

Andere winstregulering drinkwaterbedrijf nodig¹

Prof.dr. Elbert Dijkgraaf en dr. Maarten Veraart

12 mei 2021

De winstregulering van drinkwaterbedrijven zorgt voor een maximering van het rendement op het totale vermogen. Door deze maximering in combinatie met de dalende rente kan de stijgende noodzaak tot investeren niet waargemaakt worden. Het is noodzakelijk dat regulering zo aangepast wordt dat drinkwaterbedrijven het publiek belang van schoon, duurzaam en voldoende water kunnen realiseren. Dit kan door niet de winst, maar de winstuitkering te maximeren.

De vraag naar drinkwater stijgt de komende jaren, mede als gevolg van klimaatverandering. Dit vraagt extra investeringen in productie- en distributiecapaciteit. Daarnaast zorgen digitalisering, cyber security en meer inzicht in benodigde vervangingsinvesteringen voor een stijgende noodzaak tot investeren. De totale investeringsbehoefte in de drinkwatersector neemt de komende tien jaar toe met circa 60%. En het gaat met een investeringsbedrag van in bijna 8 miljard euro niet om klein bier (zie box 1). De grote vraag is hoe dit gefinancierd kan worden.

Box 1. Investeringsnemen sterk toe

Tot voor enkele jaren geleden kende de drinkwatersector een redelijk stabiel investeringspatroon van jaarlijks tussen de 400 en 500 miljoen euro. In de tweede helft van het vorige decennium zien we echter een stijging optreden. In de jaren 2017-2019 werd gemiddeld 510 miljoen euro geïnvesteerd door de drinkwaterbedrijven, in 2020 was dit al 660 miljoen euro. Deze stijging zal volgens de Inspectie Leefomgeving en Transport (ILT) in het komende decennium nog verder doorzetten.² In 2026 wordt een investeringsniveau van 800 miljoen euro verwacht, waarna de investeringen zich op dat niveau stabiliseren. De genoemde investeringsbedragen zijn gecorrigeerd voor inflatie. In reële prijzen zijn de investeringen in 2029 volgens de ILT 62,2% hoger dan in de periode 2017-2019. Zonder correctie voor inflatie liggen de investeringen in 2029 circa 80% hoger dan in de referentieperiode. Er zijn daarbij wel grote verschillen tussen de tien drinkwaterbedrijven. Bij Brabant Water en Evides is de groei van de investeringen beperkt, bij Oasen en Vitens is er met name in de eerste jaren een aanzienlijke groei, bij Dunea en PWN vooral in de tweede helft van het decennium.

De investeringen zijn nodig om een klimaatbestendig watersysteem te garanderen zodat voldoende, schoon en duurzaam water geleverd kan worden. De investering gaat vooral naar leidingen, productielocaties voor het oppompen van grondwater en zuiveringsinstallaties voor het onttrekken van oppervlaktewater. Om een orde van grootte aan te geven investeert Vitens 1,2 miljard euro in de periode 2021-2025 en gaat circa 50% naar vervangingsinvesteringen in de bestaande infrastructuur van leidingen en productielocaties, 35% naar uitbreiding van deze infrastructuur en 15% naar overige assets waaronder ICT en beveiliging.

Financieren vanuit eigen vermogen door meer winst te realiseren is door de regulering voor de meeste bedrijven onmogelijk gemaakt. De overheid heeft een wettelijk maximum opgelegd aan de winst. Als de bedrijven de maximaal toegestane winst realiseren, is het eigen vermogen vaak onvoldoende om de investeringen te financieren (zie box 2). De enige manier waarop het dan vanuit het eigen vermogen kan, is bijstorten door aandeelhouders. Maar de private markt is uitgesloten omdat de overheid, gezien het publieke belang van drinkwaterbedrijven, wettelijk heeft vastgelegd dat aandeelhouders publiek moeten zijn. En nagenoeg alle publieke aandeelhouders hebben onvoldoende middelen om fors eigen vermogen bij te storten (zie box 3). Naar rato van huidig

¹ Dit artikel is gebaseerd op een opdracht van Vitens.

² Inspectie voor de Leefomgeving en Transport (ILT), *Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector*, 17 februari 2021.

aandeelhouderschap zal dus niet gaan. Bovendien is ook dit geld in feite van de burgers. Het zou dan ook vreemd zijn als geld nodig voor investeringen op deze manier wel naar de waterbedrijven mag, maar niet via de winsten. Bovendien vereist het profijtbeginsel dat de integrale kosten van drinkwater in het tarief opgenomen zijn en komt dat de duurzaamheid ten goede gegeven de toenemende schaarste aan drinkwater. Tot slot zou bijstorting door maar een deel van de aandeelhouders, bijvoorbeeld de provincies, leiden tot drastische wijziging in de verhouding tussen aandeelhouders gezien de verschillen in eigen vermogen tussen aandeelhouders. Dat zou vreemd zijn gezien het feit dat dat dan enkel plaats zou vinden wegens de financiering van investeringen die voor iedereen zinvol zijn en ook op een andere manier gefinancierd kunnen worden. Via een achtergestelde lening het gat financieren loopt tegen vergelijkbare bezwaren aan.. Indien de achtergestelde lening als eigen vermogen wordt gekwalificeerd dan is de rentevergoeding de facto een vorm van winstuitkering. Voor bedrijven die tot dusver om principiële reden geen winst uitkeren is dit een fundamentele breuk met het financiële beleid. Voor bedrijven die wel winst uitkeren zijn de problemen bij het aangaan van achtergestelde leningen niet principieel anders dan bij het bijstorten van kapitaal. Het enige verschil is dat het de mogelijkheid biedt aan bedrijven om alleen de weinige 'rijke' publieke aandeelhouders aan te spreken. Indien de achtergestelde lening door verstrekte zekerheden als vreemd vermogen gekwalificeerd moet worden dan zal de rentevergoeding marktconform dienen te zijn, omdat anders sprake is van staatssteun. Daarmee onderscheidt deze vorm van financiering zich niet van leningen door financiële instellingen. De te verstrekken rentevergoeding zullen ook gewoon meegewogen worden in de financiële ratio's die banken stellen, waarmee deze vorm van financiering tegen vergelijkbare problemen aanloopt als regulier vreemd vermogen. Bovendien is een achtergestelde lening in de regel bedoeld om incidentele problemen op te lossen, maar niet om de structurele financiering van maatschappelijk gewenste investeringen te financieren.

Box 2. Uitleg WACC en relatie met financiering investeringen

Om de winstuitkeringen te beperken is in 2011, het jaar waarin de nieuwe Drinkwaterwet van kracht is geworden, de te behalen winst door de drinkwaterbedrijven gemaximeerd. Dit gebeurt aan de hand van een vastgestelde vermogenskostenvoet, ofwel de WACC (Weighted Average Cost of Capital). De minister van Infrastructuur en Waterstaat stelt deze vast op basis van een advies van de ACM. De WACC wordt voor enkele jaren vastgelegd. De WACC was bij de invoering van deze methodiek in 2011 6%. Voor de reguleringsperiode 2020-2021 bedraagt de WACC 2,75%. De minister van Infrastructuur en Waterstaat heeft onlangs voorgesteld om de huidige reguleringsperiode met 1 jaar te verlengen. Voor de volgende reguleringsperiode wordt verwacht dat de WACC verder zal dalen tot 2,2%. De ruimte die de WACC biedt is zowel ter dekking van de rentekosten voor aangegane leningen (vreemd vermogen) als de vergoeding voor het eigen vermogen. Indien de drinkwaterbedrijven echter achteraf een hoger bedrijfsresultaat realiseren dan in de WACC is toegestaan dan zijn de drinkwaterbedrijven verplicht deze in het jaar daarop aan de klanten terug te geven in de vorm van lagere tarieven. Dit is de afgelopen jaren het geval geweest bij meerdere drinkwaterbedrijven. Het gevolg is dat bij die drinkwatertarieven de tarieven in de afgelopen jaren sterk zijn gaan fluctueren, hetgeen een breuk is met het tarievenbeleid in het verleden waarin gestreefd werd naar stabiele tarieven. Mede om te grote volatiliteit in de tarieven te voorkomen hebben veel drinkwaterbedrijven in de afgelopen jaren de ruimte in de WACC niet volledig benut. Met een verder dalende WACC in combinatie met oplopende investeringen is dit niet meer houdbaar. Het is zelfs de vraag of met de lage WACC alle drinkwaterbedrijven voldoende kunnen reserveren voor de financiering van toekomstige investeringen. Bij een stabiel volume van investeringen is dat geen probleem, maar bij sterk oplopende investeringen wordt dit voor een substantieel deel van de drinkwaterbedrijven wel een probleem.

Financieren vanuit het vreemd vermogen wordt ook lastig. Drinkwaterbedrijven zijn stabiele bedrijven die op zich goed toegang hebben tot het aantrekken van vreemd vermogen. Maar door de stijgende investeringen gaan veel bedrijven de komende jaren niet meer voldoen aan de eisen die banken stellen (zie box 4). Het aandeel eigen vermogen is voor de meeste bedrijven laag en daalt de komende jaren. En voor de verhouding tussen vrij besteedbare inkomsten en geld nodig voor aflossingen en rente geldt hetzelfde. Waar banken vroeger vanwege het publieke monopolie karakter nog wel eens soepel omgingen met eisen richting drinkwaterbedrijven, nemen deze de laatste jaren alleen maar toe. Er dreigt dan ook een groot financieringsprobleem voor drinkwaterbedrijven. En gezien het publieke belang van voldoende, duurzaam en schoon drinkwater is dat onacceptabel.

Box 3. Mogelijkheden bijstorten eigen vermogen aandeelhouders

Het balanstotaal stijgt volgens ILT (2021) de komende 10 jaar met zo'n 3,7 miljard euro door de benodigde investeringen. Op basis van de huidige solvabiliteit die als wenselijk wordt gezien (40%) betekent dit dat 1,48 miljard euro bijgestort zou moeten worden. Dit is zeer aanzienlijk vergeleken met het vrij besteedbare eigen vermogen van veel aandeelhouders. Gemeenten hebben relatief weinig vermogen, wat ook nog eens aangetast is door de gevolgen van de Corona crisis. Het is dan ook onwaarschijnlijk dat gemeenten in staat zijn om de benodigde middelen bij te storten. Daarbij komt ook nog dat lang niet alle gemeenten aandeelhouder zijn. Bijstorten van gemeenten zou er dan in resulteren dat gemeenten die aandeelhouder zijn het probleem oplossen van gemeenten die geen aandeelhouder zijn.

Stel als theoretische exercitie dat provincies de verantwoordelijkheid naar zich toe zouden trekken en het benodigde eigen vermogen wordt verdeeld tussen provincies naar rato van het aantal inwoners. In dat geval zijn er maar twee provincies waarvoor dit minder dan 10% van hun vrij beschikbaar eigen vermogen betreft (zie onderstaande tabel). Voor twee provincies is dit tussen de 10 en 13%. Voor drie provincies is dit tussen de 30 en 53%. En voor de overige vijf provincies is dit meer dan 100%. Benadrukt zij dat dit een theoretische exercitie is. In werkelijkheid zal per bedrijf gekeken moeten worden hoeveel bijstorten van eigen vermogen nodig is en welke provincie daarvoor dan aan de lat zou staan.

Zelfs als gemeenten de helft van het benodigde bedrag voor hun rekening zouden nemen, dan zou het nog steeds voor acht provincies een zeer aanzienlijk deel van hun vrij besteedbaar eigen vermogen betreffen.

In beide gevallen zou bijstorten tot een aanzienlijke herschikking van de verhouding tussen aandeelhouders betekenen. Momenteel hebben gemeenten een aandeel van twee-derde qua aandeelhouderschap. Daar zijn goede historische redenen voor. Die doorsnijden om de enkele reden dat investeringen op deze wijze gefinancierd zouden moeten worden, is niet proportioneel.

Tabel 1. Vermogen provincies beschikbaar voor bijstorten (in miljoen euro)

	Vrij besteedbaar eigen vermogen 2021	Benodigd eigen vermogen drink- waterbedrijven	Aandeel
Gelderland	2728	177	7%
Noord-Brabant	2921	218	8%
Limburg	976	95	10%
Overijssel	724	99	13%
Groningen	172	50	33%
Friesland	220	55	48%
Flevoland	67	36	53%
Utrecht	154	115	119%
Drenthe	32	42	150%
Zuid-Holland	97	315	185%
Zeeland	21	33	192%
Noord-Holland	138	245	221%
Totaal	8250	1480	18%
Totaal excl. eerste 4 provincies	901	891	99%

Bron: Begrotingen provincies 2020 en 2021 en ILT (2021).

Box 4. Mogelijkheden financiering vreemd vermogen

Het volledig financieren van het verwachte investeringsvolume met behulp van vreemd vermogen is voor de meeste drinkwaterbedrijven niet mogelijk. De rentevergoeding voor het aan te trekken vreemd vermogen wordt begrensd door de ruimte die de WACC biedt. Door de lage WACC is deze beperkt, zeker als niet (geheel) voldaan wordt aan financieringsvoorwaarden en dus opslagen gelden. Daar komt bij dat de feitelijk betaalde rentepercentages op de uitstaande leningen van de drinkwaterbedrijven momenteel hoger zijn dan op basis van de onderliggende normen in de berekening van de WACC verwacht mag worden. Historisch opgebouwde leningenportefeuilles wijken in de praktijk nu eenmaal af van modelmatig vastgestelde portefeuilles.

Prognoses die de drinkwatersector samen met de ILT en het ministerie hebben opgesteld gaan ervan uit dat het verschil tussen praktijk en norm in de komende jaren oploopt tot gemiddeld een half procentpunt (LT, 2021). Dit is afgezet tegen een verwachte WACC van 2,2% veel. Mede door de beperkingen die WACC-normen opleggen kunnen drinkwaterbedrijven die de grootste groei van investeringen voorzien in de nabije toekomst niet meer voldoen aan de eisen die de banken stellen bij het afsluiten van leningen.

Bovengenoemde prognoses laten zien dat de debt ratio (=rentedragende verplichtingen/EBITDA) voor de helft van bedrijven structureel te hoog wordt gedurende dit decennium. Het bedrijfsresultaat schiet tekort om met voldoende zekerheid te kunnen voldoen aan de betalingsverplichtingen van het aan te trekken vreemd vermogen. Bij twee van de tien bedrijven zit ook de solvabiliteit structureel onder de norm van 30% die vandaag de dag door de banken worden gesteld.

De beperkende voorwaarde die ervoor zorgt dat de benodigde investeringen niet gefinancierd kunnen worden, is de regulering van de winst. Die is destijds bedacht om burgers te beschermen zodat de prijzen zo laag mogelijk zijn. Daar is veel voor te zeggen gezien het feit dat drinkwaterbedrijven monopolist zijn. Je kunt niet bij een ander bedrijf aankloppen als de prijs of de kwaliteit je niet meer bevalt. Maar de vraag is wel of de huidige vorm van regulering dan de beste is.

Burgers zullen er geen enkele moeite mee hebben als drinkwaterbedrijven winst maken om daarmee de financiering van de investeringen mogelijk te maken. Een normaal winstniveau is hard nodig om voldoende vermogen te creëren zodat maatschappelijke noodzakelijke investeringen plaats kunnen vinden. Juist de burgers willen dat bij uitstek omdat zij het leveren van voldoende, duurzaam en schoon drinkwater belangrijker vinden dan de prijs. Daarom moet juist gezorgd worden dat het eigen vermogen niet beneden een minimum zakt. Het probleem dat voortvloeit uit het monopolie is niet dat er winst gemaakt wordt, maar dat de mogelijkheid aanwezig is dat de eigenaren teveel winst in eigen zak stoppen. Niet voor niets adviseerde SEOR in 2007 al om niet de winst, maar de winstuitkering te maximeren.³ Als meer winst nodig is voor het financieren van investeringen, dan kan dat. Maar je regelt wel hoeveel geld maximaal uitgekeerd kan worden aan de eigenaren. Overigens keert maar een van de tien bedrijven op dit moment dividend uit (zie box 5). Maar dat is natuurlijk geen garantie naar de toekomst.

Dat het uitkeren van teveel winst op een of andere manier voorkomen wordt is dus alleszins redelijk. Maar zorg dan dat niet het kind met het badwater wordt weggegooid. Dit kan bijvoorbeeld door de jaarlijks uit te keren winst en de solvabiliteit in plaats van de totale winst te maximeren. Dit heeft tevens als voordeel dat de volatiliteit in de drinkwaterprijzen vermindert.

³ E. Dijkgraaf, S. van der Geest en M. Varkevisser (2007), Winstregulering als waarborg voor redelijke tarieven, SEOR.

Box 5. Winstuitkering afgelopen jaren

Over de jaren 2011 tot en met 2019 hebben de drinkwaterbedrijven in totaal 330 miljoen euro aan dividend uitgekeerd. Dit is gemiddeld 38 miljoen euro per jaar. Afgezet tegen het gemiddelde eigen vermogen in de drinkwatersector levert dit een gemiddeld dividendrendement op van 1,8%. Van de tien in ons land opererende drinkwaterbedrijven hebben er slechts twee bedrijven aanzienlijk dividend uitgekeerd., te weten Evides en Vitens. De gemiddelde WACC in de periode 2011-2019 bedroeg 4,8% van het totale vermogen. Ter vergelijking: de uitgekeerde dividenden voor de twee genoemde bedrijven in deze periode bedroegen 1,5% van het totale vermogen. Met de dividenuitkeringen bleven beide drinkwaterbedrijven ruim binnen de marges die in de WACC zijn vastgelegd.⁴

Invoering van de WACC in 2011 had als doel om de winstuitkeringen van drinkwaterbedrijven aan banden te leggen. Het is de vraag of de WACC daarvoor het meest geschikte instrument is. Destijds is gekozen voor de WACC, omdat de ACM ervaring had met de toepassing van dit instrument bij de regulering van de tarieven van de energienetwerkbedrijven. In die sector is de WACC echter een (technisch) onderdeel bij het vaststellen van de tarieven en wordt niet gebruikt om de winsten als zodanig te maximeren. Het te behalen bedrijfsresultaat van die bedrijven is afhankelijk van de benchmarking die ten grondslag ligt aan de tariefregulering.⁵ Bij de drinkwaterbedrijven stellen echter de publieke aandeelhouders de tarieven vast, waarbij de opslag voor de kosten van kapitaal worden begrensd door de WACC. Bij sterk stijgende investeringen levert dit problemen op. Het systeem dat werkt voor de energiesector werkt daardoor niet langer voor de drinkwatersector. Het zou verstandiger zijn om het oorspronkelijk doel van begrenzing van de winstuitkeringen aan aandeelhouders op een andere manier vorm te geven. Het bovengenoemde advies van SEOR geeft drinkwaterbedrijven wel voldoende ruimte om te reserveren voor de financiering van toekomstige investeringen.

Aangezien de huidige regulering wettelijk vastligt, kost het tijd om tot aanpassing te komen. Voor je het weet ben je twee jaar verder, zeker in combinatie met een nieuwe Tweede Kamer en een nieuw kabinet. Omdat de stijging van de investeringen al snel plaatsvindt, is het van belang tussentijds met tijdelijke oplossingen te werken. Dit kan eenvoudig door de maximum toegestane winst wat te versoepelen en in knelgevallen maatwerk te leveren via een hardheidsclausule. Dit laatste als er geen andere oplossingen zijn binnen de huidige regulering om maatschappelijke noodzakelijke investeringen te financieren. Maar essentieel is dat zo snel mogelijk aanpassing van de winstregulering plaatsvindt. Anders hoeven we straks zelfs niet meer te dweilen als de kraan open staat.

⁴ Prestatievergelijkingen drinkwaterbedrijven 2015 en 2019 van ILT en jaarverslagen van Vitens en Evides in de periode 2011-2019.

⁵ Zie AEF (2017), Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet.