

Financiering van investeringen door publieke nutsbedrijven

Prof.dr. Elbert Dijkgraaf en dr. Maarten Veraart (17 mei 2021)

Aanleiding beschouwing

De drinkwaterbedrijven zien hun investeringsopgave in het komende decennium fors groeien. De hoofdoorzaak is klimaatverandering. De groei bedraagt 80% in nominale termen en 60% in reële termen.¹ Op eigen kracht kan het merendeel van de drinkwaterbedrijven dat niet realiseren. In overleg met de toezichthouder ILT en het stelselverantwoordelijke ministerie I&W worden oplossingen verkend. Het probleem beperkt zich niet tot de drinkwaterbedrijven. Ook de beheerders van energienetwerken worden geconfronteerd met een sterke stijging van de investeringen als gevolg van ambities met betrekking tot de energietransitie. In reële termen verdubbelen de investeringen in elektriciteitsnetwerken in vergelijking met het vorig decennium.² Regionale netbeheerders zijn in gesprek met aandeelhouders, toezichthouder ACM en het ministerie van EZK over mogelijke oplossingen. Voor beide sectoren wordt een stabilisatie van het investeringsniveau vanaf 2030 verwacht, maar voor beide sectoren is de onzekerheid groot. Daling wordt er echter zeker niet verwacht. Het gaat dus om de financiering van de investeringsprong in de komende tien jaar. In deze paper wordt nader ingegaan op de achterliggende problematiek.

Probleemstelling

Voor 'publieke nutsbedrijven' in de genoemde twee sectoren is het lastig om de gewenste sterke groei van investeringen in de infrastructuur te kunnen financieren. Dit zal grotendeels met vreemd vermogen tot stand moeten worden gebracht, maar dat lukt niet zonder een robuuste financiële positie van de betreffende bedrijven. Versterking van het eigen vermogen is noodzakelijk en daar wringt de schoen. De tarief- of winstregulering biedt onvoldoende ruimte om door winstinhouding de eigen financiële positie te versterken, het storten van eigen vermogen door publieke aandeelhouders is niet altijd mogelijk, het aantrekken van risicodragend kapitaal op de private kapitaalmarkt is voorsnog geblokkeerd door het verbod op privatisering. Een impasse dreigt met het risico van onderinvesteringen in de infrastructuur als ongewenst gevolg, waardoor publieke belangen in het geding komen.

Directe sturing minder door verzelfstandiging

De impasse is mede het gevolg van de wijze waarop de publieke nutsbedrijven zijn gepositioneerd. In het (verre) verleden stonden nutsbedrijven als deze onder directe aansturing van de overheid. In de drinkwatersector en energiesector zijn dat provincies en gemeenten, alleen de nationale energietransportbedrijven Tennet en Gasunie zijn in rijkshanden. In een aantal gevallen waren het ambtelijke diensten die direct door de verantwoordelijke gedeputeerde of wethouder werden aangestuurd. In andere gevallen was de uitvoering al vroegtijdig vorm gegeven als vennootschap, maar ook dan had de betreffende bestuurder als enige aandeelhouder directe greep op alle aspecten van de bedrijfsvoering.

Dit is fundamenteel veranderd. Met de verzelfstandiging is de directe invloed van de politieke bestuurder op de nutsbedrijven drastisch ingeperkt, ook al zijn de aandelen nog steeds volledig in handen van de overheid. Allereerst door het juridische regime van structuurvennootschappen, zoals vastgelegd in het Burgelijk Wetboek. De kern hiervan is dat de Raad van Commissarissen als interne

¹ ILT, *Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector*, 17 februari 2021

² Pwc, *De energietransitie en de financiële impact voor netbeheerders*, 7 april 2021. Dit onderzoek is uitgevoerd in opdracht van Netbeheer Nederland.

toezichthouder een onafhankelijke positie inneemt. Dit geldt ook voor commissarissen die benoemd zijn op voordracht van de publieke aandeelhouders.³ Het Burgerlijk Wetboek beperkt daarmee de rol van de aandeelhouders in structuurvennootschappen. In sectorspecifieke wetgeving wordt de rol van de aandeelhouders nog verder beperkt doordat externe toezichthouders de bevoegdheid hebben om de bedrijven aanwijzingen te geven over onder meer het vaststellen van tarieven en eisen te stellen aan de kwaliteit van publieke diensten en de betrouwbaarheid van de infrastructuur. In toenemende mate is het beleidsinstrumentarium gecentraliseerd. Niet meer het stadhuis of het provinciehuis bepaalt, maar Den Haag of Brussel. Voor de beheerders van energienetwerken is de sectorspecifieke regelgeving strikter dan bij drinkwaterbedrijven.⁴ Zo wordt in de energiewetgeving de aandeelhouders van de netwerkbeheerders expliciet verboden om zich met de bedrijfsvoering bezig te houden en worden gedetailleerde normen voor de financiële huishouding opgelegd.

De wijze waarop de verzelfstandiging van de drinkwaterbedrijven en het beheer van energienetwerken tot stand is gekomen is voor een deel het gevolg van een autonoom proces dat onder andere is ingegeven door schaalvergroting. Tegelijkertijd is er ook sprake van een bewuste ordeningskeuze die voortvloeit uit het beleidsadagium van het bestuurlijk en organisatorisch scheiden van beleid en uitvoering.⁵ De 'enkelvoudige' sturing door de gedeputeerde of wethouder is vervangen door een 'meervoudige' sturing. De 'meervoudige' sturing in de energiesector en de drinkwatersector bestaat uit kaderwetgeving van de rijksoverheid waarin de publieke belangen worden geborgd, het externe toezicht door rijksinspecties en marktmeesters op cruciale aspecten van de bedrijfsvoering en ten slotte het publieke eigendom als een soort beschermingsconstructie tegen ongewenste strategisch gedrag van het management of de eigenaren.⁶ Of en in welke mate de publieke aandeelhouders moeten instemmen met grote investeringen hangt uiteindelijk af wat in de statuten van de structuurvennootschap is opgenomen.

De veranderde positie van de rol van overheden als aandeelhouder heeft consequenties voor hun taakopvatting. Door de afgenomen beleidsvrijheid en in veel gevallen de vergroting van het werkgebied is de afstand tot het bedrijf gegroeid en is het lastiger om de publieke belangen te borgen als publieke aandeelhouder. Het is door die ontwikkelingen dan ook niet verwonderlijk dat de publieke aandeelhouders er tegenwoordig van uit gaan dat de betreffende nutsbedrijven zelf hun broek op houden. Het ministerie van Financiën formuleert dit in de volgende formulering expliciet als uitgangspunt in deelnemingenbeleid: '*.. hanteert de staat het uitgangspunt dat deelnemingen zich zelfstandig moeten kunnen financieren door vreemd vermogen aan te trekken op de kapitaalmarkt, tegen acceptabele voorwaarden*'.⁷ De publieke nutbedrijven zijn dus geen uitvoerende diensten meer die leunen op de financiering van de overheden als aandeelhouder, zij dienen als een 'normaal' bedrijf te zorgen voor een gezonde financiële huishouding teneinde voldoende armslag te hebben om de infrastructuur op peil te houden. Dit gaat echter knellen als het investeringsvolume in korte tijd fors omhoog moet in combinatie met de regulering van de winst.

³ In de praktijk dragen de aandeelhouders, de Ondernemingsraad en de zittende RvC-leden ieder 1/3 van de commissarissen voor. Deze verdeling in structuurvennootschappen is wettelijk verankerd in het Burgerlijk Wetboek.

⁴ Voor de ordening van de drinkwatersector is de Drinkwaterwet uit 2009 van belang. De voorschriften omtrent de sturing van de beheerders van energienetwerken zijn vastgelegd in de Elektriciteitswet en Gaswet uit 1998 en de Wet Onafhankelijk Netbeheer uit 2006.

⁵ Zie voor een verdere toelichting hierop hoofdstukken 4 en 10 in Maarten Veraart, *Marktwerking in de publieke dienstverlening: vloek of zegen?*, 2019

⁶ Zie voor een toelichting op 'enkelvoudige' en 'meervoudige' sturing hoofdstuk 3 in Maarten Veraart, *Sturing van publieke dienstverlening, Privatiseringsprocessen doorgelicht*, 2007.

⁷ Zie paragraaf 6.6 in Ministerie van Financiën, *Beleidsdoorlichting Deelnemingenbeleid 2020*

Financieringsvraag nader belicht

De groei van de investeringen is van een dusdanige omvang dat hiervoor veel geld geleend moet worden. De verzelfstandigde nutsbedrijven kunnen dit niet ongelimiteerd. Zij zijn niet alleen gebonden aan de eisen die kapitaalverschaffers stellen, maar zij zijn ook onderworpen aan wettelijke en beleidsmatige eisen vanuit de rijksoverheid. Zo is in de energiewetgeving een aantal financiële normen vastgelegd die betrekking hebben op de solvabiliteit en liquiditeit van bedrijven.⁸ Zo wordt een minimale solvabiliteit vereist van 30% en dient de veelgebruikte liquiditeitsnorm FFO/debtratio minimaal 11% te bedragen.⁹ Als alternatieve maatstaf voor de financiële positie wordt ook een A-rating door de ratingbureaus geaccepteerd. Dit is ook de maatstaf die het ministerie van Financiën hanteert voor de staatsdeelnemingen.¹⁰ Nutsbedrijven met een solvabiliteit iets boven de norm van 30% moeten derhalve minimaal een-derde van extra kapitaalbehoefte financieren met eigen vermogen. Dit kan bereikt worden met reserveringen door winstinhouding en/of het uitbreiden van risicokapitaal door publieke aandeelhouders.

De drie grote regionale netbeheerders in handen van provincies en gemeenten (Alliander, Enexis, Stedin) voldoen in 2020 aan de financiële eisen met een solvabiliteit tussen 43% en 53% en een FFO/debtratio tussen de 12% en 24%. Voor Alliander en Enexis is er nog ruimte om meer te lenen, maar ook Alliander heeft als best gefinancierde netbeheerder haar aandeelhouders laten weten dat dit onvoldoende is om de voorgenomen investeringen te kunnen financieren. Tennet in handen van de rijksoverheid doet met 30% solvabiliteit en 11,3% voor de FFO/debtratio ternauwernood aan de wettelijke eisen.

Voor de drinkwaterbedrijven gelden geen wettelijke normen voor het financiële beleid, maar in de aanbestedingsbrief bij het eerder genoemde de ILT-rapport kondigt de minister van Infrastructuur en Waterstaat een onderzoek aan naar het wettelijk vastleggen van financiële normen zoals die ook gelden voor de beheerders van energienetten.¹¹ In de praktijk wijken de gehanteerde interne normen van drinkwaterbedrijven voor de solvabiliteit en liquiditeit niet af van de netbeheerders. Deze interne normen zijn vooral ingegeven door de eisen die private en semi-publieke kapitaalverschaffers¹² stellen en die tevens voor ratingbureaus bepalend zijn voor het geven van een A-rating. Van de 9 verzelfstandigde drinkwaterbedrijven met een vennootschappelijke structuur¹³ voldoen in 2020 er 7 aan de solvabiliteitseis van 30% en 8 aan de belangrijkste liquiditeitseis. De door de ILT uitgevoerde verkenning over de financierbaarheid van de voorgenomen investeringsgroei laat zien dat bij uitvoering van de investeringsplannen aan het einde van dit decennium 3 bedrijven niet meer voldoen aan de solvabiliteitseis en 4 niet meer aan de liquiditeitseis.¹⁴ Een van die bedrijven is Vitens die met bijna 40% van de aansluitingen het grootste drinkwaterbedrijf van ons land is.

Op eigen kracht kunnen de verzelfstandigde publieke nutsbedrijven niet de financiering van de beoogde en gewenste investeringen in het komende decennium rond krijgen. Er is een gerichte

⁸ Zie *Besluit Financieel Beheer Netbeheerders* van 15 september 2010

⁹ De FFO/debtratio geeft de verhouding aan tussen de vrijkomende kasstromen en de uitstaande schuld. Op basis van 11% kan het bedrijf de schuld in 9 jaar afbetalen

¹⁰ Zie noot 7

¹¹ Zie de brief van de minister van Infrastructuur en Waterstaat aan de Tweede Kamer van 10 mei 2021

¹² De Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB), welke beide in handen zijn van publieke aandeelhouders, zijn belangrijke verschaffers van vreemd vermogen voor drinkwaterbedrijven. Hun eisen aan financiële soliditeit van deze bedrijven wijken niet fundamenteel af van private kapitaalinstellingen.

¹³ Het drinkwaterbedrijf Waternet is geen vennootschap, maar een dienstonderdeel van de Gemeente Amsterdam. Investeringen lopen in dit bedrijf via de kapitaaldienst van de gemeente.

¹⁴ Zie noot 1

interventie vanuit de overheid nodig om de dreigende impasse te doorbreken. Hiervoor staan drie wegen open: aanpassing van de regulering om reservering door winstinhouding mogelijk te maken, het bijstorten van eigen vermogen door de publieke aandeelhouders en tot slot het toelaten van privaat risicodragend kapitaal door privatisering. Deze drie opties zullen hieronder afzonderlijk behandeld worden, maar wordt vooraf gegaan door een korte beschouwing over de publieke belangen die bij dit vraagstuk in het geding zijn.

Publieke belangen in het geding

De publieke belangen in het netbeheer en de drinkwatervoorziening zijn van oudsher de volgende vier: de toegankelijkheid tot het netwerk en bijhorende dienstverlening, de kwaliteit van de dienstverlening, de betrouwbaarheid van de netwerken en tot slot de betaalbaarheid voor de afnemers. Daar is in de afgelopen jaren de eis van duurzaamheid als vijfde publieke belang aan toegevoegd. Juist die duurzaamheid is nu de belangrijkste aanjager van de investeringsprong in beide sectoren. Als de hierboven geschetste financieringsproblematiek niet wordt opgelost kan dit leiden tot onderinvesteringen in de netwerken, waarbij uiteindelijk de betrouwbaarheid van de infrastructuur en daarmee ook de kwaliteit van dienstverlening onder druk komen te staan. Ook de betaalbaarheid speelt in deze een rol, want uiteindelijk zal iemand de rekening moeten betalen voor de aanleg en exploitatie van nieuwe infrastructuur.

Zoals eerder is aangegeven is bij de borging van de publieke belangen in deze sectoren sprake van een meervoudige sturing vanuit de overheid, te weten regelgeving door wetgevende organen, extern toezicht door onafhankelijke toezichthouders en intern toezicht door de publieke aandeelhouders. De vraag is welke publieke belangen bij de verschillende te onderzoeken opties in het geding zijn en hoe deze door betrokken partijen geborgd kunnen worden.

Ruimte in regulering voor winstinhouding

Bedrijven kunnen het eigen vermogen versterken door winstinhouding. Voor de bedrijven zelf is dit de koninklijke weg die ook past bij de gehanteerde motieven voor verzelfstandiging. De regulering van de winst in beide sectoren biedt momenteel echter te weinig ruimte om het eigen vermogen substantieel te versterken. De tariefregulering voorziet in een compensatie van de kapitaalkosten. De wijze waarop dit tot stand komt is verschillend in de drinkwatersector en de netwerken voor energietransport.¹⁵ In beide gevallen is de zogenaamde WACC (Weighted Average for Cost of Capital) bepalend voor de hoogte van de kapitaalvergoeding. Deze is onder invloed van de rentestand heel laag: momenteel 2,75% voor de drinkwaterbedrijven en 1,4% voor het beheer van elektriciteitsnetwerken vanaf 2022. Een verdere daling in de nieuwe reguleringsperiodes wordt verwacht. Bovendien is het een vergoeding voor gerealiseerde investeringen en houdt het geen rekening met komende investeringen. De vergoeding voor kapitaalkosten is voldoende bij een stabiel of licht groeiend investeringsniveau, dat wil zeggen dat de investeringen in uitbreiding en vervanging grosso modo gelijke tred houden met de afschrijvingen. Bij een sterk groeiend investeringsniveau biedt de huidige WACC daarentegen geen ruimte om deze (mede) door tariefsverhogingen te financieren.

Een beleidsmatige verhoging van de WACC zou soelaas kunnen bieden. Berekeningen van de ILT voor de drinkwatersector laat zien dat een verhoging met 0,6% waarschijnlijk voldoende is om het benodigde geld te lenen binnen de gestelde normen voor solvabiliteit en liquiditeit.¹⁶ Er is ook een andere oplossing mogelijk in de drinkwatersector, namelijk vervanging van de WACC door een

¹⁵ Zie voor een nadere toelichting op de reguleringsregimes in beide sectoren bijlage 1

¹⁶ Zie noot 1

instrument dat de winstuitkeringen aan aandeelhouders wettelijk beperkt. Dit hebben Dijkgraaf en Veraart recent bepleit.¹⁷ Naar het oordeel van beide auteurs sluit dit instrument ook beter aan bij de oorspronkelijke doelstelling van de wetgever, namelijk het verhinderen van te grote dividenduitkeringen.

Vervanging van de WACC door een ander instrument ligt voor de netbeheerders minder voor de hand. Daar maakt de WACC namelijk integraal onderdeel uit van het systeem van tariefregulering.¹⁸ Een beleidsmatige verhoging van de WACC met behoud van de bestaande systematiek is uiteraard wel mogelijk. In het onderzoek voor Netbeheer Nederland wordt ervoor gepleit om de grondslag van de WACC op basis van 'reële prijzen' te vervangen door 'nominale prijzen'.¹⁹ Een variant daarop binnen de bestaande tariefregulering is om de kapitaalkosten voor de investeringen in de bouwfase mee te nemen.²⁰ In deze variant is sprake van een vorm van voorfinanciering.

Het verhogen van de kapitaalvergoeding heeft wel als gevolg dat de tarieven omhoog gaan. Voor de drinkwatersector noemen deskundigen een prijsverhoging van 20%.²¹ Weliswaar zijn de kosten voor schoon drinkwater voor veel huishoudens beperkt, maar dit neemt niet weg dat de stijging fors is. Niet uitzonderlijk, want een vergelijkbare stijging zien we bij de gemeentelijke rioolheffingen en de heffingen van waterschappen. De afnemers betalen met een dergelijke tariefsverhoging wel voor het in stand houden van een betrouwbare en vooral ook meer duurzame infrastructuur. Dit sluit bovendien goed aan bij het wettelijke uitgangspunt om voor deze publieke diensten kostendekkende tarieven te hanteren. De tarieven voor het netbeheer in de energiesector zullen op de langere termijn zeker gaan stijgen, maar de extra kosten voor transport voor elektriciteit worden op kortere termijn nog gecompenseerd door lagere tarieven voor het transport van gas.²²

Al met al is aanpassing van de regulering in de drinkwatersector relatief eenvoudig te realiseren. Op korte termijn is een beleidsmatige verhoging van de WACC door de minister van I&W mogelijk, voor vervanging van de WACC door het instrument van maximale winstuitkering is een wijziging van de Drinkwaterwet nodig. Dit vergt meer tijd maar zou voor de langere termijn een structurele bijdrage leveren aan de investeringsopgaven in deze sector. Een beleidsmatige verhoging van de WACC of verdiscontering van de 'bouwkosten' in de kapitaalvergoeding voor de netbeheerders van energie vraagt, eventueel op verzoek of aanwijzing van de minister van EZK, een methodebesluit van de ACM. Dit impliceert een consultatie van belanghebbenden. Dit vergt wel enige tijd, zeker als belanghebbenden die hier moeite mee hebben het besluit aan de rechter voor gaan leggen.

Versterking van eigen vermogen door bijstorting

Het versterken van het eigen vermogen door de publieke aandeelhouders is de tweede optie om vreemd vermogen aan te trekken ter financiering van de noodzakelijk geachte investeringen. Het versterken van het aandelenkapitaal door uitgifte van extra aandelen is de meest voor de hand liggende optie. Dijkgraaf en Veraart hebben voor de drinkwatersector berekend dat voor dekking van

¹⁷ Zie Elbert Dijkgraaf en Maarten Veraart, Drinkwaterbedrijf heeft geld nodig voor een klimaatproof watersysteem, *Het Financieele Dagblad*, 5 februari 2021. Het voorstel is ontleend aan een eerder onderzoek van SEOR, *Effecten reguleringsvorm drinkwater*, 2007

¹⁸ Zie bijlage 1

¹⁹ Zie noot 2

²⁰ Zie Machiel Mulder, Regulering van energienetwerken op zee, in *Economisch Statistische Berichten*, 16 mei 2014. Mulder sprak zich in het artikel zelf uit tegen deze variant, omdat daarmee de doelmatigheidsprikkel wordt aangetast.

²¹ Zie *Het Financieele Dagblad*, Waterbedrijven willen de tarieven kunnen verhogen, 5 februari 2021

²² Zie noot 2

verwachte kapitaalbehoefte van 3,7 miljard euro een vermogensimpuls van bijna 1,5 miljard euro nodig is.²³

De kapitaalbehoefte bij energienetwerken is een veelvoud daarvan. Een onderzoek in opdracht van Netbeheer Nederland laat zien dat de kapitaalbehoefte tot 2035 1,5 à 2 miljard per jaar is, dit is circa 1 miljard euro per jaar hoger dan het vorige decennium. Uitgaande van de vastgestelde financiële normen, onder andere behoud van de A-rating, is tot 2050 een impuls van het eigen vermogen van 20 à 30 miljard euro nodig.²⁴ Bijstorting van eigen vermogen is niet nieuw. In Tennet heeft de rijksoverheid in de jaren 2011-2019 in vijf tranches het eigen vermogen met bijna 1,8 miljard euro versterkt.²⁵ Dit was vooral bedoeld om aansluitingen van windparken op zee mogelijk te maken. Bij de beheerders van de regionale energienetten is dat tot nu toe nog niet gebeurd.

Bijstorting van eigen vermogen door overheden als publieke aandeelhouders is echter gemakkelijker gezegd dan gedaan. Er zijn twee soorten complicaties. De eerste is de financiële ruimte die overheden hebben. Alleen al de financiering van 1,5 miljard euro extra eigen vermogen voor drinkwaterbedrijven uit de vrij beschikbare reserves bij provincies en gemeenten is geen begaanbare weg. Acht van de twaalf provincies hebben onvoldoende vrij beschikbare reserves.²⁶ Voor gemeenten geldt dit waarschijnlijk nog in versterkte mate.

Provincies en gemeenten kunnen voor versterking van het eigen vermogen van de publieke nutsbedrijven wel zelf geld lenen als alternatief. Zij kunnen de lening gebruiken voor de inkoop van aandelen of het verschaffen van een langlopende achtergestelde lening. De bedrijven betalen hierover dan dividend of rente. De leencapaciteit van provincies en gemeenten is wel aan grenzen gebonden. De netto schuldquote, die de verhouding tussen schulden en inkomsten weergeeft, moet ruim onder de signaalwaarde van 90% blijven om aan de betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Momenteel zit het merendeel van de gemeenten daar nog onder, maar deze maatstaf is in de afgelopen tien jaar sterk verslechterd. Deze is opgelopen van gemiddeld 36% in 2008 tot 58% in 2018.²⁷ De groei van de schuld van provincies en gemeenten is bovendien aan grenzen gebonden in het kader van het EMU-tekort. Hiervoor worden zogenaamde referentiewaarden per provincie en gemeenten vastgesteld. Een eventuele storting van risicodragend vermogen in de publieke nutsbedrijven moet uiteindelijk worden afgewogen tegen investeringen in andere publieke taken, waarvan de financiering alleen al door de pandemie sterk onder druk is komen te staan. Kortom versterking van het eigen vermogen door provincies en gemeenten vanuit financieel perspectief is geen vanzelfsprekende zaak. De ruimte om te lenen en te investeren is voor de rijksoverheid daarentegen een stuk groter, zeker nu de stringente begrotingsregels voor de Eurolanden door de pandemie voorlopig zijn losgelaten.

De tweede complicatie is de spreiding van het aandeelhouderschap. Op een enkele uitzondering na zijn de drinkwaterbedrijven en energienetwerken in handen van veel verschillende aandeelhouders. Dit loopt uiteen van circa tien tot vele tientallen voor de grotere bedrijven in beide sectoren. Het gespreide aandeelhouderschap is het gevolg van de schaalvergroting die gepaard is gegaan met een

²³ Hierbij wordt uitgegaan van een solvabiliteit van 40%. Zie voor een toelichting bijlage 2. Deze bijlage is ontleend aan een onderzoek van Dijkgraaf en Veraart in opdracht van Vitens. Zie *Andere regulering drinkwaterbedrijf gewenst*, 12 mei 2021, www.encri.nl

²⁴ Zie noot 2

²⁵ Zie Kamerstukken van 30 juni 2020 met de titel 'Antwoorden schriftelijk overleg opties invulling kapitaalbehoefte Tennet

²⁶ Zie noot 22

²⁷ Zie Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, *Bijlage 1 Financiële kengetallen gemeenten*, 27 mei 2020

reeks van fusies. Bij verreweg de meeste publieke nutsbedrijven is sprake van een combinatie van provinciaal en gemeentelijk aandeelhouderschap. Dit maakt eventuele bijstorting van eigen vermogen een ingewikkeld bestuurlijk proces. Niet elke provincie of gemeente zal kunnen of willen participeren in een aandelenemissie waarbij naar rato extra aandelen worden gekocht. Een aandelenemissie waarin naar financiële draagkracht wordt deelgenomen heeft echter gelijk gevolgen voor de zeggenschapsverhoudingen. Vanuit financieel perspectief is dit volkomen logisch doch het publieke aandeelhouderschap heeft mede als doel de publieke belangen te borgen. Dit kan onder druk komen te staan bij een wijziging van de zeggenschapsverhoudingen. Het werkgebied is voor veel publieke nutsbedrijven door de reeks van fusies namelijk vele malen groter dan de afzonderlijke gemeenten en provincies. De bedrijven verdelen op basis van prioriteiten de investeringen over hun werkgebied. Het is denkbaar dat er een koppeling wordt aangebracht tussen de financiering van het extra vermogen en de verdeling van de investeringen.

Zelfs Tennet met alleen het ministerie van Financiën als enige aandeelhouder loopt tegen een vergelijkbaar probleem op. Er is opnieuw een versterking van het eigen vermogen nodig en er wordt gekoerst op een aandelenparticipatie van de Duitse overheid. Duitsland wil eventueel meedoen onder de voorwaarde dat het Duitse net organisatorisch en bestuurlijk apart wordt gezet met als risico dat bestaande schaalvoordelen teniet worden gedaan. Voor de directie van Tennet is dit onbespreekbaar, een impasse is het gevolg.

Een mogelijke uitweg voor beide complicaties is het maken een voorziening op rijksniveau. Dit kan in een afzonderlijk fonds of een al bestaand instituut als InvestNL. En dergelijk instituut kan dan voorzien in eigen vermogen voor de periode dat voorfinanciering van de investeringsgroei nodig is. Voor de drinkwaterbedrijven is dit vooralsnog een periode van circa tien jaar. De extra uitgegeven aandelen kunnen later eventueel worden ingekocht door het bedrijf mits de winstregulering daar voldoende ruimte voor geeft. Bij een achtergestelde lening ligt de terugbetaling vast in de leenovereenkomst. Een achtergestelde lening moet overigens wel marktconform zijn om het risico van staatssteun te vermijden.

Het versterken van het eigen vermogen als basis voor de financiering van de noodzakelijk geachte investeringen werkt wel door in het tarief, maar dit gaat geleidelijk. De hogere kapitaalvergoeding als gevolg van de groei van de 'assets' wordt in de huidige regulering ex-post verrekend in het tarief. De verdeling van de kapitaallasten van de voorfinanciering zijn afhankelijk van de vorm die gekozen wordt. Indien dit loopt via een voorziening op rijksniveau dan lopen alle burgers als belastingbetaler een zeker risico. Gegeven de negatieve rentevergoeding op staatsleningen zullen de risico's vooralsnog zeer beperkt zijn. Indien de lagere overheden het eigen vermogen verstrekken dan zullen de risico's bij veel publieke nutsbedrijven ongelijk verdeeld zijn. Ook in het geval dat alle aandeelhouders naar rato participeren, want door de vele fusies in de grote nutsbedrijven bestaat er geen directe relatie meer tussen het aantal aandelen en het aantal inwoners. Er zijn zelfs gemeenten die in de fusieprocessen al hun aandelen verkocht hebben, waardoor burgers in deze gemeenten gevrijwaard zijn van eventuele risico's. De risico's voor burgers bij de voorfinanciering van de investeringsopgave is derhalve niet gelijk, hetgeen strijdig is met het profijtbeginsel dat voor dit soort publieke diensten geldt.

De bovengenoemde complicaties bij de versterking van het eigen vermogen door de zittende aandeelhouders maakt dat het een bestuurlijk ingewikkeld proces is met een onzekere afloop. Indien de versterking van het eigen vermogen door een voorziening op rijksniveau mogelijk wordt dan kan dit snel tot stand komen, ervan uitgaande dat hiervoor een bestaand instituut of instrument gebruikt

kan worden. Als daarentegen een nieuwe voorziening nodig is met een wettelijke grondslag dan kan hier wel enige tijd over heengaan.

Nieuw risicodragend kapitaal door privatisering

De derde optie om het eigen vermogen versterken is het toelaten van privaat kapitaal. Dat is een ingrijpende keuze omdat in een eerder stadium bewust is gekozen om de betreffende nutsbedrijven in publieke handen te houden. Naast verplichtingen in wet- en regelgeving en het extern toezicht werd het destijds als wenselijk gezien om ook overheidseigendom als instrument te hanteren bij de bescherming van de publieke belangen. Eerder hebben we dit als meervoudige sturing gekwalificeerd. Indien publiek eigendom niet meer nodig is om de publieke belangen te borgen dan is het toelaten van private aandeelhouders een aantrekkelijk optie. De nutsbedrijven krijgen daarmee immers volledig toegang tot de private kapitaalmarkt. Gegeven de overvloed aan beschikbaar privaat kapitaal zal er zeker animo zijn bij kapitaalverschaffers. Het verwachte rendement is niet hoog, maar kent wel een laag risicoprofiel en is relatief stabiel. Voorwaarde is wel dat de regulering voorspelbaar is, 'regulatory uncertainty' moet voorkomen worden.²⁸

Nadeel van privatisering is dat het slot op de deur verloren gaat en dat in de toekomst strategisch ongewenst gedrag kan gaan optreden. Dit kan zich bijvoorbeeld uiten in het uitblijven van noodzakelijke investeringen. De uitval van elektriciteitsnetwerken in Californië (bosbranden) en Texas (vriescou) zijn daar recente voorbeelden van. Er is ook een voorbeeld dichterbij huis. In de periode 1994-2006 is het voormalige staatsbedrijf KPN in stappen geprivatiseerd. Het bedrijf is nu volledig in private handen. Het proces van liberalisering en privatisering van de telecomsector wordt in het algemeen als succes gezien. Toch zijn er in de loop van de tijd ook nadelen gesignaleerd. Zo zijn naar aanleiding van de dreigende overname van het bedrijf door de Mexicaanse tycoon Slim zorgen ontstaan over de zeggenschap over het vaste netwerk. Als gevolg daarvan gelden nu restricties vanuit de rijksoverheid met betrekking tot het vaste netwerk bij een eventuele overname van KPN door derden. Ook zijn er zorgen over de investeringen in glasvezel. Deze blijven in heel Europa achter bij de maatschappelijke vraag. Dit is mogelijk het gevolg van de huidige regulering van de opbouw van tarieven en gestelde voorwaarden voor toegang tot de netwerken die vaak nog wel een monopolide karakter hebben.²⁹ Een tekortkoming van regulering is dat het wel private bedrijven kan verhinderen ongewenste maatregelen te nemen, maar het niet mogelijk is om deze bedrijven te verplichten tot investeringen in nieuwe technologieën zoals het aanleggen van glasvezel.

Bij publiek eigendom is er in beginsel meer greep op het investeringsgedrag van netwerkbedrijven. Een gedeeltelijke privatisering, bijvoorbeeld minder dan de helft, kan een oplossing zijn voor dit dilemma. Met een gedeeltelijke privatisering blijft er greep van publieke aandeelhouders op de strategische beslissingen van de bedrijven, maar kan tegelijkertijd geprofiteerd worden van het kunnen aantrekken van eigen vermogen op de private kapitaalmarkt. Een gedeeltelijke privatisering verkleint wel het animo op de private kapitaalmarkt. Het is waarschijnlijk vooral interessant zijn voor institutionele beleggers als pensioenfondsen.

²⁸ Zie onder meer Machiel Mulder, *Regulation of Energy Markets, Economic Mechanisms and Policy Evaluation*, Lecture Notes in Energy 80, Springer 2021.

²⁹ Zie bijvoorbeeld Wolfgang Briglauer e.a., *Why is Europe lagging on next generation access networks*, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2015 nr. 14 en Hellanya Fourie en Paul de Bijl, *Does competition in the DSL-market matter for fibre penetration*, *Telecommunication Policy*, nr 42, 2018, p. 778-793

De financiële lasten zijn voor een deel vergelijkbaar met de optie waarin de publieke aandeelhouders het eigen vermogen versterken. Ook in deze optie krijgen de netwerkbedrijven op basis van de regulering ex-post een vergoeding voor de gestegen kapitaallasten. De risico's, maar ook de eventuele vruchten, van de voorfinanciering van de investeringen komen in dit geval voor rekening van de private aandeelhouders. Afwenteling van eventuele negatieve risico's zijn er normaliter niet voor de burgers als belastingbetaler, maar indirecte gevolgen voor de burger in de rol van pensioentrekker zijn echter niet uitgesloten.

Het toelaten van privaat kapitaal als middel om de investeringsopgave te realiseren is een ingrijpende optie. Het vraagt om een fundamentele heroverweging van de gekozen ordening. Als hiervoor gekozen wordt dan volgt een ingrijpend wetgevingstraject dat vele jaren in beslag zal nemen. Het is dan ook meer oplossing voor de langere termijn, voor de korte termijn biedt het geen oplossing. Logischerwijs ligt voor deze sectoren eerder een gedeeltelijke dan een volledige privatisering voor de hand.

Beoordeling van de opties

Alle drie de behandelde opties bieden uitzicht op de financiering van de investeringsopgave in beide onderzochte sectoren. Het initiatief voor elk van de opties ligt niet bij het management van de verzelfstandigde nutsbedrijven. Zij moeten uiteraard wel het voorwerk verrichten door de noodzaak van de investeringsopgave aan te tonen en aan te geven welke financieringsbehoefte daarbij hoort. Voor het vervullen van de financieringsbehoefte zijn de bedrijven echter afhankelijk van anderen. Bij de optie aanpassing van regulering ligt het voortouw bij de toezichthouders die met een versoepeld regime voor winstregulering dienen te komen, eventueel te bekrachtigen door de verantwoordelijke vakminister. Bij de optie bijstorten van eigen vermogen zijn de politiek bestuurders aan zet. Provincies en gemeenten door als aandeelhouder hiervoor geld vrij te maken. Hetzelfde wordt verwacht van de rijksoverheid voor de eigen deelneming Tennet, maar daarnaast kan het rijk een aparte financiële faciliteit creëren om het eigen vermogen van de nutsbedrijven te versterken. Bij de derde optie is sprake van een meer fundamentele verschuiving van verantwoordelijkheden. Een volledige privatisering betekent het einde van de provincies en gemeenten als publieke aandeelhouders. Het initiatief hier ligt bij de stelselverantwoordelijke ministeries die de besluitvorming over een nieuwe ordening in gang moeten zetten.

Bij de beoordeling van de opties is een toets van de effecten op de publieke belangen gewenst. Bij uitblijvende investeringen komen de betrouwbaarheid van de infrastructuur en de kwaliteit van dienstverlening onder druk te staan. Indien de financiering rond komt dan is dit in geen van de opties aan de orde. Bij de optie privatisering past wel een kanttekening. Op de lange termijn blijft dit een kwetsbaar punt, omdat het lastig is om bij private bedrijven investeringen af te dwingen. Daarom ligt eerder een gedeeltelijke dan een volledige privatisering voor de hand.

De effecten op de betaalbaarheid zijn verschillend. In alle opties berekenen de nutsbedrijven de vermogenskosten voor de investeringen door aan hun klanten. Alleen in de optie waarin de winstregulering wordt aangepast gaat dit sneller. Daar staat wel tegenover dat in de beide andere opties eventuele kosten van de vermogensstorting afgewenteld kunnen worden op de burger als belastingbetaler of anderszins.

Naast toetsing op de publieke belangen is ook een toets op de haalbaarheid van de opties relevant. Haalbaarheid heeft in dit verband twee betekenissen, namelijk tijdigheid en realiseerbaarheid. De

drie opties scoren daar duidelijk verschillend op. Voor het netbeheer heeft de optie aanpassing van de WACC binnen de huidige regulering de beste papieren. Deze aanpassing is binnen het bestaande wettelijke regime op afzienbare tijd te realiseren. Voor de drinkwatersector is vervanging van de WACC door een instrument dat de winstuitkering beperkt het meest aantrekkelijk. Dit vraagt wel een aanpassing van het wettelijk regime. Voor een eventuele overgangperiode kan voor de drinkwaterbedrijven de bestaande WACC beleidsmatig worden verhoogd. Voor de optie aandelenemissie en vergelijkbare varianten zijn er geen wettelijke beperkingen, maar is wel sprake van ingewikkelde besluitvorming als gevolg van de bestaande governance en financiële beperkingen bij veel provincies en gemeenten. De optie privatisering scoort het slechtste op haalbaarheid. Het vraagt aanpassing van het wettelijk regime dat niet alleen tijd kost, maar in de huidige politieke verhoudingen een omstrede voornemen is.

Al met al lijkt de optie van privatisering af te vallen. Niet alleen vanwege de haalbaarheid, maar ook vanwege risico's met betrekking tot de investeringsbereidheid op langere termijn. Als gekozen wordt voor een oplossing die op korte termijn en zonder teveel gedoe soelaas biedt dan komen aanpassing van de winstregulering en het treffen van een financiële faciliteit op rijksniveau in aanmerking. Dit vraagt maatwerk per sector. Naar verwachting zal de vervanging van de WACC door een instrument dat de winstuitkering maximeert voldoende zijn voor de drinkwatersector. Indien daarvoor niet wordt gekozen ligt het voor de hand dat de rijksoverheid een financiële faciliteit creëert om het eigen vermogen te versterken. Voor de investeringen in elektriciteitsnetten is naar verwachting een combinatie van maatregelen nodig. Bijvoorbeeld het vervangen van de reële WACC door een nominale WACC aangevuld met versterking van het eigen vermogen. Ook hier ligt het voor de hand dat daarvoor een financiële faciliteit door het rijk wordt gesteld, mogelijk aangevuld doorbijstorting van de aandeelhouders die zich dat kunnen veroorloven.

Tot slot

Oplossing van de financieringsproblematiek bij de drinkwaterbedrijven en de beheerders van energienetwerken is op korte termijn geboden. De voorkeur gaat dan ook uit naar een pragmatische oplossing zoals hierboven aangegeven. Tegelijkertijd is het verstandig om ook te reflecteren op meer fundamentele aspecten van de geschetste problematiek. Het blijkt dat de meervoudige sturing mogelijk wel meer veiligheid biedt, maar in deze situatie ook zorgt voor onevenwichtige verhoudingen tussen de hoofdrolspelers. Het knelpunt zit in de rol van de provincies en gemeenten als eigenaar van de betreffende nutsbedrijven. Hun rol als beleidsmaker is in de loop der jaren uitgehold door centralisatie van bevoegdheden naar nationaal en Europees niveau. Bij het beheer van de energienetwerken is de beleidsinvloed van lagere overheden in vergaande mate uitgehold. Bij de drinkwaterbedrijven veel minder, maar is de tendens van centralisatie onmiskenbaar. De grotere afstand tussen de publieke nutsbedrijven en haar aandeelhouders zorgt er voor dat de borging van de publieke belangen door middel van het aandeelhouderschap lastiger is geworden. Het heeft ook als resultaat dat lagere overheden minder geneigd zijn eigen vermogen bij te storten in de bedrijven. Dit is een van de verklaringen voor de dreigende impasse rond de financiering van de benodigde investeringen. Het is echter verstandig om naast het praktisch oplossen van het financieringsprobleem ook meer fundamenteel te kijken naar de balans in verantwoordelijkheden in genoemde sectoren en dit vraagstuk in de komende periode te agenderen. Daarbij moeten de grote beleidsopgaven in de komende periode ijkpunt zijn.

Bijlage 1: Toelichting methodiek van tarief- en winstregulering³⁰

In de tariefregulering wordt voor begrenzing van de winst gebruik gemaakt van een maximale vermogenskostenvoet of vaak ook met WACC (Weighted Average of Cost of Capital) aangeduid. De WACC wordt gerelateerd aan het totale geïnvesteerde vermogen, waarbij onderscheid wordt gemaakt in de vergoeding voor eigen en vreemd vermogen. Op basis van risicoprofielen en benchmarking met vergelijkbare bedrijven worden voor beide componenten maximale rendementen vastgesteld en vervolgens een gewogen gemiddelde berekend. De toepassing van de WACC in netwerksectoren is verschillend.

In de *energiesector* wordt de winst niet direct gereguleerd, maar is onderdeel van de regulering van het tarief voor gebruikers. Het toegestane tarief bestaat uit twee componenten: de vergoeding voor de operationele kosten (OPEX) en voor de kosten van kapitaal (CAPEX). De kapitaalkostenvergoeding is daarbij het product van de WACC en de omvang van de kapitaalgoederenvoorraad. Bij groei van de kapitaalgoederenvoorraad (= investeringen – afschrijvingen) in jaar t krijgen de netwerkbedrijven de extra kapitaalkosten op basis van de WACC vergoed vanaf jaar $t+1$. De te behalen winst wordt niet gereguleerd, deze is het saldo van het toegestane of gereguleerde tarief en de feitelijk gerealiseerde kosten. Op basis van benchmarking wordt per reguleringsperiode het toegestane tarief aangepast teneinde de regionale netbeheerders aan te zetten tot meer efficiency. De huidige reguleringsperiode omvat vijf jaar (2017-2021). Gedurende deze periode kunnen de netbeheerders gerealiseerde winst behouden ook als deze de hoogte van de WACC overschrijden. Deze kunnen eventueel aangewend worden om het eigen vermogen te versterken. Het tarief, en de WACC als onderdeel daarvan, worden door de ACM vastgesteld op basis van zogenaamde methodebesluiten. De WACC voor elektriciteitsnetwerken is in de lopende reguleringsperiode in 2016 gestart op het niveau van 4,44%, voor 2022 ligt de reële WACC op circa 1,4% en in de volgende jaren op dat niveau bewegen. De nominale WACC ligt rond de 3%.

In de *drinkwatersector* wordt het tarief vastgesteld door de publieke aandeelhouders zijnde provincies en gemeenten. De in de Drinkwaterwet vastgelegde periodieke benchmark van de drinkwaterbedrijven prestatievergelijking zorgt in deze sector voor efficiëncyprikkels. De tarieven voor gebruikers moeten conform de wet kostengeoriënteerd zijn, waarbij de toezichthouders ILT en ACM de transparantie van de kostenstructuur en gerealiseerde winsten beoordelen. De behaalde winstmarge mag daarbij niet hoger zijn dan de toegestane WACC. Indien de winst in jaar t hoger is dan de WACC moet de 'overwinst' in jaar $t+2$ worden teruggeven in de tarieven. Bij het bepalen van de winst wordt wel rekening gehouden met de omvang van het geïnvesteerd vermogen. Voor de extra kapitaalkosten door de groei van het geïnvesteerd vermogen (= investeringen - afschrijvingen) worden de drinkwaterbedrijven vanaf het jaar $t+1$ gecompenseerd. Voor het vaststellen van de WACC worden reguleringsperiodes gehanteerd, de huidige reguleringsperiode (2020-2021) bedraagt twee jaar. De minister van Infrastructuur en Waterstaat heeft in de brief aan de Tweede Kamer voorgesteld om de huidige reguleringsperiode met 1 jaar te verlengen. De WACC wordt vastgesteld door de minister op basis van adviezen van de toezichthouders ILT en ACM. De WACC voor drinkwaterbedrijven bedraagt momenteel 2,75%.

³⁰ De toelichting op de methodiek van de WACC en de tariefregulering in de energiesector is gebaseerd op hoofdstuk 6 van Machiel Mulder, *Regulation of Energy Markets, Economic Mechanisms and Policy Evaluation*, Lecture Notes in Energy 80, Springer 2021. De toelichting op tariefvaststelling en winstregulering in de drinkwatersector is gebaseerd op AEF, *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, Utrecht 2017.

Bijlage 2 Mogelijkheden voor bijstorten eigen vermogen door huidige aandeelhouders ³¹

In de onderstaande berekening is uitgegaan van een balansversterking van de drinkwaterbedrijven met zo'n 3,7 miljard euro met oog op de financiering van de investeringen in de komende 10 jaar. 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 welke 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.

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. Zeker als bedacht wordt dat er op provinciaal niveau ook andere majeure investeringsopgaven liggen, zoals investeringen in elektriciteitsnetten en mogelijk warmtenetten en investeringen in het oplossen van de stikstofproblematiek.

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

Gemiddeld zijn twee-derde van de aandelen in drinkwaterbedrijven in handen van de gemeenten, bij de regionale energienetten zijn de provincies dominant. Daarbij zijn er bedrijven die geheel in handen zijn van gemeenten of juist provincies, de meeste bedrijven kennen echter zowel provincies als gemeenten als aandeelhouder. Het gespreide aandeelhouderschap is een extra complicatie bij bijstorten. Het aandeelhouderschap is immers niet primair financieel gedreven, maar dient vooral als borging voor publieke belangen. Zeggenschapsverhoudingen doen er in dat verband toe.

³¹ Ontleend aan onderzoek vermeld in noot 23