vastgesteld. ACM heeft daarbij onderzoek gedaan naar de vastgestelde nominale WACC na belasting die andere toezichthouders vaststellen, omdat de nominale WACC na belasting het beste het rendement weerspiegelt dat een investeerder vraagt. De resultaten van dit onderzoek staan in Tabel 7 aan het eind van dit besluit."

40. ACM slaat hier de spijker op zijn kop: een dergelijke vergelijking dient om de plausibiliteit van de WACC te controleren. Een dergelijke toets is ook noodzakelijk om de plausibiliteit van de vast te stellen WACC voor Caribisch Nederland te controleren. Een dergelijke toets kan niet ontbreken in het te nemen besluit. Het is gewoonweg te riskant om de resultaten van een model - die gebaseerd is op aannames en keuzes - zondermeer voor waar aan te nemen. Hiervoor zijn controles op plausibiliteit nodig. Onjuiste resultaten zijn namelijk desastreus. Deze kunnen leiden tot negatieve resultaten, onvoldoende cashflow, niet financierbaarheid en waarbij de continuïteit van de voorzieningen niet kunnen worden geborgd. Wellicht ten overvloede merken wij op dat het niet alleen gaat om het aantrekken van vreemd vermogen maar ook voor het behoud en opbouw van eigen vermogen.
41. ACM had op zijn minst kunnen onderzoeken welke rendementen worden gegund aan andere eilanden in het Caribisch gebied. ACM had hier bijvoorbeeld eenvoudigweg een uitvraag bij Carilec kunnen doen, de brancheorganisatie voor utiliteitsbedrijven in het Caribisch gebied. Van een dergelijke exercitie is helaas niets terug te vinden in het ontwerpbesluit.
42. Bij het ontbreken van een dergelijke toets door ACM hebben wij zelf Carilec benaderd. Ondanks het feit dat wij geen toezichthouder zijn (voor een toezichthouder is het waarschijnlijk nog eenvoudiger deze informatie te verkrijgen) kregen wij bij eerste aanvraag beschikking over de volgende rapporten:
- Benchmark Study of Caribbean Utilities (SIXTH UPDATE – YEAR 2009) (Auteur: Kema)
 - Uni-Dimensional Performance Benchmarking of Caribbean Utilities in the Year 2014/2015 (Auteur DNV-GL)
43. Wij hebben van Carilec toestemming gekregen deze informatie te delen. De rapporten treft u als bijlage aan.
44. Deze rapporten beschrijven uitvoerig een benchmark tussen utiliteitsbedrijven in de Caribische regio. Onderdeel hiervan is de zogenaamde 'return on assets', hetgeen vergelijkbaar is met de WACC in de onderhavige regulering. Het rapport 2009 geeft een gerealiseerde return on assets aan van gemiddeld 6,7% (bladzijde 56). Belangrijk hierbij is de opmerking die hierbij gemaakt wordt (bladzijde 57):



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

“For the Caribbean region, an average ROA of 10% or higher could be considered acceptable. The lower obtained ROA value can partially be explained by socio-economic considerations whereby governments try to maintain low electricity tariffs, which however comes at the expense of lower economic returns.”

45. Door ACM worden kostengebaseerde maximale tarieven vastgesteld zonder rekening te houden met politieke invloeden zoals hierboven beschreven. Volgens Carilec zou derhalve een percentage van (minstens) 10% acceptabel zijn.
46. Het rapport 2014-2015 beschrijft zelfs een gerealiseerde return on assets van 8,6% (bladzijde 65). Hiermee is de situatie dichterbij de 10% gekomen zoals genoemd in het rapport van 2009. Mogelijk is zelfs het acceptabele niveau hiermee gestegen, het rapport beschrijft dit niet verder.
47. In ieder geval kan eenvoudig geconstateerd worden dat het daadwerkelijke niveau van de kapitaalkosten in het Caribisch gebied significant hoger is dan de door ACM eerder vastgestelde WACC en voornemens is op basis van het concept besluit vast te stellen.
48. ACM kan deze rapporten eventueel ook zelf opvragen bij Carilec. Hoe het ook zijn, het is aan ACM om dergelijke toetsen op plausibiliteit te doen en te toetsen of de vast te stellen WACC vergelijkbaar is met projecten in het Caribisch Gebied. In ieder geval constateren wij dat in de situatie dat Europa uit de referentie wordt gehouden (zie voorgaand hoofdstuk) het resultaat dichterbij de daadwerkelijke vermogenskosten komt EN dichterbij hetgeen Carilec constateert en acceptabel acht.
49. Ook had ACM onderzoek kunnen doen naar rentekosten op eilanden die niet een bijzondere gemeente vormen van Nederland. Men had hiermee een deeltje van de aanneming kunnen toetsen dat het 'behoren tot Nederland' daadwerkelijk leidt tot lagere rentekosten voor Caribisch Nederland. Ook een dergelijk onderzoek ontbreekt.

Tussenconclusie

50. ACM heeft voornemens geen gehoor gegeven aan de richting die de wetgever heeft gegeven. Het had in de rede gelegen als ACM wel een onderzoek had gedaan naar vergelijkbare projecten in het Caribisch gebied om de plausibiliteit van het resultaat te toetsen. WEB heeft vrij eenvoudig informatie verkregen waarmee aangetoond kan worden dat de resultaten van het concept besluit te laag zijn.

Conclusie

51. Met het voorliggende besluit dreigt een te lage WACC en daarmee te laag redelijk rendement te worden vastgesteld. Het model van ACM is een theoretisch exercitie dat uitgaat van een mandje van investeringen (beleggingen) op meerdere continenten maar bevat geen enkele relatie met de daadwerkelijke vermogenskosten in Caribisch Nederland. Dit ondanks de richting die de wetgever nadrukkelijk heeft meegegeven. Naast het feit dat



Ref.no. W2019/478

Datum: 20 augustus 2019

het ontwerp besluit in strijd is met de relevante wetgeving wordt het redelijk rendement veel te laag vastgesteld.

52. Dit is genoegzaam aangetoond aan de hand van de nieuwe lening die momenteel wordt aangetrokken. De daadwerkelijke rentekosten hiervan zijn significant hoger dan de dekking die het model van ACM gunt. Hierdoor ontstaat er een ernstige onderdekking op de rentekosten wat alleen gecompenseerd kan worden door een intering op het rendement voor de verschaffers van eigen vermogen. Hierdoor is een gezond investeringsklimaat niet geborgd met alle consequenties van dien. Dit kan niet de bedoeling zijn van het vaststellen van een redelijk rendement, het is namelijk – zoals het nu voorligt - allesbehalve redelijk. Het nu vaststellen van een proxy, waarbij deze proxy ruim 20% onder de daadwerkelijke (op zich efficiënte) kosten wordt vastgesteld is simpelweg niet redelijk.
53. Er zijn twee belangrijke oorzaken. Enerzijds heeft ACM geen vergelijking gemaakt met vergelijkbare projecten in het Caribisch gebied en anderzijds heeft ACM een onjuiste vergelijking gemaakt door Europa toe te voegen aan het referentiegebied. Dit is louter gebaseerd op een onjuiste aanname door het 'behoren bij Europees Nederland'. Daarbij maakt ACM een fundamentele fout door niet te corrigeren voor koersverschillen.
54. Wij begrijpen dat we door de late consultatie in een 'tijds-klem' dreigen te raken, de tarievenronde voor 2020 is immers al gaande. Het verwijderen van Europa uit de referenties (en daarmee intrekken van de onjuiste aanname daartoe) voor het besluit 2020 t/m 2022 is echter relatief eenvoudig en zou direct plaats kunnen vinden. De resultaten worden hiermee direct meer representatief voor de daadwerkelijke (efficiënte) vermogenskosten. Een vergelijking met vergelijkbare projecten is vervolgens essentieel, maar zou indien niet anders mogelijk ook later kunnen plaatsvinden.
55. In het (uitzonderlijke) geval dat ACM meent dat er meer tijd nodig is voor fundamenteel onderzoek dan resteert er één optie: het voorlopig vaststellen van de WACC voor de tarieven 2020 op basis van de huidige WACC (2019) en een nacalculatie voor het verschil later. Wij hopen echter dat het niet zover hoeft te komen.

Wij vertrouwen erop dat wij u hiermee voldoende hebben geïnformeerd en zien met belangstelling uw reactie tegemoet. Uiteraard zijn wij te allen tijde bereid tot overleg.

Met vriendelijke groet,
WATER- EN ENERGIEBEDRIJF BONAIRE N.V.

J. Baertien-Nicastia
Financieel Directeur



**WATER- EN
ENERGIEBEDRIJF
BONAIRE**

Bijlagen:

- Calculatie WACC
- Rapport Carilec I
- Rapport Carilec II