



## **Besluit van de Minister van Infrastructuur en Waterstaat, van 31 oktober 2019, nr. IENW/BSK-2019/222451, houdende vaststelling van het aandeel eigen vermogen in het totale vermogen, bedoeld in artikel 10, tweede lid, van de Drinkwaterwet en van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet, bedoeld in het derde lid van het genoemde artikel, voor 2020 en 2021**

De Minister van Infrastructuur en Waterstaat,

Gelet op artikel 10, tweede lid, van de Drinkwaterwet juncto artikel 7 van het Drinkwaterbesluit en artikel 10, derde lid, van de Drinkwaterwet;

BESLUIT:

### **Artikel 1**

Het maximaal toegestane aandeel eigen vermogen in het totale vermogen van een drinkwaterbedrijf, bedoeld in artikel 10, tweede lid, van de Drinkwaterwet, wordt voor de kalenderjaren 2020 en 2021 vastgesteld op 70%.

### **Artikel 2**

De gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet, bedoeld in artikel 10, derde lid, van de Drinkwaterwet, wordt voor de kalenderjaren 2020 en 2021 vastgesteld op 2,75%.

### **Artikel 3**

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 Waterstaat,  
C. van Nieuwenhuizen Wijbenga*

### **Bezwaar**

Op grond van de Algemene wet bestuursrecht kunnen belanghebbenden een bezwaarschrift indienen tegen artikel 1 van dit besluit binnen zes weken na de dag waarop dit is bekendgemaakt. Het bezwaarschrift moet worden gericht aan de Minister van Infrastructuur en Waterstaat, ter attentie van de Hoofddirectie Bestuurlijke en Juridische Zaken, afdeling Algemeen Bestuurlijk-Juridische Zaken, postbus 20901, 2500 EX, Den Haag. Het bezwaarschrift dient te zijn ondertekend en ten minste te bevatten:

- naam en adres van de indiener;
- de dagtekening;
- een omschrijving van het besluit waartegen het bezwaarschrift zich richt (datum en nummer of kenmerk); en
- een opgave van de redenen waarom men zich met het besluit niet kan verenigen.

Het niet voldoen aan deze eisen kan leiden tot niet-ontvankelijkheid van het bezwaarschrift.



## TOELICHTING

### Algemeen

In dit besluit is het maximaal toegestane aandeel eigen vermogen van het totale vermogen voor drinkwaterbedrijven voor de kalenderjaren 2020 en 2021 vastgesteld op 70%. Daarnaast wordt met dit besluit de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet voor de kalenderjaren 2020 en 2021 vastgesteld op 2,75%.

### **Maximaal toegestane aandeel eigen vermogen**

Voor bepaling van de het maximaal toegestane aandeel eigen vermogen is advies gevraagd aan de Autoriteit Consument en Markt (ACM). De ACM ziet geen aanleiding om het maximaal toegestane aandeel eigen vermogen te wijzigen ten opzichte van de periode 2018-2019, zoals vastgesteld door de minister van Infrastructuur en Milieu bij besluit van 12 oktober 2015, nr. IENM/BSK-2015/197529 (Staatscourant 34546). Het maximaal toegestane aandeel eigen vermogen in het totale vermogen blijft daarom gehandhaafd op 70%.

### **Gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet**

Met artikel 2 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 de kalenderjaren 2020 en 2021. 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 drinkwaterbedrijven maximaal mogen hanteren bij het bepalen van de tarieven. De vastgestelde 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 opgenomen 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 verder in deze toelichting worden gebruikt.

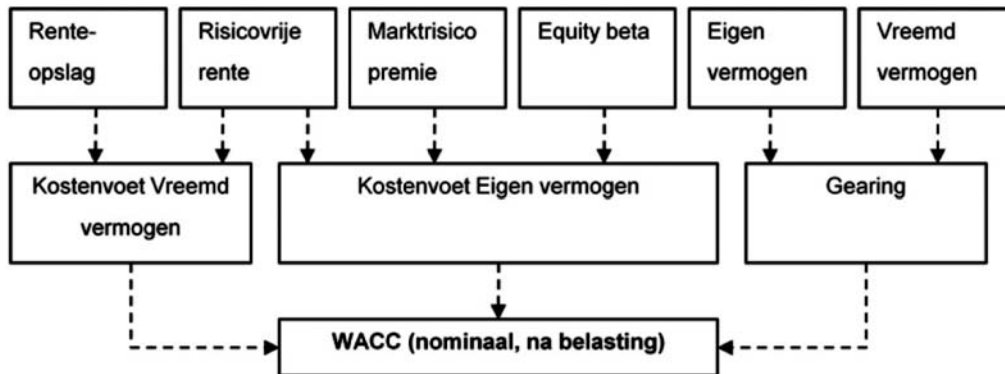
Voor de bepaling van de WACC is conform artikel 8a van het Drinkwaterbesluit advies gevraagd aan de ACM. ACM heeft haar advies op 24 juli 2019 aangeboden.<sup>1</sup> Bij de totstandkoming van het advies zijn belanghebbenden in de gelegenheid gesteld hun zienswijzen kenbaar te maken. Zienswijzen zijn ingediend door de Vewin (Vereniging van drinkwaterbedrijven in Nederland), IPO (Interprovinciaal Overleg), VNG (Vereniging Nederlandse Gemeenten) en de VEMW (zakelijke energie- en watergebruikers). In haar advies gaat de ACM in op de ingediende zienswijzen. De ACM adviseert een WACC van 2,75%. Dat advies is overgenomen.

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

In artikel 6 van het Drinkwaterbesluit is bepaald volgens welke methode de WACC moet worden berekend. Deze methode is door de ACM gehanteerd. In figuur 1 is opgenomen welke parameters bij de berekening worden betrokken en hoe deze samenhangen.

<sup>1</sup> Advies vermogenskostenvoet drinkwaterbedrijven, ACM, 2019, [www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl)

Figuur 1: De parameters voor bepaling van de WACC



### ***Kostenvoet Vreemd Vermogen***

De kostenvoet vreemd vermogen is van belang voor bepaling 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, inclusief een opslag voor transactiekosten. De risicovrije rente van 0,55%, samen met de renteopslag van 0,91% en de opslag voor transactiekosten van 0,15% leidt tot een kostenvoet vreemd vermogen van 1,61%. Dit wordt onderstaand toegelicht.

#### ***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 10 jaar, aan de hand van het gemiddeld gerealiseerde rendement over de voorafgaande twee jaren en de voorafgaande vijf jaren. Uit onderzoek blijkt dat de rente op tienjaars Nederlandse staatsobligaties in de afgelopen twee jaar gemiddeld 0,50% bedroeg en in de afgelopen vijf jaar gemiddeld 0,60%. Het gemiddelde hiervan geeft een risicovrije rente van 0,55%.

#### ***Renteopslag***

De renteopslag 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 renteopslag zal zijn. ACM adviseert een 'single A-rating' als uitgangspunt te hanteren bij de bepaling van de renteopslag van de groep van vergelijkbare ondernemingen.

Om de renteopslag te berekenen, kijkt de ACM naar de rente op obligaties van bedrijven met een vergelijkbare kredietwaardigheid en/of vergelijkbare activiteiten. De renteopslag is hierbij het verschil tussen de rente op de obligaties van deze bedrijven en de rente op staatsobligaties. Om de renteopslag zo goed mogelijk in te kunnen schatten, dienen de karakteristieken van obligaties aan de hand waarvan de renteopslag wordt bepaald zoveel mogelijk overeen te komen met de karakteristieken van de obligaties op basis waarvan de risicovrije rente is bepaald. Voor het schatten van de renteopslag kijkt de ACM daarom naar de renteopslag in de afgelopen twee en vijf jaar. Op grond van het bovenstaande komt de gemiddelde renteopslag van de groep vergelijkbare bedrijven met een single A-rating uit op 1,16%. De gemiddelde renteopslag van generieke obligaties van bedrijven met een single A-rating komt uit op 0,66%. Hierdoor bedraagt de renteopslag 0,91%, zijnde het gemiddelde van beide bedragen.

#### ***Transactiekosten***

In de Drinkwaterregeling (art. 5, lid c) staat dat bovenop de renteopslag transactiekosten worden berekend. In lijn met het advies voor de voorgaande periode is die bepaald op 0,15%.

### ***Kostenvoet eigen vermogen***

De kostenvoet eigen vermogen is bepaald met behulp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM). De kostenvoet eigen vermogen wordt bepaald door het product van de marktrisicopremie en de equity bèta bij de risicovrije rente op te tellen. De risicovrije rente van 0,55%, samen met de marktrisico-



premie van 4,95% en de equity bèta van 0,54, leidt tot een kostenvoet eigen vermogen (na belasting) van 3,24%. Dit wordt hieronder toegelicht.

### **Marktriscopremie**

De marktriscopremie 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 marktriscopremie bepaalt de ACM op basis van het gewogen gemiddelde van de historische marktriscopremie van de Eurozone, waarbij zowel historisch gerealiseerde rendementen als verwachtingen over toekomstige rendementen in de bepaling zijn betrokken. De uitkomst betreft een gemiddelde van het rekenkundig en het meetkundig gemiddelde en komt uit op 4,95%.

### **Bèta**

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 marktportefolio. Het risico van het investeren in de marktportefolio wordt ook wel het marktrisiko genoemd. 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 drinkwaterbedrijven wordt daarom benaderd door de bèta te berekenen van beursgenoteerde ondernemingen met soortgelijke activiteiten.

Met betrekking tot de bèta heeft de ACM op advies van Brattle dezelfde weging aangehouden als in het advies voor 2018 en 2019. De Europese waterbedrijven bepalen de waarde van de bèta voor 50%. De Amerikaanse bedrijven en de Europese energiebedrijven wegen beide voor 25% mee. De ACM kiest hiervoor om zo het meest representatieve deel van de vergelijkingsgroep meer bepalend te laten zijn voor de hoogte van de bèta. Na een aantal berekeningsstappen komt ACM uit op een equity bèta van 0,54.

### **Gearing en belastingvoet**

#### **Gearing**

Gearing betreft de mate waarin een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, uitgedrukt als fractie van het totale vermogen. Voor de bepaling van de gearing wordt uitgegaan van een efficiënt gefinancierde onderneming met een gezonde financiële positie. Uitgangspunt is een credit rating in de A-range. Op basis van onderzoek blijkt dat de bedrijven uit de vergelijkingsgroep met een credit rating in de A-range een gemiddelde gearing van 27% hebben. Gezien de gearing niet lager kan liggen dan 30%, wordt de gearing naar boven afgerond (d.w.z. 30%). Dat betekent dat voor het aandeel eigen vermogen van het totale vermogen daarom 70% in de WACC-berekening wordt gehanteerd (100% – 30% gearing).

In de WACC voor de jaren 2018 en 2019 hanteerde de ACM een gearing van 40%. Daarvan wordt in het huidige besluit afgeweken, omdat de gearing van met de Nederlandse drinkwatersector vergelijkbare bedrijven zich rond de 30% zal bevinden. Overigens heeft de gearing van 40% naar 30% een WACC-effect van 0,11%-punt, respectievelijk van 2,86% naar 2,75%. De ACM acht deze aanpak redelijk en passend binnen het wettelijke kader.

#### **Belastingvoet**

De belastingvoet is van belang voor het bepalen van de WACC na belasting. Aangezien drinkwaterbedrijven niet belastingplichtig zijn wordt de belastingvoet op 0% gesteld. Daarmee is voor drinkwaterbedrijven de WACC nominaal vóór belastingen gelijk aan de WACC nominaal ná belastingen.

### **Berekening van de vermogenskostenvoet**

De WACC wordt, conform Bijlage C van artikel 6 van het Drinkwaterbesluit, op onderstaande wijze berekend:

$$r_{TV} = r_{VV} \times (1 - EV) + r_{EV} \times EV;$$

waarbij:

$r_{TV}$  = gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet;

$r_{VV}$  = vergoeding voor vreemd vermogen;



$r_{EV}$  = vergoeding voor eigen vermogen;

EV = aandeel eigen vermogen in het totaal van eigen en vreemd vermogen.

De vergoeding vreemd vermogen ( $r_{VV}$ ) en de vergoeding eigen vermogen ( $r_{EV}$ ) worden als volgt bepaald:

$$r_{VV} = rr + ro;$$

$$r_{EV} = rr + \beta_{EV} \times mrp;$$

waarbij:

rr = risicovrije rente, inclusief inflatie;

ro = rente-opslag;

mrp = marktrisicopremie;

$\beta_{EV}$  = De equity bèta is een maat voor het marktrisico 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.

In tabel 1 zijn de waarden van de verschillende parameters samengevat.

Tabel 1: Opbouw WACC

WACC parameter	Waarde
Risicovrije rente (rr)	0,55%
Renteopslag (ro)	0,91%
Opslag transactiekosten (art. 5, lid c drinkwaterregeling)	0,15%
<b>Kostenvoet vreemd vermogen (incl. transactiekosten) (<math>r_{VV}</math>)</b>	<b>1,61%</b>
Equity bèta ( $\beta_{EV}$ )	0,54
Marktrisicopremie (mrp)	4,95%
<b>Kostenvoet eigen vermogen (<math>r_{EV}</math>)</b>	<b>3,24%</b>
Aandeel eigen vermogen in het totale vermogen (EV) (1-Gearing)	70%
<b>Nominale WACC (<math>r_{TV}</math>)</b>	<b>2,75%</b>

De kostenvoet voor vreemd vermogen is bepaald op 1,61% en telt 30% mee in de WACC-berekening. De kostenvoet voor eigen vermogen is berekend op 3,24% en telt 70% mee in de WACC-berekening. Met een aandeel vreemd vermogen en eigen vermogen van het totale vermogen van respectievelijk 30% en 70% volgt een nominale WACC van 2,75%.

*De Minister van Infrastructuur en Waterstaat,  
C. van Nieuwenhuizen Wijbenga*