



**Besluit van de Minister van Infrastructuur en Milieu, van 28 oktober 2013, nr. IENM/BSK-2013/239467, ter vaststelling van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet, bedoeld in artikel 10, derde lid, van de Drinkwaterwet, voor 2014 en 2015**

De Minister van Infrastructuur en Milieu,

Gelet op artikel 10, derde lid, van de Drinkwaterwet;

Besluit:

**Artikel 1**

Overeenkomstig artikel 10, derde lid, van de Drinkwaterwet is de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet voor 2014 en 2015 vastgesteld op 4.8%.

**Artikel 2**

Dit besluit treedt in werking met ingang van de dag na de datum van uitgifte van de Staatscourant waarin het wordt geplaatst.

Dit besluit zal met de toelichting in de Staatscourant worden geplaatst.

*De Minister van Infrastructuur en Milieu,  
M.H. Schultz van Haegen-Maas Geesteranus.*



## TOELICHTING

### Algemeen

In dit besluit wordt de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet vastgesteld op 4,8% en is daarmee 1,2% lager dan voor de periode 2012-2013. Dit wordt hieronder nader toegelicht.

### Vermogenskostenvoet

Met artikel 1 van dit besluit wordt uitvoering gegeven aan artikel 10, derde lid, van de Drinkwaterwet, door de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet vast te stellen. De met dit besluit vastgestelde vermogenskostenvoet geldt voor 2014 en 2015. Eerder is de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet vastgesteld voor 2012 en 2013.<sup>1</sup> De vermogenskostenvoet geeft het redelijk rendement op het geïnvesteerd vermogen dat geldt voor efficiënt gefinancierde Nederlandse drinkwaterbedrijven. Dit is het gewogen gemiddelde van de kostenvoet voor eigen vermogen en de kostenvoet voor vreemd vermogen. Daarmee wordt bepaald welke vermogenskosten de drinkwaterbedrijven maximaal mogen hanteren bij het bepalen van de tarieven. De vastgestelde gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet is voor alle Nederlandse drinkwaterbedrijven gelijk. Een nominale vermogenskostenvoet na belastingen wordt gehanteerd. De methode en algemene uitgangspunten voor de berekening van de vermogenskostenvoet zijn uiteengezet in artikel 6 van het Drinkwaterbesluit en artikel 5 van de Drinkwaterregeling. De gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet wordt veelal aangeduid met de term 'Weighted Average Cost of Capital' (hierna: WACC). Deze term zal in de toelichting worden gebruikt.

Voor de bepaling van de WACC is advies gevraagd aan de Autoriteit Consument & Markt (hierna: ACM).<sup>2</sup> ACM heeft dit advies op 5 juli 2013 aangeboden.<sup>3</sup> Bij de totstandkoming van het advies zijn belanghebbenden in de gelegenheid gesteld hun zienswijzen kenbaar te maken. Zienswijzen zijn ingediend door de Vewin, VEMW en de Consumentenbond, IPO en VNG. In haar advies is ACM ingegaan op de ingediende zienswijzen. De ACM adviseert een WACC van 4,8%. Dit advies neem ik over.

Voor de berekening van de WACC voor 2014 en 2015 is nagenoeg dezelfde methode gehanteerd als voor de periode 2012 en 2013. Wel zijn, binnen de vastgelegde uitgangspunten, enkele geringe aanpassingen in de berekeningswijze door ACM toegepast. Het betreft de volgende wijzigingen. De NMa hanteerde voor de jaren 2012 en 2013 bandbreedtes voor de verschillende parameters in de WACC. Dit resulteerde in twee puntschattingen voor de WACC; een aan de bovenkant van de bandbreedte en een aan de onderkant van de bandbreedte. Vervolgens gebruikte de NMa het middelpunt van de bandbreedte om te komen tot een waarde van de WACC voor de regulering. ACM kiest er nu voor om per afzonderlijke parameter tot een zo goed mogelijk beredeneerde puntschatting te komen, waarbij tevens rekening wordt gehouden met onderlinge consistentie tussen de parameters. Eén van de redenen hiervoor is dat het gebruik van bandbreedtes numeriek tot een overschatting van de WACC kan leiden. In haar advies heeft ACM voor elke parameter een puntschatting genomen. Tweede punt betreft het gebruik van data voor de bepaling van de marktrisicopremie. Voor periode 2012 en 2013 heeft de NMa Nederlandse data gebruikt voor de bepaling van de marktrisicopremie. Om een aantal redenen acht ACM het gebruik van data uit de Eurozone meer representatief. Derde wijziging in de berekening van de WACC betreft de referentieperiode voor de bepaling van de equity bèta: gekozen is voor een referentieperiode van drie jaar in plaats van twee en vijf jaar.

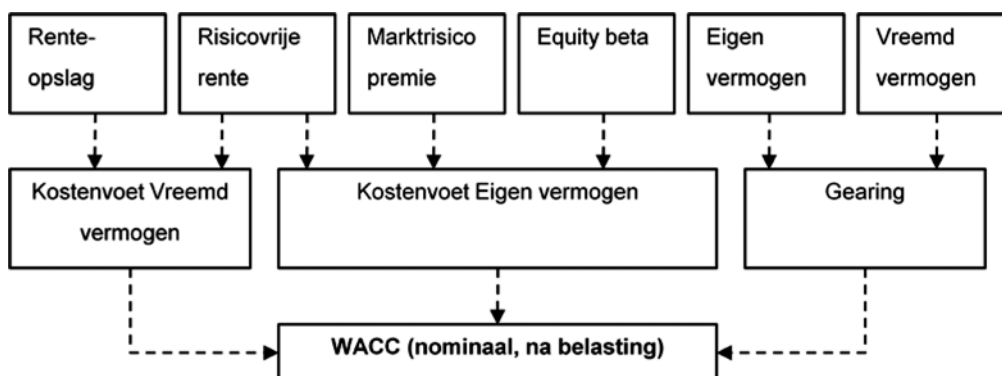
Figuur 1 bevat een schematische weergave van de berekening van de WACC. In deze figuur is te zien welke parameters van belang zijn bij deze berekening, en hoe zij met elkaar samenhangen. De afzonderlijke parameters worden in het hierna volgende kort toegelicht. Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar het advies van ACM.

<sup>1</sup> Stcrt. 2011, 19540

<sup>2</sup> ACM is gestart per 1 april 2013, ontstaan uit een samenvoeging van de NMa, de OPTA en de Consumentenautoriteit

<sup>3</sup> Advies vermogenskostenvoet drinkwaterbedrijven, ACM 2013, [www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl)

**Figuur 1: De parameters voor bepaling van de WACC**



Onderstaand is de algemene formule gegeven voor de berekening van de WACC.

$$WACC_{nominaal} = g \cdot k_{VV} + ((1 - g) \cdot k_{EV} / (1 - T))$$

waarbij:

g Gearing: aandeel vreemd vermogen in totaal van eigen en vreemd vermogen;

$k_{VV}$  Kostenvoet voor vreemd vermogen;

$k_{EV}$  Kostenvoet voor eigen vermogen;

T Het verwachte tarief voor vennootschapsbelasting (in procenten);

$WACC_{nominaal}$  De nominale vermogenskostenvergoeding ('Weighted Average Cost of Capital') vóór belastingen.

### **Kostenvoet vreemd vermogen**

De kostenvoet vreemd vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien bedrijven zich voor een belangrijk deel door middel van vreemd vermogen financieren. De kostenvoet vreemd vermogen wordt berekend als de som van de risicovrije rente en de renteopslag.

#### *Risicovrije rente*

De eerste parameter voor het bepalen van de kostenvoet vreemd vermogen is de risicovrije rente. De risicovrije rente betreft het in de markt gerealiseerde rendement op een investering zonder enige vorm van risico. In de praktijk bestaat een volledig risicovrije investering echter niet. De risicovrije rente is gebaseerd op een nominale Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van tien jaar, aan de hand van het gemiddelde gerealiseerde rendement over de voorafgaande twee jaren en de voorafgaande vijf jaren. Uit onderzoek blijkt dat de rente (op dagbasis) op tienjaars Nederlandse staatsobligaties in de afgelopen twee jaar gemiddeld 2,43% bedroeg en in de afgelopen vijf jaar gemiddeld 3,14%. Het gemiddelde hiervan geeft een risicovrije rente van 2,78%.

#### *Renteopslag*

De rente-opslag betreft de vergoeding voor het extra risico dat verschaffers van vreemd vermogen lopen in vergelijking met een risicovrije investering. Hoe lager de kredietwaardigheid van een onderneming, des te hoger de rente-opslag zal zijn. ACM adviseert 'single A-rating' als uitgangspunt te hanteren bij de bepaling van de rente-opslag. De gemiddelde rente-opslag van Europese nutsbedrijven met een single A-rating over de afgelopen twee jaar komt uit op 1,12%. Daarnaast is de gemiddelde rente-opslag bepaald van generieke obligaties van bedrijven met een single A-rating. Het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar komt uit op 1,48%. Omdat drinkwaterbedrijven in principe alle gemaakte kosten vergoed krijgen via de tarieven (kostendeckende tarieven) is het risico op investeringen in drinkwaterbedrijven zeer laag. ACM adviseert daarom van de twee bepaalde risico-opslagen de laagste waarde te nemen. Dit advies is consistent met het advies dat ACM in 2011 heeft gegeven over de rente-opslag. Op grond van het bovenstaande is een rente-opslag toegepast van 1,12%.

Artikel 5 van het Drinkwaterbesluit bepaalt dat bovenop de rente-opslag transactiekosten worden berekend. ACM concludeert dat de transactiekosten die gepaard gaan met financiering met vreemd vermogen een verhoging van de rente-opslag met 10 tot 20 basispunten kunnen rechtvaardigen. Overeenkomstig het ACM advies is een verhoging van de rente-opslag van 0,15% toegepast.

De risicovrije rente van 2,78%, samen met de rente-opslag van 1,12% en de opslag voor transactiekosten van 0,15% leidt tot een kostenvoet vreemd vermogen van 4,05%.



## **Kostenvoet eigen vermogen**

De kostenvoet eigen vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen.

De kostenvoet eigen vermogen is bepaald met behulp van het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Dit model wordt door de financiële wereld en toezichhouders als het meest geschikte model voor de bepaling van de WACC beschouwd. De kostenvoet eigen vermogen wordt bepaald door het product van de marktrisicopremie en de bèta bij de risicovrije rente op te tellen.

### **Marktrisicopremie**

De marktrisicopremie is het geëiste rendement dat beleggers in de markt kunnen realiseren voor het extra risico dat investeren in de marktportefeuille oplevert in vergelijking met een risicovrije investering. De hoogte van de marktrisicopremie kan worden vastgesteld door gebruik te maken van de historisch gerealiseerde (ex post) marktrisicopremie. Dit is een omvangrijk onderzoek naar de hoogte van de marktrisicopremie in 22 verschillende landen gedurende de periode 1900-2013. De ACM heeft ook gekeken naar verwachtingen voor toekomstige rendementen. ACM komt tot de conclusie dat deze informatie niet leidt tot aanpassing van de marktrisicopremie op basis van historische rendementen. ACM adviseert de marktrisicopremie te baseren op basis van de historische marktrisicopremie van de Eurozone. Dit komt uit op 5,0%.

### **Bèta**

Voor de vaststelling van de kostenvoet eigen vermogen is tevens de zogenaamde *equity bèta* benodigd voor de drinkwaterbedrijven. De equity bèta is een maat voor het risico dat een investeerder loopt door te investeren in de aandelen van een specifieke onderneming ten opzichte van het risico van het investeren in de marktportefeuille. Dit risico wordt het marktrisico genoemd.<sup>4</sup>

Voor het bepalen van de bèta is het niet mogelijk om de bèta van de drinkwaterbedrijven zelf te bepalen aangezien het geen beursgenoteerde ondernemingen zijn. De bèta van de drinkwaterbedrijven wordt daarom benaderd door de bèta te berekenen van beursgenoteerde ondernemingen met soortgelijke activiteiten (hierna: de vergelijkingsgroep voor de bèta). Bedrijven voor de vergelijkingsgroep zijn geselecteerd op basis van een aantal criteria.

De equity bèta wordt in vier stappen berekend. In het ACM advies zijn deze stappen nader beschreven. Op basis van deze stappen komt de ACM voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven op een asset bèta van 0,27 en een equity bèta van 0,54.

De risicovrije rente van 2,78%, samen met de marktrisicopremie van 5,0% en de equity bèta van 0,54 leidt tot een kostenvoet eigen vermogen (na belasting) van 5,48%.

## **Gearing en belastingvoet**

### **Gearing**

Naast de kostenvoet eigen vermogen en de kostenvoet vreemd vermogen is ook de gearing van belang voor het berekenen van de WACC. 'Gearing' betreft de mate waarin een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, uitgedrukt als fractie van het totale vermogen. Aangezien de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen voor belasting, is het belangrijk om de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen vast te stellen. Daarnaast is de gearing van belang bij het berekenen van de equity bèta. Voor de bepaling van de gearing wordt uitgegaan van een efficiënt gefinancierde onderneming met een gezonde financiële positie. Als uitgangspunt is een *credit rating* in de A-range gekozen voor gezonde ondernemingen. Op basis van onderzoek is vastgesteld dat een groep ondernemingen in de gereguleerde sector met een A-rating een gemiddelde gearing van 46% heeft. De gemiddelde gearing van de vergelijkingsgroep van drinkwaterbedrijven voor de bèta bedraagt 50% en is dus vrijwel gelijk aan de hierboven berekende gearing. Op basis van de gemiddelde gearing van gezonde ondernemingen en de gemiddelde gearing van de groep vergelijkbare bedrijven adviseert ACM een gearing van 50%.

### **Belastingvoet**

De belastingvoet is van belang voor het bepalen van de WACC na belasting. Drinkwaterbedrijven zijn echter niet belastingplichtig voor de activiteiten die voortkomen uit hun wettelijke taken. De belastingvoet wordt daardoor op 0% gezet, waardoor deze geen invloed heeft op de hoogte van de WACC.

<sup>4</sup> Ook wel: systematisch risico of niet-diversificeerbaar risico.



Daarmee is voor de drinkwaterbedrijven de WACC nominaal vóór belastingen gelijk aan de WACC nominaal ná belastingen.

### **Berekening van de vermogenskostenvoet**

De kostenvoet voor vreemd vermogen is bepaald op 4,05%. De kostenvoet voor eigen vermogen is berekend op 5,48%. Met een gearing van 50% en een belastingvoet van 0% volgt hieruit een nominale WACC van 4,8%. Tabel 2 geeft een overzicht van de waarden van de parameters en de hieruit berekende nominale WACC.

**Tabel 2: Opbouw van de WACC**

WACC parameter	Waarde
Risicovrije rente	2,78%
Rente-opslag	1,12%
Opslag transactiekosten	0,15%
<b>Kostenvoet vreemd vermogen</b>	<b>4,05%</b>
Asset bèta	0,27
Equity bèta	0,54
Marktrisicopremie	5,00%
<b>Kostenvoet eigen vermogen</b>	<b>5,48%</b>
Gearing	50%
Belastingvoet	0%
<b>Nominale WACC</b>	<b>4,8%</b>

De nominale WACC van 4,8% voor 2014 en 2015 is 1,2 procentpunt lager dan de WACC voor 2012 en 2013. Dit verschil is in belangrijke mate het gevolg van de daling van de rente.

*De Minister van Infrastructuur en Milieu,  
M.H. Schultz van Haegen-Maas Geesteranus.*