

What the WACC?

mr. drs. J.E. Janssen¹

De titel van dit artikel verwijst naar de verzuchting die menig manager van een gereguleerd bedrijf slaakt bij de vaststelling van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvergoeding (*weighted average cost of capital* of WACC) door de toezichthouder. In dit artikel bespreekt de auteur de toepassing van de WACC in de Nederlandse energietransportsector. Daarbij zal eerst het wettelijke kader worden geschetst, daarna volgt een toelichting op de verschillende elementen van de WACC en ten slotte wordt de toepassing van de WACC in de energietransportsector besproken.

1. Wettelijk kader

De methode van tariefregulering in de energietransportsector in Nederland is gebaseerd op een systeem van *price cap*-regulering. Het idee daarbij is om de werking van een concurrerende markt na te bootsen. In een concurrerende markt geeft een bedrijf veranderingen in de kostprijs als gevolg van inflatie en technologische vooruitgang door aan de consument.

Conform dit systeem bepalen de Elektriciteitswet 1998 (hierna: E-wet) en de Gaswet dat de Autoriteit Consument en Markt (hierna: ACM) jaarlijks de maximumtarieven vaststelt die de regionale netbeheerders elektriciteit (hierna ook wel: RNBE), de regionale netbeheerders gas (hierna ook wel: RNBG), de beheerder van het landelijk hoogspanningsnet (hierna: TenneT) en de beheerder van het landelijk hoge druk gastransportnet (hierna: GTS) mogen rekenen voor het transport van energie.² De tarieven zijn daarbij een afgeleide van de toegestane inkomsten die ACM volgens de *price cap*-formule bepaalt, dat wil zeggen met inachtneming van een jaarlijkse indexatie op basis van de consumentenprijsindex en met bijstelling op basis van de verwachte mate van doelmatigheidsverandering. Die bijstelling vindt plaats door toepassing van een korting ter bevordering van de doelmatige bedrijfsvoering (deze doelmatigheidskorting wordt ook wel x-factor genoemd).³ Deze 'korting' kan, op grond van vaste jurisprudentie van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: CBB), ook negatief zijn.⁴

ACM beschrijft de methode van regulering, waaronder de bepaling van de doelmatigheidskorting, in zogenoemde 'methodebesluiten'. Bij wet is voorgeschreven dat deze methodebesluiten een looptijd van drie tot vijf jaar hebben.⁵ De huidige methodebesluiten hebben een looptijd van vijf jaar, van 2017 tot en met 2021.⁶ ACM stelt afzonderlijke methodebesluiten vast voor de RNBE, RNBG, TenneT en GTS. De wettelijke opdracht aan ACM tot vaststelling van een methodebesluit bevat een aantal, deels conflicterende, belangen waarmee ACM rekening moet houden. Het gaat niet alleen om het bevorderen van de doelmatigheid, maar ook om de belangen van voorzieningszekerheid, duurzaamheid en een redelijk rendement op investeringen.⁷

De doelmatigheidskorting heeft onder meer tot doel te bereiken dat de netbeheerder geen rendement kan behalen dat hoger is dan in het economisch verkeer gebruikelijk en dat de gelijkwaardigheid in de doelmatigheid van de netbeheerders wordt bevorderd.⁸ De doelmatigheidskorting wordt door ACM bepaald door netbeheerders met elkaar te vergelijken.⁹ ACM kijkt hoe efficiënt een netbeheerder is door te kijken naar de kosten van die netbeheerder ten opzichte van door ACM gedefinieerde uniforme prestaties. ACM stelt de toegestane inkomsten per netbeheerder zo vast dat alleen de door ACM efficiënt geoordeelde kosten, inclusief een redelijk rendement, vergoed worden. Indien een netbeheerder in een reguleringsperiode dezelfde prestaties levert tegen lagere kosten mag hij het verschil houden en maakt hij dus een hoger rendement dan het vooraf door ACM vastgestelde redelij-

1. Jan Erik Janssen is advocaat bij Stek en redacteur van dit tijdschrift.

2. Zie de art. 41c, eerste lid, E-wet (RNBE en TenneT), 81c, eerste lid, Gaswet (RNBG) en 82, vijfde lid, Gaswet (GTS).

3. Zie de art. 41b, eerste lid, E-wet (RNBE en TenneT), 81b, eerste lid, Gaswet (RNBG). Bij de tariefregulering voor de RNBE wordt bij de vaststelling van de toegestane inkomsten ook rekening gehouden met de kwaliteit van de netten, op basis van het aantal storingen, door middel van een zogenoemde q-factor. Zie hierover A.Th. Meijer, 'Kwaliteitsregulering ... na x komt q', *NTE* 2005, nr. 2, p. 56.

4. Zie CBB 23 april 2013, ECLI:NL:CBB:2013:CA1052, r.o. 3.3.

5. Zie de art. 41, eerste lid, E-wet (RNBE en TenneT), 81, eerste lid, Gaswet (RNBG) en 82, tweede lid, Gaswet (GTS).

6. De methodebesluiten zijn te vinden op www.acm.nl.

7. Zie de art. 41, eerste lid, E-wet (RNBE, TenneT), 81, eerste lid, Gaswet (RNBG) en 82, tweede lid, Gaswet (GTS).

8. Zie de art. 41, derde lid, E-wet (RNBE, TenneT), 81, tweede lid, Gaswet (RNBG). Zie voor GTS art. 82, tweede lid, Gaswet.

9. Zie ook *Kamerstukken II* 2002/03, 28 174, nr. 28, p. 14. De regionale netbeheerders elektriciteit en gas worden met elkaar vergeleken. Bij TenneT en GTS wordt gebruik gemaakt van een vergelijking met buitenlandse bedrijven.

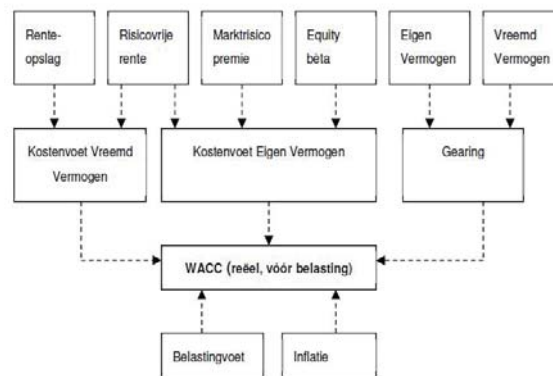
ke rendement. Zo beoogt de doelmatigheidskorting een prikkel te geven aan netbeheerders om hun doelmatigheid te verbeteren.

De door ACM vastgestelde efficiënte kosten bestaan uit kapitaalkosten en operationele kosten. De kapitaalkosten zijn de som van de afschrijvingen en de vermogenskosten. De vermogenskosten van een netbeheerder berekent ACM door de waarde van de activa van die netbeheerder te vermenigvuldigen met de WACC, het redelijk geoordeelde rendement voor de betreffende reguleringsperiode. Daarvoor wordt de waarde van de activa per netbeheerder gestandaardiseerd. De efficiënte vermogenskosten van een netbeheerder is de uitkomst van de vermenigvuldiging van zijn gestandaardiseerde activawaarde (hierna: GAW) met de voor alle netbeheerders vastgestelde WACC. ACM geeft geen garantie dat de tariefregulering de werkelijke vermogenskosten van een netbeheerder vergoedt. Bij de WACC gaat ACM uit van de geschatte vermogenskosten van een efficiënt gefinancierde netbeheerder.

2. Elementen van de WACC

2.1. Algemeen

Sinds de samenvoeging van de Nederlandse Mededingingsautoriteit, de Consumentenautoriteit en de Onafhankelijke Post en Telecommunicatie Autoriteit tot ACM per 1 april 2013, geeft ACM zich er meer rekenschap van dat de vaststelling van WACC in de verschillende sectoren waarop zij toezicht houdt op een consistente manier gebeurt. In de energiesector wordt een zelfde WACC vastgesteld ten behoeve van de RNBE, de RNBG, TenneT en GTS.¹⁰ De WACC die ACM vaststelt bevat geen vergoeding voor inflatie en is dus een reële WACC in plaats van een nominale WACC. De ratio hiervan is dat de gerealiseerde inflatie wordt vergoed in de door ACM vastgestelde totale inkomsten doordat jaarlijks de GAW van de netbeheerder wordt geïndexeerd. ACM houdt bij de vaststelling van de WACC rekening met een vergoeding voor de door netbeheerders te betalen vennootschapsbelasting. ACM stelt daarom een (reële) WACC vóór belasting vast. Hierna wordt achtereenvolgens ingegaan op de parameters voor het vaststellen van een dergelijke (geschatte) reële WACC vóór belastingen: (1) de kostenvoet vreemd vermogen; (2) de kostenvoet eigen vermogen; (3) de gearing; (4) de belastingvoet; en (5) de inflatie. Dit leidt tot het volgende plaatje (bron: ACM):



2.2. Kostenvoet vreemd vermogen

ACM berekent de kostenvoet vreemd vermogen als de som van de risicovrije rente en de renteopslag. Voor de schatting van de risicovrije rente gebruikt ACM in de methodebesluiten 2017-2021 een combinatie van het geëiste rendement op Nederlandse en Duitse staatsobligaties. De renteopslag is de vergoeding voor het extra risico dat verschaffers van vreemd vermogen lopen in vergelijking met een risicovrije investering. Deze renteopslag is afhankelijk van de kredietwaardigheid van een efficiënte netbeheerder. In de methodebesluiten 2014-2016 richtte ACM zich bij de vaststelling van de kostenvoet vreemd vermogen uitsluitend op de geschatte kosten van de netbeheerders voor het aantrekken van nieuw vreemd vermogen. De kosten van bestaande leningen werden genegeerd. Het CBb oordeelde dat dit onjuist was en droeg ACM op rekening te houden met bestaande leningen door toepassing van het zogenoemde 'trapjesmodel', waarbinnen bij de schatting van de kosten vreemd vermogen voor een netbeheerder rekening wordt gehouden met het (afnemende) aandeel bestaand vreemd vermogen gedurende de reguleringsperiode.¹¹ Het trapjesmodel gaat uit van een netbeheerder die zijn leningen voor een looptijd van tien jaar aangaat en waarbij elk jaar 10% van de leningenportefeuille afloopt, die de netbeheerder in de reguleringsperiode tegen de dan geldende marktrente zal moeten herfinancieren. In de methodebesluiten 2017-2021 wordt de WACC in het eindjaar 2021 gebaseerd op dit trapjesmodel. Daarnaast worden twee WACC's vastgesteld waarin geen of in slechts beperkte mate sprake is van bestaand vreemd vermogen, te weten een WACC voor 2016 en een WACC voor uitbreidingsinvesteringen. In de methodebesluiten 2017-2021 is de renteopslag bepaald op basis van de historische renteopslag van Europese nutsbedrijven met een single A-rating bovenop de risicovrije rente. Daarnaast heeft ACM de renteopslag verhoogd met enkele basispunten voor transactiekosten die gepaard gaan met de financiering met vreemd vermo-

10. In de vorm van een gezamenlijke (identieke) bijlage over de uitwerking van de methode voor de WACC bij de respectieve methodebesluiten.

11. Zie CBb 12 januari 2016, netbeheerders t. ACM, ECLI: NL:CBB:2016:15, r.o. 3.2-4.1 (tweede tussenuitspraak).

gen. In de methodebesluiten 2017-2021 resulteert dit in een kostenvoet vreemd vermogen voor de WACC in het jaar 2021 van 2,19%.¹²

2.3. Kostenvoet eigen vermogen

ACM berekent de kostenvoet vreemd vermogen door bij de risicovrije rente het product van de marktrisicopremie en de equity bèta op te tellen (risicovrije rente + (marktrisicopremie * equity bèta)). Zoals hiervoor aangegeven schat ACM de risicovrije rente op basis van Nederlandse en Duitse staatsobligaties. Het gebruik van Duitse staatsobligaties is niet onomstreden in het licht van het feit dat de netbeheerders bij wet¹³ in handen moeten zijn van de staat, provincies, gemeenten of andere openbare lichamen in Nederland. ACM baseert de marktrisicopremie op de historisch gerealiseerde cijfers en hanteert hierbij verwachtingen als sanity check.¹⁴ 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 marktportfolio (het niet-diversifieerbare risico). De netbeheerders zijn niet beursgenoteerd. Voor het schatten van de equity bèta van een efficiënt gefinancierde netbeheerder maakt ACM daarom gebruik van een vergelijkingsgroep die bestaat uit beursgenoteerde ondernemingen met activiteiten die zoveel mogelijk overeenkomen met de gereguleerde activiteiten van de netbeheerders (de peers).¹⁵ In de praktijk gaat ACM daarbij, net als de overige Europese toezichthouders, af op door haar ingeschakelde deskundigen. De praktijk is er een van veel, vaak niet onomstreden, verschillen tussen reguleringsperiodes en tussen toezichthouders. Het is opmerkelijk dat de Europese toezichthouders niet meer uniformiteit hebben kunnen bereiken met betrekking tot een representatieve vergelijkingsgroep voor de be-

paling van de equity bèta. In de methodebesluiten 2017-2021 resulteert de berekening van ACM in een kostenvoet eigen vermogen voor de WACC in het jaar 2021 van 5,02%.¹⁶

2.4. Gearing

Gearing betreft de mate waarin een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, uitgedrukt als deel van het totale vermogen. De gearing van een efficiënt gefinancierde netbeheerder moet worden vastgesteld omdat de WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen. ACM bepaalt de gearing aan de hand van de gearing van bedrijven in de vergelijkingsgroep. In de methodebesluiten 2017 heeft ACM de gearing vastgesteld op 50%.¹⁷

2.5. Belastingvoet

De belastingvoet is het gemiddeld geldende (marginale) tarief voor vennootschapsbelasting voor de netbeheerders gedurende de reguleringsperiode. Voor de reguleringsperiode 2017-2021 is het tarief van de vennootschapsbelasting van 25% gehanteerd.¹⁸

2.6. Inflatie

ACM moet de berekende nominale WACC corrigeren voor de verwachte inflatie omdat zij een reële WACC vaststelt. De inflatie waarmee ACM de nominale WACC corrigeert moet zo goed mogelijk de verwachte inflatie over de reguleringsperiode reflecteren. Dat dit geen sinecure is blijkt wel uit het feit dat ACM in de methodebesluiten 2014-2016 (uit 2013) is uitgegaan van een geschatte inflatie van 2,0% terwijl de daadwerkelijke inflatie over het jaar 2016 maar 0,7% bedroeg. De impact van een dergelijke overschatting van de inflatie voor de rendementen van de netbeheerders en hun vermogensverschaffers is groot. Dat speelt te meer omdat ACM de verschillen tussen de geschatte inflatie en de daadwerkelijke inflatie niet verdisconteert in een volgende reguleringsperiode.¹⁹ In de methodebesluiten 2017-2021 wordt de inflatie in de WACC voor het eindpunt van de regulering (2021) voor de helft gebaseerd op gerealiseerde inflatiecijfers over de jaren 2013-2015 (van 1,03%) en voor de helft op een schatting van de Europese Centrale Bank (van

12. Te weten de som van de schattingen voor de risicovrije rente van 1,28%, de renteopslag van 0,76% en de opslag transactiekosten van 0,15%. Zie bijlage 2 bij de methodebesluiten 2017-2021, paragraaf 1.

13. Zie de art. 93 E-wet en 85 Gaswet.

14. In eerdere methodebesluiten is gekozen voor een middellijk van historische en toekomst-georiënteerde gegevens. Het beroep van TenneT tegen het methodebesluit 2014-2016 dat ACM haar keuze voor uitsluitend historische gegevens onvoldoende heeft gemotiveerd is door het CbB afgewezen (CbB 11 augustus 2015, TenneT t. ACM, ECLI:NL:CBB:2015:272, r.o. 3.1-3.5).

15. De equity bèta voor netbeheerders wordt in drie stappen berekend. Eerst worden de equity bèta's van de peers in de vergelijkingsgroep bepaald door de correlatie van de rendementen van de peers met de marktportfolio te berekenen. Vervolgens worden de asset bèta's bepaald door de equity bèta's van de peers te corrigeren voor de financieringsstructuren en de belastingvoet van de peers. Ten slotte wordt de equity bèta van de netbeheerders bepaald door de asset bèta te corrigeren voor de gearing en belastingvoet zoals vastgesteld door ACM. Zie voor deze stappen bijlage 2 bij de methodebesluiten 2017-2021, randnummers 59-69.

16. Te weten de som van de schattingen voor de risicovrije rente van 1,28% plus het product van de marktrisicopremie van 5,05% en de equity bèta van 0,74. Zie bijlage 2 bij de methodebesluiten 2017-2021, paragraaf 2.

17. Zie bijlage 2 bij de methodebesluiten 2017-2021, paragraaf 3.1.

18. Zie bijlage 2 bij de methodebesluiten 2017-2021, paragraaf 3.2.

19. Op grond van de art. 41c, tweede lid, aanhef en onder c, E-wet en 81c, tweede lid, aanhef en onder c, Gaswet.

1,80%). Dit resulteert in een geschatte inflatie van 1,42%.²⁰

De schatting van alle hiervoor genoemde parameters resulteert in een reële WACC voor belasting in het jaar 2021 van 3,0%.²¹

3. Toetsing

Omdat de energietransportsector een zeer kapitaalintensieve sector is, is de vaststelling van de WACC als schatter voor een redelijk rendement voor de vermogensverschaffers zeer belangrijk. ACM stelt in de methodebesluiten zich bewust te zijn van het grote belang van de WACC op het juiste niveau vast te stellen. Een te hoge WACC leidt ertoe dat netbeheerders een hoger dan redelijk rendement behalen, waardoor afnemers te veel betalen voor de geleverde diensten. Een te lage WACC leidt ertoe dat netbeheerders niet in staat zijn een marktconforme vergoeding te betalen aan hun vermogensverschaffers, waardoor noodzakelijke investeringen en daarmee de leveringszekerheid in het gedrang kunnen komen.²² Bij de vaststelling van de WACC botsen de deels conflicterende belangen waarmee ACM rekening moet houden bij de vaststelling van de methodebesluiten. De lezer van de methodebesluiten krijgt met alle formules soms de indruk van een exacte wetenschap, maar bij de vaststelling van de WACC gaat het om mensenwerk, namelijk het doen van zo goed mogelijke schattingen.²³

Hoewel de hiervoor beschreven parameters voor de berekening van de WACC vast staan worden er vrijwel elke reguleringsperiode wijzigingen doorgevoerd in de berekening van die parameters. Soms zijn die wijzigingen onvermijdelijk (als een bedrijf niet meer bestaat kan het ook niet meer worden opgenomen in een vergelijkingsgroep voor de equity bèta bijvoorbeeld), maar dergelijke wijzigingen leiden ook vaak tot procedures. De keuzes van ACM met betrekking tot de WACC kunnen worden getoetst door het CBB.²⁴ Dat is anders in de drinkwatersector, waar de Minister van Infrastructuur en Milieu, na ingewonnen advies van ACM, tweejaarlijks ten behoeve van de tarieven voor de daarop volgende twee jaren de WACC vast stelt in een besluit waartegen geen bezwaar of beroep open staat.²⁵ In de literatuur is daarbij gewezen op het

risico dat de civiele rechter niet toekomt aan een inhoudelijke beoordeling doordat de zaak strandt op de stelplicht en bewijslastverdeling en is gepleit voor het mogelijk maken van beroep bij het CBB.²⁶ Het is voor belanghebbenden in de energietransportsector echter moeilijk gebleken bij het CBB met succes op te komen tegen de vaststelling van de WACC, waaronder wijzigingen in de vaststelling van de WACC ten opzichte van de vorige reguleringsperiode. De uitspraken van het CBB over de WACC beginnen vaak met formulering dat 'voor het bepalen van de parameters waaruit de WACC is opgebouwd, meerdere methoden kunnen worden gebruikt en bij de keuze voor de methoden aan ACM een aanzienlijke beoordelingsruimte toekomt'.²⁷ In de literatuur is in dat verband gewezen op een 'doctrinaire afstandelijkheid' bij de toetsing van de energiereguleringsbesluiten door het CBB.²⁸ De auteur onderschrijft de roep om een minder marginale toetsing door het CBB van de vaststelling van de WACC door ACM.²⁹ Positief is dat het CBB in zijn uitspraak van 7 maart 2016 over de WACC voor KPN heeft geoordeeld dat het uitgangspunt dat er sprake is van ex-ante regulering met zich brengt dat een bestuursorgaan zoveel mogelijk vooraf duidelijkheid dient te verschaffen omtrent de door haar bij de regulering gehanteerde uitgangspunten.³⁰ In de energietransportsector worden de uitgangspunten voor de berekening van de WACC door ACM uitgebreid beschreven in de periodieke methodebesluiten. Daar valt weinig meer aan te verbeteren. Gezien het belang van consistentie van de reguleringsmethode in een kapitaalintensieve industrie met lange afschrijvingstermijnen (en daarmee het vermijden van regulatory risk voor de netbeheerders en hun vermogensverschaffers) is een intensievere toetsing door het CBB van de motivering voor wijzigingen in de WACC-methode wel een verbeterpunt.

20. Zie bijlage 2 bij de methodebesluiten 2017-2021, paragraaf 3.3.

21. Zie bijlage 2 bij de methodebesluiten 2017-2021, paragraaf 3.3.

22. Zie, bijvoorbeeld, methodebesluit 2017-2021 RNB's elektriciteit, randnummer 145.

23. Zie hierover Arnoud W.A. Boot en J. Ligterink, 'What rate of return to allow? Do we truly understand it?', in: *The Art of Supervision. Liber amicorum Pieter Kalbfleisch* (eds. Henk Don e.a.), 2013, te vinden op www.acm.nl.

24. Zie bijlage 2 (Beroep in eerste aanleg bij een bijzondere bestuursrechter) van de Algemene wet bestuursrecht.

25. Zie art. 10, derde lid, Drinkwaterwet. In de praktijk neemt de Minister van Infrastructuur en Milieu het

advies van ACM over. Zie de brief van de Minister van Infrastructuur en Milieu van 26 oktober 2015, *Kamerstukken II 27 625*, nr. 342: 'Ik neem het advies van ACM over. Op basis van het advies stel ik de gewogen gemiddelde vermogenskostenvergoeding voor de periode 2016-2017 vast op 4,2%. Dit is 0,6% lager dan de huidige vermogenskostenvoet. Dit verschil is vooral het gevolg van de daling van de rente op de financiële markten'.

26. Zie S. Lavrijssen en B. Vitez, 'Is het toezicht op de drinkwatersector in Nederland goed geregeld?', *Tijdschrift voor Consumentenrecht* 2015(4), 181-194.

27. Zie CBB 19 januari 2017, KPN t. ACM, ECLI: NL:CBB:2017:3, r.o. 4.1.3.

28. Zie S. Lavrijssen, J. Eijkens en F. Çapkurt, 'Rechterlijke toetsing van energieregulering door het CBB en het recht op effectieve rechtsbescherming?', *SEW* 2016, nr. 4.

29. Zie hierover ook de noot van S. Dielemans-Goossens in *AB* 2016/216 bij de uitspraak van het CBB van 7 maart 2016.

30. ECLI:NL:CBB:2016:40.