



Financierbaarheid drinkwatersector

Financierbaarheid drinkwatersector

Auteur(s):

Stijn Minderhoud
Floris van der Veen
Radboud Koning
Dexter Voskamp

In opdracht van:

Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat

Plaats, datum:

Rotterdam, 9 december 2022

Status:

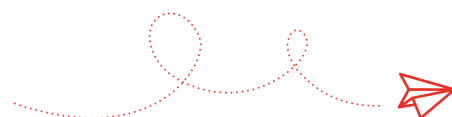
Definitief

Productkenmerk: R22103

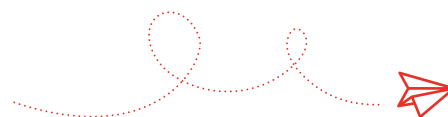
Rebel

Wijnhaven 23
3011 WH Rotterdam
Nederland
+31 10 275 59 95

info@rebelgroup.com
www.rebelgroup.com



Inhoudsopgave



1. Samenvatting	5
2. Aanleiding voor het onderzoek	8
2.1 De drinkwatersector in Nederland	8
2.2 Aanleiding onderzoek	9
2.3 Onderzoeksvragen	9
3. Regulering drinkwatersector	11
3.1 Grondslag drinkwatertarieven	11
3.2 Rollen binnen reguleringskader	12
4. Probleemstelling	13
4.1 Eerder onderzoek naar financierbaarheid investeringsopgave	13
4.2 Beeld vanuit de sector	14
4.3 Onze appreciatie: een financieringsprobleem van tijdelijke aard	15
5. Oplossingsrichtingen	16
5.1 Lessen uit andere sectoren	16
5.2 Visie belanghebbenden	18
5.3 Perspectief financiers	19
5.4 Oplossingsrichtingen verbeteren financierbaarheid	20
5.4.1 Aanpassen reguleringssystematiek	20
5.4.2 Inbreng van eigen vermogen	21
5.4.3 Garanties	22
5.4.4 Versterken toezichthoudend kader	22
6. Beoordeling van oplossingsrichtingen	23
6.1 Overwegingen hoofdoplossingsrichtingen	23
6.2 Rol en verantwoordelijkheden bestuurders en aandeelhouders	23
6.3 Beoordelingskader	24
6.4 Beoordeling	25
6.4.1 Aanpassen reguleringssystematiek	26
6.4.2 Inbreng van eigen vermogen	28
6.4.3 Versterken toezichthoudend kader	28
6.5 Deelconclusie oplossingsrichtingen	29
7. Beantwoording onderzoeksvragen en conclusies	31
7.1 Beantwoording onderzoeksvragen	31
7.2 Conclusies op onderzoeksvragen	33
7.3 Aanbevelingen	33

Bijlage 1: overzicht bevindingen casuïstiek	35
Bijlage 2: achtergrondinformatie regulering	41
Bijlage 3: gevoerde gesprekken	46
Bijlage 4: beoordeling individuele maatregelen	47
Bijlage 5: contouren noodknopprocedure	48

1. Samenvatting

Nederland kent 10 drinkwaterbedrijven die bij wet verplicht en exclusief bevoegd zijn om drinkwater te leveren aan afnemers in hun regio. Hun primaire taak is voldoende drinkwater van goede kwaliteit aan afnemers te leveren, de leveringszekerheid te borgen en doelmatig te opereren. Gezien het belang van de drinkwatervoorziening is er bij invoering van de Drinkwaterwet in 2009 voor gekozen om de drinkwatervoorziening in publiek eigendom te houden. Aangezien drinkwaterbedrijven in hun regio een monopolie hebben, zijn er regels gesteld om de gebonden consument te beschermen. De drinkwatertarieven dienen volgens de wet kostendekkend, transparant en niet-discriminerend te zijn. De drinkwaterbedrijven zijn verantwoordelijk voor de eigen bedrijfsvoering en bepalen zelf welke kosten zij moeten maken om invulling te geven aan hun wettelijke taken.

Om de primaire taken te vervullen zijn tijdige investeringen in de drinkwaternetten nodig. **Sinds een aantal jaren geven enkele drinkwaterbedrijven het signaal af dat de financierbaarheid door de toegenomen investeringsopgave een probleem kan worden.** De oorzaak moet volgens de bedrijven (mede) worden gezocht in de regulering. De Inspectie Leefomgeving en Transport (ILT) concludeerde in 2021 dat de benodigde investeringen inderdaad aanzienlijk zullen groeien als gevolg van een forse toename van het aantal aansluitingen, verdroging van bronnen, toenemende vervuiling van bronnen, verhoging van de piekafname en een toename van de reguliere vervangingsopgave. Het kunnen financieren van deze investeringen met vreemd vermogen is niet vanzelfsprekend. Ongeveer de helft van de drinkwaterbedrijven kan de eigen investeringsopgave waarschijnlijk niet met vreemd vermogen financieren, aldus de ILT in 2021.

De afgelopen periode vestigt de ILT meer aandacht op de meerjarenbegroting en financiële gezondheid van drinkwaterbedrijven. **De huidige inzichten laten zien – en dat geeft ook de sector zelf aan – dat er geen of slechts een zeer beperkt aantal drinkwaterbedrijven zijn die op zeer korte termijn een financieringsprobleem hebben.** Redenen hiervoor zijn onder andere dat bedrijven zelf succesvol mitigerende maatregelen nemen, dat de vastgestelde WACC – het toegestane gecombineerde rendement op eigen en vreemd vermogen – voor de periode 2022-2024 hoger is vastgesteld dan werd verwacht en dat de investeringsopgave deels naar achteren verschuift. Wel is het zo dat onzekerheid over timing en omvang van investeringen relatief groot is en de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt effect hebben op de financierbaarheid van investeringen. **Daarom is het niet uitgesloten dat op langere termijn alsnog een financieringsprobleem ontstaat.**

We concluderen op basis van eerdere onderzoeken en gesprekken met sectorpartijen dat het huidige model van cost+ regulering in de drinkwatersector op hoofdlijnen naar behoren werkt. Drinkwaterbedrijven leveren een eerste levensbehoefte en afnemers kunnen niet kiezen voor een ander bedrijf. Daar past bij dat tarieven worden gereguleerd op basis van de kosten die het drinkwaterbedrijf maakt, terwijl er wordt gestuurd op het bereiken van een zo efficiënt mogelijke kostenstructuur. Het gevolg van de regulering is ook dat het drinkwaterbedrijf altijd tot kostendekkende tarieven kan komen. Er komt uit dit onderzoek en eerder onderzoek geen reden naar voren om het reguleringsmodel ingrijpend te herzien. Bij sommige partijen bestaat zelfs weerstand tegen wijziging van de huidige regulering, omdat dat tot onvoorspelbaarheid en extra lasten leidt. **Wel zijn er interventies nodig om de veiligstelling van de drinkwatervoorziening op de langere termijn te borgen.** Deze interventies hebben betrekking op de kredietwaardigheid en daarmee de financierbaarheid van de investeringen door drinkwaterbedrijven.

Er is een aantal interventies mogelijk om de financierbaarheid van de investeringen te verbeteren. Een eerste mogelijkheid is het zodanig aanpassen van de reguleringssystematiek dat de operationele kasstroom van een drinkwaterbedrijf verhoogt wordt. Een tweede mogelijkheid is het inbrengen van meer eigen vermogen in een drinkwaterbedrijf, waardoor de solvabiliteit direct verbetert. Een derde richting is het verbeteren van de (voorwaarden voor) toegang tot de financieringsmarkt, door middel van een garantiesysteem. Een vierde oplossingsrichting is erop gericht het regelgevend en toezichthoudend kader te versterken; dit heeft geen directe impact op de financiële positie van drinkwaterbedrijven. Van belang is verder dat ook het eigen financieel beleid en het *asset management* van drinkwaterbedrijven effect heeft op de financierbaarheid van investeringen.

We adviseren in te zetten op preventieve oplossingen om de financierbaarheid van investeringen op de lange termijn beter te borgen en tegelijkertijd – curatief – een noodknop te creëren voor het geval dat drinkwaterbedrijven in financieel zwaar weer dreigen te komen.

De eerste voorgestelde aanpassing in de huidige regulering is introductie van een symmetrische middelingssysteem die het mogelijk maakt een overschrijding van de gerealiseerde maximale WACC te middelen met onderschrijdingen in opvolgende jaren. Dat maakt het gemakkelijker om de jaarlijks begrote WACC en daadwerkelijk gerealiseerde WACC dichter bij elkaar te brengen en het doet niets af aan de werking van de cost+ regulering. In deze systematiek kunnen de financiële effecten van bijzondere omstandigheden – zoals de sterke stijging van de energieprijzen – in de komende jaren nog worden gecompenseerd.

Ten tweede adviseren we de wijze van vaststelling van de WACC voor toekomstige besluiten op onderdelen nader te bezien. De systematiek op basis waarvan de WACC wordt vastgesteld wordt, met bijstellingen, al geruime tijd in verschillende gereguleerde sectoren toegepast. Er wordt daarbij uitgegaan van een efficiënt gefinancierd drinkwaterbedrijf.

Er leven verschillende opvatting over hoe met name de toegestane vergoeding voor eigen vermogen precies moet worden vastgesteld. Vaststaat dat deze in grote mate afhangt van de ontwikkeling van de risicovrije rente en niet gekoppeld is aan de toename van het eigen vermogen die nodig is om de kredietwaardigheid te borgen op het moment dat de investeringen sterk stijgen. Vanuit theoretisch perspectief is dit correct. De rendementseis op eigen vermogen is gerelateerd aan het risicoprofiel en niet aan de investeringsopgave. We bevelen aan te onderzoeken of in de unieke omstandigheden zoals de afgelopen jaren op de kapitaalmarkt – met een zeer lage, zelfs negatieve risicovrije rente – de huidige systematiek voor het bepalen van het rendement op eigen vermogen nog wel representatief is voor de daadwerkelijke rendementseis, en om dat onderzoek te doen onder verstrekkers van eigen vermogen op de kapitaalmarkt. Dit beschouwen we als een aanvulling op de meer theoretische inzichten vanuit de CAPM-benadering die bijvoorbeeld in de voorbereiding op het WACC besluit 2022-2024 zijn gewisseld tussen de sector en de ACM. De verworven inzichten kunnen betrokken worden bij de vaststelling van de WACC in de volgende periode. **Daarnaast adviseren we drinkwaterbedrijven en overige belanghebbenden een mogelijkheid tot bezwaar en beroep te geven tegen het vaststellingsbesluit van de WACC.**

We adviseren ook te onderzoeken of het nacalculeren van de WACC voor de ontwikkeling van de risicovrije rente, waarde toevoegt. In de regulering van de elektriciteitsnetbeheerders is hier door de ACM voor gekozen.

Ons vijfde advies is om een “noodknop”-procedure te introduceren die een drinkwaterbedrijf in kan roepen wanneer de voor de leveringszekerheid benodigde investeringen op korte termijn niet meer financieel zijn. Een noodknop-procedure schept ruimte voor een tijdelijke opslag op de

tarieven die zich moet verhouden tot de benodigde opslag om financierbaar te blijven. In feite wordt hiermee het cost+ model en het op kosten gebaseerde tarief tijdelijk losgelaten. Toepassing van deze noodknop moet daarom aan strikte voorwaarden verbonden zijn, bijvoorbeeld een tijdelijk verbod op winstuitkering, dat de opslag later in de tijd weer in de tarieven wordt verrekend en dat het bedrijf en de aandeelhouders zich committeren aan een herstelplan om de financierbaarheid te verbeteren. De noodknop heeft een tijdelijk karakter en biedt een drinkwaterbedrijf de tijd die nodig is om te komen tot een structureel betere financiële situatie.

Deze vijf aanbevelingen benutten de ruimte die cost+ regulering kan bieden om de financierbaarheid te verbeteren. **In geval van een groei van de investeringsopgave die significant groter is dan de afschrijvingen van de activa, zijn naast aanpassingen in de regulering ook andere oplossingen nodig. Dan ligt het voor de hand de balans te versterken door toevoeging van eigen vermogen door aandeelhouders of derden.** Dit past bij een model waarin vennootschappen met een winsttoegmerk invulling geven aan de voorziening van drinkwater en er ruimte wordt geboden voor een rendement op het geïnvesteerde vermogen. Het is de verantwoordelijkheid van bestuurders van drinkwaterbedrijven om te signaleren dat een additionele kapitaalstorting in de toekomst nodig is of kan zijn. Bestaande aandeelhouders kunnen in principe alleen uit eigen beweging besluiten tot het verder kapitaliseren van een bedrijf waarin zij aandeelhouder zijn.

We adviseren tot slot om (meer) regels te stellen die relateren aan de financierbaarheid van drinkwaterbedrijven en ten minste een minimale solvabiliteit van drinkwaterbedrijven vereisen.

Regels hierover maken expliciet(er) dat sturing op financierbaarheid door de aandeelhouders van belang is en dat het bedrijfseconomisch belang van het drinkwaterbedrijf binnen de grenzen die de regulering stelt prevaleert.

2. Aanleiding voor het onderzoek

2.1 De drinkwatersector in Nederland

Nederland kent 10 drinkwaterbedrijven, elk actief in een andere regio (zie figuur). Behalve Waternet zijn alle drinkwaterbedrijven een nv, waarbij provincies en gemeenten de aandelen houden (soms indirect via tussenliggende bv's). Hun primaire taak is om voldoende drinkwater van goede kwaliteit aan afnemers te leveren. Om dat te kunnen blijven realiseren zijn tijdige investeringen in de drinkwatervoorziening nodig. Een deel van de activiteiten die drinkwaterbedrijven uitvoeren kent een wettelijke grondslag (in de Drinkwaterwet, het drinkwaterbesluit en de drinkwaterregeling) en een deel is niet in de wet verankerd.



Het centrale doel van de drinkwaterwetgeving is het bevorderen van de volksgezondheid, door de voorziening van drinkwater aan consumenten op een maatschappelijk verantwoorde wijze te borgen. De wetgever heeft beoogd met de Drinkwaterwet de primaire verantwoordelijkheid hiervoor bij de drinkwaterbedrijven te leggen. De genoemde centrale doelstelling vertaalt zich in een aantal meer concrete belangen, die met de Drinkwaterwet worden gewaarborgd:

1. Het belang van een goede kwaliteit van het drinkwater
2. Het belang van leveringszekerheid en continuïteit van de openbare drinkwatervoorziening
3. Het belang van doelmatigheid van de openbare drinkwatervoorziening

Een goede drinkwatervoorziening is van belang voor de volksgezondheid, het welzijn en de welvaart van de samenleving. Het gaat om een vitale publieke dienst van groot algemeen belang.¹ Omdat transport en distributie van drinkwater gebonden is aan leidingen en de beschikbaarheid en bescherming van bronnen beperkingen geeft voor de locatiekeuze van een waterwingebied, zijn de kosten voor aanleg van een alternatief drinkwaternetwerk erg hoog.² Te hoog om concurrentie *tussen* netwerken mogelijk te maken. Concurrentie *op* het netwerk – door middel van openstelling voor meerdere aanbieders – heeft nadelen. Het levert technische knelpunten op, geeft onduidelijkheid over de juridische aansprakelijkheid en/of kan ten koste gaan van de (controleerbaarheid van de) kwaliteit. In de drinkwatervoorziening bestaat een grote verwevenheid tussen eigendom, beheer en exploitatie, wat maakt dat elke stap in het proces cruciaal is voor de kwaliteit van het water.³

Aangezien per regio maar één drinkwaterbedrijf actief kan zijn is er sprake van een regionale (natuurlijke) monopolie. Het risico op marktfalen is daardoor groot. Bovendien is de drinkwatervoorziening van groot openbaar belang. Dit legitimeert overheidsingrijpen. Bij de invoering van de Drinkwaterwet in 2009 is

¹ Kamerstukken II 2006/07, 30895, nr. 3, p. 2 (MvT).

² SEOR (2007), *Winstregulering als waarborg voor redelijke tarieven*, p. 7.

³ Kamerstukken II 2006/07, 30895, nr. 3, p. 23 (MvT);
SEOR (2007), *Winstregulering als waarborg voor redelijke tarieven*, p. 8.

daarom gekozen om de drinkwatervoorziening van huishoudens volledig in publiek eigendom te houden. Wanneer de overheid slechts gedeeltelijk eigenaar zou zijn, zouden er minder mogelijkheden zijn voor de overheid om invloed uit te oefenen. Bovendien streven private partijen (deels) andere belangen na dan de publieke belangen die met de drinkwatervoorziening gemoeid zijn.⁴

Een manier om, bij het ontbreken van voldoende concurrentie, de condities van een goed werkende markt te simuleren en dus te komen tot efficiënte bedrijfsvoering en bijbehorende tarieven, is door regulering. Marktregulering in deze zin komt voor in (netwerk)sectoren als energie, telecom, post en vervoer, en kent meerdere verschijningsvormen.

2.2 Aanleiding onderzoek

Sinds een aantal jaren geven enkele drinkwaterbedrijven het signaal dat ze verwachten dat de financierbaarheid van de investeringsopgave een probleem kan worden. Dit kan de leveringszekerheid en continuïteit van drinkwater in gevaar brengen. De oorzaak moet volgens deze bedrijven (mede) worden gezocht in de huidige regulering. Naar aanleiding van dit signaal heeft het ministerie van Infrastructuur en Waterstaat (IenW) in 2021 opdracht gegeven aan de verantwoordelijk toezichthouder, de Inspectie Leefomgeving en Transport (ILT), om dit nader te onderzoeken. Het rapport van de ILT gaat in op de omvang en de oorzaken van de mogelijke financieringsproblemen en doet ook een aantal aanbevelingen. De ILT concludeert dat de benodigde investeringen inderdaad aanzienlijk zullen groeien in de nabije toekomst en dat de financierbaarheid van deze investeringen met vreemd vermogen niet voor alle bedrijven een vanzelfsprekendheid is.

Eén van deze aanbevelingen is het vastleggen van vereisten voor de financiële positie van drinkwaterbedrijven. De minister van IenW heeft naar aanleiding van deze aanbeveling aangegeven te onderzoeken of het opstellen van dergelijke eisen kan borgen dat een drinkwaterbedrijf niet te grote financiële risico's loopt en zodoende altijd haar wettelijke taken kan blijven uitvoeren.⁵ De minister gaf bovendien aan dit onderzoek te willen combineren met een onderzoek naar het nader specificeren van de verantwoordelijkheden van decentrale overheden als aandeelhouder van de drinkwaterbedrijven. Dit was eveneens een aanbeveling van de ILT.⁶ Deze aankondiging is de aanleiding voor ons onderzoek.

2.3 Onderzoeksvragen

De hoofdvragen van het onderzoek zijn door IenW in samenwerking met stakeholders opgesteld. Deze hoofdvragen zijn:

- Wat zijn de effecten (voor-/nadelen) van verschillende typen van (winst)regulering op het besturingsmodel van drinkwaterbedrijven?
- Geeft dit de juiste prikkels aan bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders van drinkwaterbedrijven?

⁴ Kamerstukken II 2006/07, 30895, nr. 3, p. 28 (MvT).

⁵ Kamerstukken II 2020/21, 27625, nr. 533, p. 2-3 (Kamerbrief bij ILT rapport Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector);

⁶ ILT (2021), *Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector*, p. 50.

- Welk type (winst)regulering borgt het beste de financiële gezondheid van de drinkwaterbedrijven, de veiligstelling van drinkwatervoorziening en redelijke tarieven en de bescherming van de gebonden consument?

Als geleide voor het onderzoek zijn de volgende subvragen benoemd:

1. *Wat zijn theoretische voor- en nadelen van het huidige reguleringssysteem voor drinkwater?*
2. *Hoe werkt het uit in de praktijk? In hoeverre worden de doelen bereikt? (tarieven, WACC, winst, meerjarig perspectief (10 jaar?) inclusief achtergrond)*
3. *Hoe past het huidige systeem op de verwachte investeringsopgave? Welke aanpassingen in de huidige systematiek kunnen dit ondervangen?*
4. *Hoe wordt de financiële gezondheid geborgd van de andere gereguleerde sectoren in Nederland? Wat kunnen we daarvan leren?*
5. *Welke alternatieve vormen van regulering zijn er?*
6. *Hoe scoren deze alternatieve reguleringsvormen op de doelstellingen: financiële gezondheid van de drinkwaterbedrijven, de veiligstelling van drinkwatervoorziening en redelijke tarieven? En hoe scoren ze hierop in vergelijking met de huidige systematiek?*

3. Regulering drinkwatersector

Dit hoofdstuk bestaat uit een zeer beknopte beschrijving van hoe de drinkwatertarieven momenteel worden gereguleerd. We verwijzen naar bijlage 2 voor meer achtergrondinformatie over de diverse vormen van regulering, de theoretische voor- en nadelen hiervan, en hoe de regulering in de praktijk tot nu toe uitpakt in de drinkwatersector.

3.1 Grondslag drinkwatertarieven

Drinkwater is een primaire levensbehoefte. Om te kunnen verzekeren dat afnemers tegen een redelijke prijs toegang hebben tot kwalitatief goed drinkwater, zijn de tarieven begrensd door middel van cost+ regulering. Artikel 11 van de Drinkwaterwet bepaalt dat tarieven kostendekkend, transparant en niet-discriminerend moeten zijn. Op drinkwaterbedrijven rust de verplichting om dat aan te tonen.

De Drinkwaterwet, het Drinkwaterbesluit en de Drinkwaterregeling vormen het wettelijk kader voor het toezicht op tarieven die drinkwaterbedrijven in rekening brengen voor de beschikbaarstelling en levering van drinkwater. Relevant voor het toezicht op tarieven zijn de artikelen 10 t/m 13 van de Drinkwaterwet, de artikelen 6 t/m 10 van het Drinkwaterbesluit en de artikelen 5 t/m 7 van de Drinkwaterregeling. Samen vormen deze het kader waarbinnen de drinkwaterbedrijven elk jaar hun tarieven moeten vaststellen.

De drinkwaterbedrijven zijn verantwoordelijk voor de eigen bedrijfsvoering. Kenmerkend aan het model van cost+ regulering is dat drinkwaterbedrijven zelf de kosten bepalen om invulling te geven aan hun wettelijke taken. Deze kosten (exclusief rentelasten) mogen in de tarieven worden verwerkt, plus een vergoeding voor het beschikbaar stellen van het geïnvesteerde vermogen, zodat de ondernemingen een redelijk rendement op het eigen vermogen kunnen behalen. De vergoeding voor het geïnvesteerde vermogen die ondernemingen maximaal in hun tarieven mogen verwerken bestaat uit de "Weighted Average Cost of Capital" (WACC). De WACC omvat zowel een compensatie voor de rentelasten voor het vreemd vermogen als een redelijk rendement op het geïnvesteerde eigen vermogen.

Door toepassing van de WACC worden overwinsten voorkomen en zijn redelijke tarieven voor afnemers zeker gesteld.⁷ De WACC wordt voor een periode van drie jaar vastgesteld (tot 2021 was dit twee jaar).⁸ De WACC beweegt vooral mee met de rente op de internationale kapitaalmarkt. Deze is de afgelopen jaren gedaald, dus daalde ook de WACC. In de huidige reguleringsperiode is een lichte stijging waarneembaar ten opzichte van 2020-2021:

Jaar	2014-2015	2016-2017	2018-2019	2020-2021	2022-2024
WACC	4,80%	4,20%	3,40%	2,75%	2,95%

De tarieven van drinkwaterbedrijven worden vastgesteld aan de hand van de begrote kosten (ex-ante). Indien achteraf (ex-post) blijkt dat drinkwaterbedrijven in enig jaar een bedrijfsresultaat (winst) halen die

⁷ Om te voorkomen dat drinkwaterbedrijven over onnodig hoge reserves komen te beschikken en voldoende gebruikmaken van (goedkopere) financiering met vreemd vermogen, is er ook een grens gesteld aan het aandeel eigen vermogen in het totale vermogen ("solvabiliteit"). Deze grens is op 70% gesteld. Er geldt vanuit de wet en het reguleringsmodel geen minimum voor de solvabiliteit. In de praktijk hanteren verstrekkers van vreemd vermogen hier wel bepaalde grenswaarden voor.

⁸ Art. 10 lid 3 Drinkwaterwet.

hoger is dan de vastgestelde WACC voor dat jaar toestaat, moeten ze dit verschil uiterlijk binnen 2 jaar na het desbetreffende boekjaar compenseren met lagere tarieven.⁹ Als het bedrijfsresultaat lager is, mag een drinkwaterbedrijf dit niet verrekenen met hogere tarieven.

3.2 Rollen binnen reguleringskader

De Autoriteit Consument & Markt (de ACM) geeft advies over de hoogte van de WACC en de minister van IenW stelt deze vast.¹⁰ Tegen dit besluit is geen bezwaar en beroep mogelijk.

De aandeelhouders van drinkwaterbedrijven – provincies en gemeenten – stellen de tarieven vast, het bestuur doet daartoe een voorstel. Een uitzondering hierop vormt waterbedrijf Waternet (een stichting). De gemeente Amsterdam stelt hier de tarieven voor vast.¹¹ Ook beslissen de aandeelhouders wat er met de winst gebeurt; toevoegen aan het eigen vermogen of uitkeren in de vorm van dividend.

Het integrale toezicht op drinkwatersector ligt bij de ILT.¹² De ILT controleert, op grond van artikel 11 van de Drinkwaterwet, of de tarieven kostendekkend, transparant en niet-discriminerend zijn. De ILT is wettelijk verplicht advies te vragen over de tarieven aan de ACM. De ACM stelt voor elk drinkwaterbedrijf een rapport op over de mate waarin het bedrijf voldoet aan artikel 11 van de Drinkwaterwet.¹³

De ILT is ook verantwoordelijk voor het opstellen en uitvoeren van de wettelijk verplichte benchmark, ook wel de prestatievergelijking genoemd.¹⁴ Daarnaast houdt de ILT via de leveringsplannen van drinkwaterbedrijven een vinger aan de pols wat betreft de leveringszekerheid en veiligheid van de drinkwatervoorziening. Het RIVM adviseert de ILT hierbij.¹⁵

⁹ Art. 12 lid 3 Drinkwaterwet.

¹⁰ Art. 10 Drinkwaterwet jo. Art. 8a lid 1 Drinkwaterbesluit.

¹¹ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 37.

¹² AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 36.

¹³ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 37.

¹⁴ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 24.

¹⁵ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 46.

4. Probleemstelling

4.1 Eerder onderzoek naar financierbaarheid investeringsopgave

Het ministerie van IenW heeft onderzoek laten doen naar zowel suggesties voor verbeteringen van de WACC-berekening die uit eerder onderzoek¹⁶ volgden, als naar de verwachte toekomstige investeringsopgave voor de hele drinkwatersector, en naar de mate waarin bedrijven in staat zijn om hieraan te voldoen. Dit onderzoek is in 2021 uitgevoerd door de ILT. Mede aanleiding voor het onderzoek waren signalen uit de sector dat het huidige reguleringsregime drinkwaterbedrijven zou beperken om de benodigde investeringen te kunnen doen.¹⁷

In 2021 heeft de ILT een rapport opgeleverd dat meer inzicht geeft in de sectorbrede investeringsopgave. De investeringsbehoefte van drinkwaterbedrijven neemt toe in de tijd. Het gemiddelde niveau van de investeringen is in 2029 naar verwachting zo'n 60% hoger dan in de periode 2017-2019. Ook bleek uit het onderzoek dat drinkwaterbedrijven, in de periode 2014-2019, de ruimte die de WACC biedt voor de tarieven structureel niet volledig hebben gebruikt, en dat de niet-gebruikte ruimte in de latere jaren juist is toegenomen.¹⁸ De WACC heeft dan ook niet een belemmering gevormd voor de meeste bedrijven en de ILT stelt dan ook dat de WACC ruimte heeft geboden voor een redelijk rendement op eigen vermogen, zowel in het verleden als in de toekomst.¹⁹ Dat draagt bij aan het kunnen aantrekken van vreemd vermogen voor investeringen in de toekomst. Echter, de investeringsopgave laat tot 2029 een sterke groei zien en met de huidige WACC-systematiek is het niet vanzelfsprekend dat het de drinkwaterbedrijven lukt om dit volledig met vreemd vermogen gefinancierd te krijgen.²⁰ Er is volgens de ILT voor sommige bedrijven behoefte aan een tijdelijke overbrugging.

Omdat de rol van (publieke) aandeelhouders soms spanningen op kan leveren met de bredere belangen die een dergelijk openbaar bestuursorgaan heeft, raadde de ILT aan om de rol en verantwoordelijkheden van de aandeelhouders verder te specificeren. Een van de uitgangspunten daarbij is volgens de ILT dat de aandeelhouders aan de lat staan voor het inbrengen van middelen (achtergestelde leningen, inbreng kapitaal, 'garanties') indien de continuïteit van de drinkwatervoorziening dit noodzakelijk maakt. Ook adviseerde de ILT het vastleggen van minimumeisen voor de financiële positie van drinkwaterbedrijven. Tot slot zijn er volgens de ILT enkele uitgangspunten in de WACC-systematiek die aangepast dienen te worden. Dit gaat om onder andere de 'gearing', die in de praktijk sterk afwijkt van de norm die bij de WACC-berekening wordt aangenomen.

Na het ILT-onderzoek zijn wijzigingen doorgevoerd in de Drinkwaterwet c.q. het Drinkwaterbesluit: 1. Een verlenging van de WACC-vaststellingstermijn van twee jaar naar drie jaar, 2. Een wijziging van de WACC-berekening waarbij de risicovrije rente voor eigen en vreemd vermogen apart wordt berekend incl. een andere referentieperiode (conform vernieuwde WACC-berekeningsmethodiek van de ACM), en

¹⁶ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*

¹⁷ *Kamerstukken II 2020/21, 27625, nr. 533, p. 1* (Kamerbrief bij ILT rapport Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector);

¹⁸ ILT (2021), *Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector*, p. 26.

¹⁹ ILT (2021), *Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector*, p. 46.

²⁰ ILT (2021), *Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector*, p. 46.

3. De mogelijkheid voor drinkwaterbedrijven om eventuele overschrijding van de WACC-norm al in het eerstvolgende jaar (deels) te compenseren.²¹

Tegelijkertijd heeft de minister van IenW een andere wijziging van de Drinkwaterwet aangekondigd, te weten de mogelijkheid om de toen geldende WACC (2020-2021) voor twee jaar te bevriezen. Dit zou als vangnet dienen voor het geval de noodzakelijke investeringen van drinkwaterbedrijven in gevaar zouden komen en de WACC zou dalen. Van deze bevoegdheid is echter geen gebruik gemaakt. De noodzaak voor het bevriezen van de WACC 2020-2021 ontbrak omdat de minister – na inwinning van advies van de ACM – de WACC voor 2022-2024 vaststelde op 2,95%,²² wat hoger uitpakte dan in 2020-2021.

4.2 Beeld vanuit de sector

Met de wetswijzigingen uit 2021 zijn niet alle knelpunten opgelost. Zo staan het punt over de rol van aandeelhouders en de aanvulling op de financiële minimumeisen nog open. Deze aspecten hebben direct invloed op de haalbaarheid van de toekomstige investeringsopgave. Bovendien stelden drinkwaterbedrijven, bij monde van belangenbehartiger Vewin, in een reactie op het ILT-onderzoek dat de (te lage) WACC voor hen een belemmering oplevert in het doen van investeringen die in de nabije toekomst nodig zijn.²³

Vewin beargumenteert dat de WACC oorzaak is van het feit dat de drinkwaterbedrijven in de toekomst niet de door hen benodigde investeringen kunnen doen. Een fundamentele herbeschouwing van de WACC-regelgeving is daarom wenselijk, volgens Vewin. Het inspringen van aandeelhouders wanneer dit voor de drinkwatervoorziening noodzakelijk is, is volgens Vewin ook geen effectieve oplossingsrichting, omdat dit voorbij gaat aan het profijtbeginsel ("de gebruiker betaalt"), het de aantrekkelijkheid van het aandeelhouderschap vermindert, niet-aandeelhoudende gemeenten daardoor niet hoeven te betalen en omdat het maar zeer de vraag is in hoeverre aandeelhouders deze middelen beschikbaar hebben.

In aanvulling hierop, hebben de door ons geïnterviewde sectorpartijen²⁴ de volgende punten ingebracht over de huidige uitdagingen rond de financierbaarheid van investeringen:

- Op dit moment zijn er geen drinkwaterbedrijven met acute financieringsproblemen.
- Er is geen sprake van een sectorbreed probleem rond het financieren van de investeringsopgave. De komende paar jaar lijkt er hooguit bij enkele drinkwaterbedrijven een financieringsprobleem te ontstaan. Redenen zijn onder meer dat bedrijven zelf succesvol mitigerende maatregelen nemen, dat de vastgestelde WACC voor 2022-2024 hoger is dan werd verwacht, en dat de investeringsopgave deels naar achteren schuift.
- Het probleem gaat over het kunnen verkrijgen van financiering en is tijdelijk van aard: het is de verwachting dat de financiële ratio's verbeteren nadat de investeringen hebben geleid tot een groei van de balansen, met hogere maximumtarieven tot gevolg. Het financieel beleid van de bedrijven moet wel op orde zijn om toekomstige issues te voorkomen.

²¹ Kamerstukken II 2020/21, 27625, nr. 533, p. 2-3 (Kamerbrief bij ILT rapport Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector)

²² IenW (2021) *Besluit van de Minister van Infrastructuur en Waterstaat van 27 oktober 2021 WACC Drinkwater 2022-2024*, p.

²³ Vewin (2021), *Reactie op rapport ILT over financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector*, p.7

²⁴ Bestaande uit: drinkwaterbedrijven Dunea, Evides, Oasen, Vitens en WML, publieke aandeelhouders (IPO & VNG), VEMW en toezichthouders ACM en ILT.

- Het probleem is vooral ontstaan door de plotselinge grote toename in vraag naar drinkwater (als gevolg van klimaatverandering, droogte, toenemende vraag door huizenbouw en industrie, en verslechterende staat van drinkwaterbronnen), in combinatie met een jaar op jaar dalende WACC. Dit is een ongelukkige combinatie. In een stabiele markt knelt de regulering niet, maar wel als sprake is van een dergelijke schok. Dit is inherent aan cost+ regulering.
- Financiers zijn, vooral sinds de kredietcrisis, strengere eisen aan kredietverstrekking gaan stellen. Ondanks het lage risicoprofiel van drinkwaterbedrijven is het daardoor voor enkele bedrijven lastiger om aan financiering te komen.
- Er liggen ook oorzaken binnen de invloedssfeer van drinkwaterbedrijven, die er mede toe hebben geleid dat het probleem zich toespitst op enkele bedrijven en niet op de gehele sector. Bijvoorbeeld keuzes in het treasurybeleid, keuzes in het tariefbeleid (de WACC-ruimte niet volledig benut) en onvoldoende goed asset management.
- De onzekerheid over de timing en omvang van investeringen is relatief groot en de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt hebben effect op de financierbaarheid van investeringen. Daarom zijn grote financieringsproblemen over een aantal jaren of op langere termijn zeker niet uitgesloten.

4.3 Onze appreciatie: een financieringsprobleem van tijdelijke aard

Al het bovenstaande in ogenschouw nemend komen wij tot de conclusie dat het voornaamste probleem voor de sector een financieringsprobleem is van tijdelijke aard, dat zeker niet voor alle bedrijven geldt en niet acuut is. De cost+ regulering werkt in hoofdlijnen goed, is passend bij de wijze waarop nutssectoren in Nederland worden gereguleerd en de wijze waarop het eigendom van de bedrijven is belegd. De jaarlijkse benodigde investeringen groeien aanzienlijk, met als voornaamste doel om de toekomstige leveringszekerheid veilig te stellen. De cost+ regulering knelt met deze snelle groei van de investeringen, waardoor het behouden van een gezonde financiële positie en voldoen aan de eisen van financiers, lastig is. Dit komt doordat de tariefregulering het niet mogelijk maakt om via de tarieven het eigen vermogen op te bouwen in het tempo waar de investeringsgroei om vraagt. Het gevolg kan zijn dat de financiers geen leningen meer willen verstrekken, of alleen onder te ongunstige voorwaarden. Echter, wanneer de noodzakelijke investeringen eenmaal zijn gedaan en de balansen zijn gegroeid, stijgen de tarieven die drinkwaterbedrijven mogen hanteren. Dan zullen de financiële ratio's herstellen. Het aantrekken van vreemd vermogen is naar verwachting dan niet langer een probleem.

'Tijdelijk' moet hierbij wel in enig perspectief worden geplaatst: het kan lang duren voordat de balansen voldoende zijn gegroeid en er een nieuw evenwicht is ontstaan. Drinkwaterbedrijven spreken zelf van een periode tot wel 20 jaar.

5. Oplossingsrichtingen

In de voorgaande hoofdstukken hebben we geconstateerd dat in een situatie waar sprake is van een snel groeiende investeringsopgave die voornamelijk gefinancierd moet worden met vreemd vermogen, ook bij een goed werkend reguleringsmodel, een probleem met de financiering kan ontstaan.

De drinkwaterbedrijven die nu financieringsproblemen voorzien, staan voor de opgave om hun eigen vermogen te vergroten en enkele financiële ratio's te verbeteren, om zo vreemd vermogen te kunnen blijven aantrekken en investeringen te kunnen blijven doen. Primair zijn er twee mogelijkheden om het eigen vermogen te vergroten: het direct toevoegen van kapitaal door middel van een storting en het vergroten van de winstgevendheid (via hogere tarieven), waarna het resultaat wordt toegevoegd aan het eigen vermogen. Financiële ratio's, zoals de debt/EBITDA-ratio, verbeteren ook door het vergroten van de winstgevendheid.

Dit hoofdstuk gaat in op de verschillende oplossingsrichtingen die er bestaan om de financierbaarheid te verbeteren. We gaan eerst in op de lessen die voortkomen uit de regulering van andere sectoren die vergelijkbaar zijn of een vergelijkbare uitdaging hebben. Daarna gaan we in op suggesties voortkomend uit de sector zelf en voortkomend uit gesprekken met verstrekkers van vreemd vermogen. Dit mondt uit in een viertal hoofdoplossingsrichtingen.

5.1 Lessen uit andere sectoren

De drinkwatersector in het Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk is de drinkwatersector geprivatiseerd en wordt deze sterk gereguleerd. De toezichthouder is volledig onafhankelijk en haar besluiten en methoden komen tot stand na een proces van uitgebreide consultatie met de sector, het publiek en investeerders. De toezichthouder stuurt op een duurzame, betrouwbare en betaalbare watervoorziening, zowel nu als in de toekomst. Ook in het Verenigd Koninkrijk lag en ligt er een grote investeringsopgave die gefinancierd moet worden. De toezichthouder schept de omstandigheden om de financierbaarheid te borgen.

Het feit dat private investeerders eigen vermogen in kunnen brengen en dat dat voldoende rendement oplevert in de vorm van dividend, vergroot de instroom van eigen vermogen in de sector. Daarnaast monitort de toezichthouder verschillende financiële ratio's nauwgezet. Zij stelt hier overigens geen eisen aan, maar laat deze rol aan financiers en kredietbeoordelaars. In situaties waar de investeringslast sterk toeneemt en de ratio's onder druk staan, staat de toezichthouder zogenaamde 'revenue advancement' toe, waarbij bedrijven een opslag op de tarieven mogen rekenen die zij later als korting op het tarief moeten verwerken. Voorwaarde is dat de contante waarde van deze opslag nul is, waardoor de afnemer over de gehele tijdsperiode bezien niet slechter af is.

De situatie in het Verenigd Koninkrijk leert dat in een markt die gestructureerd is rond bedrijven met een winstoogmerk, investeerders en aandeelhouders aangetrokken kunnen worden die een deel van de financieringsopgave op zich nemen. Het leert ook dat er in bijzondere situaties, wanneer er sprake is van grote balansgroei, specifieke maatregelen genomen kunnen worden om de financierbaarheid te borgen.

De drinkwatersector in Italië

Ook de Italiaanse drinkwatersector kijkt aan tegen een investeringsopgave. Sinds de herziening van het reguleringsregime voor drinkwater in 2014 en verder, kent Italië een gedifferentieerd reguleringschema. Drinkwaterbedrijven vallen in één van de zes kwadranten van de zogenaamde "Regulatory Matrix" en

krijgen op grond daarvan een “Tariff multiplier” toegekend. Die bepaalt hun maximale jaarlijkse tariefstijging. Eén van de twee assen in de matrix is de verhouding geplande investeringen en de zgn. Regulatory Asset Base. Boven een bepaalde verhouding - dat wil zegen: relatief hoge geplande investeringen - valt een drinkwaterbedrijf in een categorie waarbij meer tariefstijging is toegestaan en er hogere kasstromen gerealiseerd kunnen worden. Dit leert ons dat wanneer er sprake is van grote voorziene balansgroei, het een optie kan zijn om extra tariefruimte te creëren voor specifieke bedrijven op basis van specifieke parameters.

Netbeheerders elektriciteit

De netwerkbedrijven zullen de komende jaren fors moeten investeren om de klimaatdoelen te halen en economische groei te faciliteren. In totaal verwachten de drie grote bedrijven tot 2030 circa 30 miljard euro te moeten investeren in de uitbreiding en verzwaring van het elektriciteitsnet. Op de lange termijn verdienen de netwerkbedrijven de efficiënte investeringen plus een redelijk rendement terug via de nettarieven, maar op de korte termijn moeten zij de investeringen voorfinancieren.

In de sector is geconcludeerd dat een combinatie van oplossingen nodig is: i) netwerkbedrijven hebben *significante kapitaalstortingen* nodig om de energietransitie te kunnen financieren, ii) het *vervroegen van inkomsten* verlicht de financieringsbehoefte en iii) het *verminderen van de investeringsopgave* (zoals nauw samenwerken tussen overheden rond de planning van decentrale opwek van elektriciteit) verlicht ook de financieringsbehoefte.

In september 2021 heeft de ACM het methodebesluit voor de periode 2022-2026 vastgesteld.²⁵ Gezien het belang van de energie-infrastructuur voor de energietransitie heeft de ACM maatregelen getroffen die de druk op de financiële positie van netbeheerders verlichten via het vervroegen van inkomsten. In vergelijking met de regulering van het netbeheer elektriciteit kent de drinkwaterregulering minder sturing op doelmatigheid, maar meer flexibiliteit; tarieven worden van jaar tot jaar vastgesteld, rekening houdend met werkelijke kostenontwikkeling, en de WACC wordt voor 3 in plaats van 5 jaar vastgesteld. Veel van de specifieke gekozen oplossingen ter verbetering van de financierbaarheid bij netbeheer elektriciteit zijn al in drinkwaterregulering opgenomen. Zo is bijvoorbeeld al sprake van een nominale WACC.

Een belangrijke wijziging in de regulering van het netbeheer elektriciteit is dat de ACM voornemens is jaarlijks de risicovrije rente in de kostenvoet eigen vermogen en de kostenvoet vreemd vermogen na te calculeren op basis van de gemiddelde werkelijke rente in de periode 2022-2026. Overigens is in deze sector tegen de besluiten van de ACM, bijvoorbeeld die waarin de WACC wordt vastgesteld, bezwaar en beroep mogelijk.

Waarborgfonds Woningbouw

Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) is opgericht om corporaties tegen aantrekkelijke rente toegang tot de kapitaalmarkt te verschaffen. WSW staat garant voor de leningen die corporaties bij een kredietverstrekker aangaan. Het bezit van een corporatie dient als onderpand. Er zitten drie vangnetten in het systeem: de kasstroom en vermogensbuffer van de corporaties zelf, de ‘obligo-verplichting’ voor corporaties en - als sluitstuk - renteloze leningen door Rijk en gemeenten. Waarborgfondsen in andere sectoren hebben weer andere kenmerken, zoals het Waarborgfonds Sport (voor de financiering van de investeringen in sportaccommodaties, waarbij betreffende gemeenten boven een bepaald bedrag mede garant staat) en het Waarborgfonds Saneringskredieten (voor de afdekking van risico's op *default*

²⁵ Methodebesluit regionale netbeheerders elektriciteit 2022-2026, 16 september 2021, www.acm.nl.

saneringskredieten). We leren hiervan dat Waarborgfondsen een optie zijn wanneer er behoefte is om het risico te reduceren en daarmee de kredietwaardigheid te verbeteren. Afwegingen hierbij zijn de mate waarin er solidariteit tussen bedrijven in de sector wordt geïntroduceerd in zo'n garantiefonds en of er een overheid (deels) garantstaat.

Post: Universele Postdienst

Bij de herziening van de Postwet wordt een artikel aan de wet toegevoegd (23a) die de verlener van de Universele Postdienst (UPD) verplicht het ministerie van EZK op de hoogte te brengen wanneer er een verlieslatende situatie van de UPD dreigt. Zo'n melding moet financieel worden onderbouwd en tijdig genoeg zijn om gepaste maatregelen ten behoeve van de continuïteit van de UPD te kunnen treffen (bijvoorbeeld een lening, bankgarantie of verhoging van tarieven). Al is dit middel niet te generaliseren, het leert ons wel dat het mogelijk is een mechanisme te ontwikkelen waarbij de wetgever, als gevolg van voorziene maar abnormale omstandigheden, andere regels toepast dan in de normale situatie.

5.2 Visie belanghebbenden

In het kader van dit onderzoek is gesproken met vijf drinkwaterbedrijven, ILT als toezichthouder, de ACM, Vewin als belangenbehartiger van de drinkwaterbedrijven, aandeelhouders van de drinkwaterbedrijven (o.a. VNG en IPO) en VEMW die de grootafnemers van drinkwater vertegenwoordigt. In deze gesprekken kwamen een aantal centrale elementen naar voren:

Bevestiging: het huidig reguleringssysteem werkt op hoofdlijnen prima...

Belanghebbenden zijn het er over eens dat regulering gerechtvaardigd is. Drinkwaterbedrijven hebben een monopolie en de gebonden afnemer moet worden beschermd. Er zijn geen belanghebbenden die pleiten tegen regulering. Het huidige reguleringsregime gericht op kostengebaseerde tarieven werkt op hoofdlijnen prima.

... maar de scherpste waarmee de WACC wordt vastgesteld, zien drinkwaterbedrijven als een beperking

Uitgangspunten in de vaststelling van de WACC zijn een efficiënte financiering met vreemd vermogen en een normering van het rendement op eigen vermogen dat in lijn ligt met het rendement dat op investeringen met een gelijk risico in andere *assets* kan worden behaald. Dit laatste wordt vastgesteld door de risicovrije rente te definiëren en daar een *premium* voor het risico bij op te tellen. Door de lage rentes in de afgelopen jaren en het lage risico dat past bij de drinkwatersector en soortgelijke bedrijven, leidt dit uitgangspunt tot een toegestaan rendement op eigen vermogen dat als laag ervaren wordt en geen recht zou doen aan de situatie in de sector.

Maatwerk heeft de voorkeur boven substantiële ingrepen in de regulering

Veel stakeholders zijn van mening dat het niet gewenst is om een reguleringssysteem substantieel te veranderen als hoogstens enkele drinkwaterbedrijven de investeringen (mogelijk) niet meer kunnen financieren in de toekomst. Daarom wordt het als gewenst beschouwd om te onderzoeken of bepaalde vormen van maatwerk tot een oplossing kunnen leiden in de specifieke gevallen waar dat nodig is.

Er is behoefte over- en onderschrijding van de gerealiseerde WACC ten opzichte van de norm te kunnen middelen

Indien een drinkwaterbedrijf in de realisatie een hoger rendement realiseert dan de vastgestelde WACC, dient dit verschil in de tarieven te worden verwerkt, zodat de afnemer wordt gecompenseerd. Echter, als bedrijven een lager rendement realiseren, dan kan dit verschil niet in de toekomstige tarieven worden

verwerkt. Bepleit wordt om de verschil tussen begroting en realisatie altijd te kunnen verwerken in de tarieven, of het nu een onderschrijding of een overschrijding betreft.

Het bij regelgeving voorschrijven van een beperkte set aan financiële ratio's, waaronder ten minste de solvabiliteit, wordt zinvol gevonden, maar het vormt op de korte termijn geen oplossing en moet ook aansluiten bij de eisen die banken stellen

De enige financiële parameter die momenteel wordt voorgeschreven is dat de solvabiliteit niet hoger mag zijn dan 70%. Belanghebbenden vinden het logisch ten minste een minimum solvabiliteit voor te schrijven. Het voorschrijven van andere financiële ratio's in regelgeving, zoals de debt/EBITDA ratio dient goed bekeken te worden, om te voorkomen dat deze eisen stringenter zijn dan de eisen die banken stellen. De meerwaarde van financiële regelgeving is het voorkomen van financiële problemen in de toekomst en hiermee wordt ook meer transparant gemaakt wat als financieel gezond wordt geacht. Dit kan een rol krijgen in de dialoog tussen bestuurders en aandeelhouders over de tariefhoogte.

Er is geen behoefte de rollen in het reguleringsmodel te veranderen; de mogelijkheid tot het maken van integrale afwegingen wordt belangrijk gevonden

In de huidige rolverdeling worden de beslissingen op een decentraal niveau genomen binnen de kaders zoals door de toezichthouder vastgesteld. Dat betekent dat er ruimte is voor integrale afwegingen en dialoog tussen bestuurders van het drinkwaterbedrijf en de aandeelhouder. Drinkwaterbedrijven en aandeelhouders zien geen reden om deze rolverdeling te veranderen en spreken uit hier geen behoefte aan te hebben.

5.3 Perspectief financiers

In aanvulling op eerdergenoemde belanghebbenden, hebben we ook een aantal kredietverstrekkers van drinkwaterbedrijven gesproken. De belangrijkste punten uit deze gesprekken waren:

- Banken beschouwen deze sector als zeer-laag risico. Door het publieke eigendom, de gebonden klant en het feit dat de wet garandeert dat alle kosten in de tarieven worden verwerkt, is er sprake van nagenoeg gegarandeerde leningen. Omdat de drinkwaterbedrijven in eigendom zijn van overheden en zelf geen publieke entiteiten zijn – en er ook geen overheidsgaranties op de te verstrekken leningen berusten – is er echter altijd een theoretisch risico op faillissement, wat invloed heeft op de voorwaarden voor kredietverlening.
- Ze zien de noodzaak tot investering. Een grote golf aan investeringen leidt tot vergroting van de balans. Dat is geen probleem, maar er moet voldoende eigen vermogen tegenover staan. Financiers herkennen het probleem waar sommige bedrijven tegenaan lopen: het met vreemd vermogen financieren van investeringen leidt tot een groter aandeel schuld op de balans. Als een bedrijf al veel schuld heeft zou dit leiden tot een schuldpositie die buiten het bereik ligt van wat banken acceptabel vinden.
- Over de looptijd van financiering erkennen banken dat er nog sprake is van lopende leningen uit de periode voordat de regulering werd ingevoerd. Dit betekent dat de schuldcomponent in de WACC niet per se de rentekosten dekt. Zeker bij een dalende markttrente (en dus een dalende WACC) kan dat tot problemen leiden. Dit risico van een mismatch tussen WACC en daadwerkelijke rentekosten betekent ook dat banken terughoudend zijn met zeer lang lopende financiering. Banken zien nieuwe, langer lopende leningen ook in algemene zin als risicovoller, waardoor ze hier geen goede tarieven meer voor kunnen bieden.

- In de loop der tijd zijn banken naast een focus op solvabiliteit ook andere financiële ratio's gaan hanteren. Tevens is de doelsolvabiliteit door banken verhoogd. Het financiële beleid van drinkwaterbedrijven was hier niet op ingericht.
- Bij het analyseren van passende oplossingsrichtingen is voor banken een aantal zaken van belang:
 - Het reguleringsmodel moet zo stabiel mogelijk zijn. Een verandering in de regulering die leidt tot een verlies aan zekerheid over het kunnen dekken van kosten met de keuze van tarieven zou het risicoprofiel vergroten.
 - Het (nog) verder verlagen van kredietrisico beperkt de aantrekkelijkheid van de sector voor financiers met een rendementsstreven. Het aanbod van geïnteresseerde kredietverstrekkers wordt dan mogelijk kleiner.
 - Een betere sturing op financiële gezondheid wordt door de banken gewaardeerd, ongeacht of dit gebeurt als gevolg van het aanvragen en onderhouden van credit ratings, in regelgeving opgelegde eisen of door druk vanuit aandeelhouders / investeerders.

5.4 Oplossingsrichtingen verbeteren financierbaarheid

Er is -op hoofdlijnen- een viertal richtingen mogelijk om de financierbaarheid van drinkwaterbedrijven te verbeteren. Een eerste mogelijkheid is het aanpassen van de reguleringsystematiek, zodanig dat de operationele kasstroom van de drinkwaterbedrijven (op korte termijn) verbetert, hetgeen een positieve impact heeft op de financierbaarheid. Een tweede richting is het inbrengen van risicodragend kapitaal (eigen vermogen, achtergestelde leningen die kwalificeren als eigen vermogen) in een drinkwaterbedrijf, waardoor de solvabiliteit verbetert. Een derde richting is het verbeteren van de (voorwaarden voor) toegang tot de financieringsmarkt, door middel van een garantiesysteem. Daarnaast onderscheiden we een vierde oplossingsrichting, die erop is gericht het toezichthoudend kader te versterken.

Tot slot heeft uiteraard ook het eigen financieel beleid van de drinkwaterbedrijven effect op de financierbaarheid van investeringen. Specifieke aanbevelingen hierover vallen niet binnen de scope van dit onderzoek.

In onderstaande subparagrafen wordt nader uitgewerkt wat onder de hoofdo oplossingsrichtingen wordt verstaan.

5.4.1 Aanpassen reguleringsystematiek

De eerste mogelijkheid is het aanpassen van de huidige reguleringsystematiek. De gedachte daarbij is om de (positieve) kasstromen uit operationele activiteiten beter aan te laten sluiten bij de substantiële (negatieve) kasstromen uit investeringsactiviteiten. In theorie kunnen vanuit de regulering kasstromen worden verhoogd: er ontstaat ruimte voor hogere tarieven door meer kosten toe te staan of door kosten via tarieven op korte tot middellange termijn te vergoeden in plaats van op lange termijn.

We zien de volgende denkbare aanpassingen in de regulering die tot hogere tarieven en daarmee, ceteris paribus, tot hogere kasstromen leiden:

- Verhoging van de WACC: de huidige WACC-systematiek werkt met een ex-ante vastgesteld normatief rendement op eigen en vreemd vermogen op basis van een efficiënt gefinancierd drinkwaterbedrijf. Uitgangspunt in dit onderzoek is een WACC die, gegeven het risicoprofiel van

de drinkwatersector, op het "juiste" niveau is vastgesteld. Toestaan van een hogere WACC dan de "juiste" WACC biedt ruimte voor hogere tarieven en kasstromen.

- Nacalculeren van de risicovrije rente in de WACC: het rendement op vreemd vermogen wordt (onder meer) gebaseerd op de historische risicovrije rente. Er kan voor worden gekozen om jaarlijks na te calculeren voor de werkelijke renteontwikkeling tijdens de periode waarin de WACC was vastgesteld. Drinkwaterbedrijven krijgen dan de mogelijkheid om een vastgestelde verandering in de daadwerkelijke rente te verrekenen in de tarieven van het volgende jaar of jaren.
- Versneld afschrijven van activa: dit leidt tot hogere afschrijvingskosten en daarmee tot hogere kasstromen. Het gaat om een verschuiving van kosten in de tijd. De huidige aangeslotenen op het drinkwaternet betalen meer, toekomstige aangeslotenen minder. De afschrijvingstermijnen dienen nog wel een relatie te hebben met de werkelijke levensduur.
- Toestaan van een te vormen voorziening voor toekomstige investeringen: dit komt neer op het maken van een spaarpot voor latere investeringen, door hiervoor nu al tariefruimte te bieden.
- Symmetrisch middelingssysteem: een gerealiseerd rendement dat hoger blijkt dan de ex-ante vastgestelde maximale WACC, moet via de tarieven worden teruggegeven aan afnemers. Als een lager rendement wordt gerealiseerd, wordt dit niet in de toekomstige tarieven meegenomen. Een mogelijkheid is om dit asymmetrische risico voor drinkwaterbedrijven te mitigeren door het invoeren van een systeem dat het mogelijk maakt om een eventuele overschrijding van de maximale WACC te middelen met onderschrijdingen in navolgende jaren.
- "Noodknop": een procedure die een drinkwaterbedrijf in *kan* roepen op het moment dat zij voorziet dat de voor de leveringszekerheid benodigde investeringen op korte termijn niet meer financierbaar zijn. Een noodknopprocedure schept ruimte voor een tijdelijke opslag op de tarieven die in verhouding moet staan met de opslag die nodig is om financierbaar te blijven. Aan de noodknop kunnen voorwaarden worden verbonden.

Uit de gevoerde gesprekken blijkt verder dat de WACC-methodiek niet onbetwist is. Zo gaven veel van de drinkwaterbedrijven aan dat de WACC-methodiek in tijden van een uitzonderlijk lage risicovrije rente leidt tot te weinig verdienvermogen voor een gezonde bedrijfsvoering. Bovendien wordt er uitgegaan van een efficiënt gefinancierd drinkwaterbedrijf. Er leven verschillende opvattingen over hoe met name de toegestane vergoeding voor eigen vermogen precies moet worden vastgesteld. De toetsing van de verschillende onderdelen van de WACC-systematiek valt niet binnen de scope van dit onderzoek. Daarom bevelen we aan om een onderzoek te wijden aan de wijze van vaststelling van de WACC, die ingaat op de vraag of in de unieke omstandigheden zoals de afgelopen jaren op de kapitaalmarkt – met een zeer lage, zelfs negatieve risicovrije rente – de huidige systematiek voor het bepalen van het rendement op eigen vermogen nog wel representatief is voor de daadwerkelijke rendementseis. We adviseren de verworven inzichten te betrekken bij de vaststelling van de WACC in de volgende reguleringsperiode.

5.4.2 Inbreng van eigen vermogen

Een tweede oplossingsrichting is het inbrengen van additioneel eigen (of achtergesteld) vermogen, om zodoende het risicokapitaal te versterken en daarmee investeringen (deels) te financieren. Het betreft hier niet het inhouden van winsten, maar een extra kapitaalstorting door bestaande aandeelhouders of

andere publieke aandeelhouders, zoals de Rijksoverheid. Het inbrengen van eigen vermogen verbetert de financierbaarheid en kan er (ook) toe leiden dat toekomstige investeringen in mindere mate met leningen worden gefinancierd. Hierdoor verbetert de financiële positie van een drinkwaterbedrijf. Dit is een oplossingsrichting die in de sector netbeheer elektriciteit aan de orde is voor de grote investeringen als gevolg van de energietransitie.

5.4.3 Garanties

Een garantie betreft het afgeven van zekerheden met als doel om het risicoprofiel van het verstrekken van een lening voor financiers te verminderen. Zo verbeteren de toegang tot de financieringsmarkt en de voorwaarden waartegen geleend kan worden. Er zijn verschillende typen garanties: een integrale of algemene garantie is het meest vergaand en borgt dat een verstrekker van financiering rente en aflossing ten allen tijde ontvangt. Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw in de corporatiesector is een voorbeeld van dit type garantie.

Een specifieke garantie borgt dat het financiële effect van een specifiek risico wordt gecompenseerd. De garantieregeling is dan niet van toepassing op andere tegenvallers in het project. Specifieke garanties zijn vaak effectief in de beginfase van ondernemingen of projecten, als zich (tijdelijke) risico's voordoen die de realisatie van projecten belemmeren. Een voorbeeld is de garantieregeling "RNES Aardwarmte" die een deel van de financiële gevolgen van misboren bij een aardwarmteproject dekt.

5.4.4 Versterken toezichhoudend kader

Deze oplossingsrichting bevat maatregelen die betrekking hebben op de verantwoordelijkheden van en tussen aandeelhouders, drinkwaterbedrijven, het ministerie en de toezichthouder(s). De volgende opties zijn in het onderzoek naar voren gekomen:

- De ACM stelt drinkwatertarieven vast: op dit moment stellen de aandeelhouders in samenspraak met de bestuurders van de bedrijven de tarieven vast. Deze maatregel zou ertoe leiden dat de ACM de tarieven van de drinkwaterbedrijven vaststelt nadat de drinkwaterbedrijven hiertoe een voorstel doen. De ACM toetst vervolgens of de tarieven voldoen aan de eisen van de wet.
- Mogelijk maken van bezwaar en beroep op het WACC-besluit: op dit moment stelt de minister van IenW de WACC vast, nadat de ACM een advies heeft gegeven. Hiertegen is geen bezwaar of beroep mogelijk. Het zodanig inrichten van het proces dat er wel een mogelijkheid tot bezwaar en beroep is, zorgt ervoor dat alle belanghebbenden een betere rechtspositie hebben in het proces van besluitvorming over de WACC.
- Vastleggen van regels aan de minimale financiële positie waaraan drinkwaterbedrijven dienen te voldoen: bij wet of regelgeving is het mogelijk eisen te stellen aan de financiële gezondheid van drinkwaterbedrijven. Dit gebeurt ook bij de netbeheerders elektriciteit. Ten minste moet worden gedacht aan een minimum solvabiliteit.

6. Beoordeling van oplossingsrichtingen

6.1 Overwegingen hoofdoplossingsrichtingen

Bij het beoordelen op welke oplossingsrichtingen in te zetten is van belang om te constateren dat i) het huidige reguleringssysteem op hoofdlijnen voldoet en ii) er in de sector momenteel geen sprake is van *acute* problemen met de financierbaarheid van investeringen.

Rigoureuze oplossingen zijn daarmee op dit moment niet nodig. Gegeven de relatief beperkte omvang van het financieringsprobleem, de complexiteit in de uitvoering en het beperkte draagvlak in de sector, zien we het opzetten van systeem met **garanties**, zoals bijvoorbeeld in de woningcorporatiesector, nu niet als passend. Ook speelt mee dat een garantiesysteem de toegang tot de kapitaalmarkt bij sommige kredietverstrekkers weliswaar verbetert, maar dat banken het risicoprofiel van de sector al als zeer laag risico bestempelen. De mogelijkheid bestaat dat drinkwaterbedrijven voor andere financiers in dat geval een te laag (onaantrekkelijk) risicoprofiel krijgen. Deze oplossingsrichting beoordelen we daarom niet verder in dit rapport.

Uit de casus netbeheer elektriciteit blijkt dat versterken van het eigen vermogen noodzakelijk is als investeringen langdurig substantieel hoger zijn dan de afschrijvingen. Bij zeer stevige groei van de balans is **inbreng van eigen vermogen** onvermijdelijk om investeringen financierbaar te houden; winst inhouden is dan onvoldoende. Gezien het onderlinge verschil tussen de drinkwaterbedrijven is dit nu over de hele sector bezien nog niet aan de orde.

Het is aan de bestuurders van individuele drinkwaterbedrijven om te signaleren dat een additionele kapitaalstorting in de toekomst nodig is. Bestaande aandeelhouders kunnen in principe alleen uit eigen beweging besluiten tot verdere kapitalisatie van een bedrijf waarin zij aandeelhouder zijn. Als bestaande aandeelhouders niet voldoende additioneel kapitaal kunnen of willen storten, zal moeten worden bezien of andere publieke aandeelhouders kunnen bijdragen. Zo gaat de Nederlandse Staat bijvoorbeeld participeren in het netwerkbedrijf Stedin, om de sterk groeiende investeringen in het elektriciteitsnet te kunnen financieren.

Aanpassingen in de regulering kunnen tot betere kasstromen leiden en de vermogensopbouw en financierbaarheid verbeteren. Daarbij is per type aanpassing een afweging te maken tussen aspecten als de invloed op de hoogte van tarieven, proportionaliteit, toekomstbestendigheid en administratieve lasten. Dat maakt bepaalde aanpassingen geschikter dan anderen. In hoofdstuk 6 gaan we hier per type aanpassing op in.

We constateren dat veruit de meeste drinkwaterbedrijven hebben besloten om geen dividend uit te keren. De achterliggende reden is veelal dat het een verkeerd signaal zou afgeven om als overheid "geld te verdienen aan een publieke voorziening" zoals drinkwater. Dit besluit is een teken dat aandeelhouders van drinkwaterbedrijven zich mogelijk sterker door politiek-maatschappelijke motieven laten leiden dan door bedrijfseconomische. Paragraaf 6.2 gaat hier verder op in. Richting de toekomst zien we daarom aanleiding tot **versterken van het toezichthoudend kader**.

6.2 Rol en verantwoordelijkheden bestuurders en aandeelhouders

In het licht van de financieringsopgave en de ordening van de sector met vennootschappen in publiek eigendom, verdient de rol van het bestuur en de aandeelhouders bijzondere aandacht. Wij baseren ons hiervoor op de Drinkwaterwet, bestudeerde documenten en gevoerde gesprekken.

De afnemers, de bestuurders van bedrijven en de aandeelhouders vervullen allen een rol in het borgen van de voorziening van drinkwater. Afnemers betalen kostendeckende tarieven waarmee zij uiteindelijk alle lasten dragen van instandhouding en uitbreiding van de drinkwatervoorziening. De wetgever belegt "de zorg" voor een "voldoende een duurzame uitvoering van de openbare drinkwatervoorziening binnen een distributiegebied" bij de aandeelhouders van de drinkwaterbedrijven.²⁶ Dit geldt ook indien het gaat om niet in de wet geregelde taken.²⁷ Specifiek hebben aandeelhouders op grond van de wet de taak om onder meer een duurzame en doelmatige drinkwatervoorziening tot stand te brengen en in stand te houden, de infrastructuur die voor productie en distributie noodzakelijk is tot stand te brengen en ook in stand te houden, en het drinkwater te leveren binnen het distributiegebied.²⁸ Het bestuur van de drinkwaterbedrijven draagt voor deze taken feitelijk de operationele verantwoordelijkheid.

De door de wetgever gekozen structuur met publiek aandeelhouderschap heeft voordelen omdat er integrale afwegingen gemaakt kunnen worden. Aan de ene kant hebben decentrale bestuurders die dichtbij de afnemers staan aandacht voor redelijke en betaalbare tarieven, aan de andere kant geven ze invulling aan de borging van de drinkwatervoorziening die voortvloeit uit de genoemde zorgplicht.

Echter, dit model geeft ook uitdagingen, met name waar het gaat over de bedrijfsmatige aansturing en de verdeling van schaarse publieke middelen. Publieke aandeelhouders lijken zich in de praktijk namelijk minder bedrijfseconomisch te laten prikkelen dan het reguleringsmodel impliciet veronderstelt. Dat leidt er onder meer toe dat de tarieven soms lager worden vastgesteld dan mogelijk is (i.e. dan de WACC toestaat) en vanuit financiersperspectief wenselijk is. Ook wordt - in de meeste gevallen - niet gestreefd naar uitkering van dividend. Niet alleen ontbreekt dan een financiële buffer als een drinkwaterbedrijf grote investeringen moet doen, maar ook is het storten van kapitaal in de vorm van eigen vermogen onaantrekkelijk in een onderneming die geen dividend uitkeert. Aandeelhouders staan dan dus niet positief tegenover versterking van de balans met eigen vermogen. De indruk is dat ze een storting meer beschouwen als een kostenpost dan als een financiële investeringen inclusief de toekomstige baten die daarbij horen.

De hierboven genoemde uitdagingen in het huidige model - voortvloeiend uit de eigendomssituatie en de rolinvulling van de eigenaren - kunnen leiden tot financiële resultaten voor de bedrijven die lager zijn dan als aandeelhouders zich alleen door bedrijfseconomische overwegingen zouden laten leiden. Dit leidt tot een lagere vermogensopbouw en beperkt de instroom van additioneel kapitaal. Dat ligt echter niet aan het reguleringsmodel zelf. Dat veronderstelt immers een rendement voor de bedrijven dat past bij hun risicoprofiel. De afweging en uiteindelijke beslissing om wel of geen kapitaal in te brengen ligt in principe altijd bij de aandeelhouder zelf, waarbij verwacht mag worden dat de in de Drinkwaterwet opgenomen verplichtingen in beschouwing worden genomen. Een andere vorm van regulering binnen de huidige eigendomsstructuur leidt dan ook niet tot een andere rolinvulling door aandeelhouders.

6.3 Beoordelingskader

De losse maatregelen binnen de hoofdoplossingsrichtingen beoordelen we aan de hand van een door ons ontworpen beoordelingskader. De beoordelingscriteria zijn gevormd aan de hand van bevindingen uit de literatuur, de interviews en de cases. We kiezen er bewust voor om de beoordelingscriteria allemaal dezelfde waarde toe te kennen, waardoor niet het ene criterium zwaarder weegt dan het andere.

²⁶ Artikel 3, Drinkwaterwet.

²⁷ *Kamerstukken II 2006/07, 30895, nr. 3, p. 20 (MvT).*

²⁸ Artikel 7, Drinkwaterwet

Dit doen we omdat de verschillende partijen van mening verschillen over welke criteria nu het meest belangrijk zijn. Dit betekent tevens dat het beoordelingskader niet dé definitieve doorslag geeft in de vraag welke maatregel het beste is: het is niet een kwestie van de verschillende scores optellen, waarbij de hoogste score wint. Het beoordelingskader gebruiken we daarom meer als denkkader en hulpmiddel in de beoordeling van de maatregelen.

Voor de beoordeling van de oplossingen hanteren we één randvoorwaarde: **probleemoplossend vermogen**. Een maatregel moet immers een mate van probleemoplossend vermogen hebben om als oplossing te kunnen worden beschouwd. We definiëren probleemoplossend vermogen als volgt:

*De mate waarin de oplossingsrichting het kunnen financieren van de noodzakelijke investeringen faciliteert.*²⁹

Naast deze randvoorwaarde hanteren we de volgende beoordelingscriteria:

1. **Hoogte tarieven:** de mate waarin de oplossingsrichting redelijke tarieven stimuleert;
2. **Doelmatigheid:** de mate waarin de oplossingsrichting drinkwaterbedrijven prikkelt zo doelmatig mogelijk te opereren;
3. **Kostendekkendheid:** de mate waarin de oplossingsrichting beïnvloedt of de tarieven op (daadwerkelijke) kosten gebaseerd zijn;
4. **Proportionaliteit:** de mate waarin de zwaarte van de oplossingsrichting “passend” is bij de problematiek;
5. **Administratieve lasten:** de mate waarin de oplossingsrichting de inzet van drinkwaterbedrijven en toezichthouder beïnvloedt;
6. **Toekomstbestendigheid (of: robuustheid):** de mate waarin de oplossingsrichting borgt dat regulering ook bij andere omstandigheden blijft werken;
7. **Flexibiliteit:** de mate waarin de oplossingsrichting de bewegingsvrijheid van de drinkwaterbedrijven verandert;
8. **Draagvlak in de sector:** de mate waarin de oplossingsrichting op draagvlak bij sectorpartijen (m.n. drinkwaterbedrijven) kan rekenen.

We beoordelen de maatregelen op basis van de beoordelingscriteria op een vijfpuntsschaal: Zeer negatief – Negatief – Neutraal – Positief – Zeer positief.

6.4 Beoordeling

In deze paragraaf beschrijven we per maatregel de meest opvallende punten uit de beoordeling. Voor een totaaloverzicht van de beoordeling van maatregelen per criterium verwijzen we naar bijlage 4. De maatregel van het instellen van een garantiefonds behandelen we hier niet, zoals in paragraaf 6.1 reeds toegelicht.

²⁹ Dit hangt samen met leveringszekerheid: als de financierbaarheid van investeringen verbetert, zijn meer investeringen mogelijk, waardoor de leveringszekerheid verbetert.

6.4.1 Aanpassen reguleringssystematiek

Tijdelijke verhoging van de WACC

De drinkwaterbedrijven hebben in de interviews aangegeven ofwel de WACC in zijn geheel los te willen laten, ofwel een hogere WACC te wensen. Voor drinkwaterbedrijven die er goed voor staan is deze maatregel niet nodig, al hoeven zij er geen gebruik van te maken aangezien de WACC slechts een bovengrens van de tarieven aangeeft. De maatregel is relatief simpel uit te voeren, in die zin dat de minister de bevoegdheid heeft om de WACC elke drie jaar vast te stellen. Ook is de maatregel weer redelijk makkelijk af te bouwen, indien de behoefte op termijn ontbreekt. Daarom scoort de maatregel goed op **draagvlak** en **flexibiliteit**.

Er ligt geen daadwerkelijke kostenverhoging aan deze maatregel ten grondslag, wat ervoor zorgt dat de connectie tussen tarieven en kosten vermindert. Daarom scoort de maatregel slecht op **hoogte tarieven** en **kostendekkendheid**. Gezien de huidige financiële situatie van de sector als geheel scoort deze maatregel niet goed op **proportionaliteit**.

Nacalculatie risicovrije rente

Deze maatregel heeft een beperkt **probleemoplossend vermogen** en zou daarom altijd gecombineerd moeten worden met andere maatregelen. In feite zorgt de maatregel ervoor dat het risico van een stijgende rente gedurende de periode waarin de WACC is vastgesteld wordt weggehaald bij de drinkwaterbedrijven. Het effect van de maatregel kan dus verschillen. In tijden van een toenemende rente is deze maatregel gunstig voor de drinkwaterbedrijven. In jaren van stabiele rente doet de maatregel weinig en bij een dalende rente zorgt het ervoor dat drinkwaterbedrijven dit verschil in het jaar daarop moeten compenseren in de tarieven. Een gevolg van nacalculeren is dat de relatie met de historische ontwikkeling van de risicovrije rente wordt losgelaten.

Nacalculatie zorgt ervoor dat de connectie tussen de tarieven en de huidige (financierings)kosten wat sterker wordt, hoewel financieringskosten ook afhankelijk zijn van in het (verre) verleden afgesloten leningen. Daarom scoort de maatregel licht positief op **kostendekkendheid**. Bovendien is het een maatregel die onder alle omstandigheden blijft werken, waardoor de maatregel **toekomstbestendig** is. Daartegenover staat dat de drinkwaterbedrijven ook in hun tarieven rekening moeten houden met discrepanties tussen de veronderstelde risicovrije rente en de daadwerkelijke risicovrije rente in voorgaande jaren, en hierop toezicht moet plaatsvinden. Bovendien kan het leiden tot sterkere schommelingen in tarieven. Dit zorgt voor extra **administratieve lasten** en gezien het beperkte probleemoplossende vermogen scoort de maatregel daarom ook niet (altijd) goed op **proportionaliteit**. Het is wel proportioneel wanneer er sprake is van zeer sterk veranderende rentetarieven met een aanzienlijk effect op de kosten.

Versneld afschrijven activa / begrotingsvoorziening

Het versneld afschrijven van assets en het opnemen van een begrotingsvoorziening voor toekomstige investeringen pakken in de praktijk vrijwel hetzelfde uit. Beide maatregelen scoren negatief op **kostendekkendheid** en **hoogte tarieven**, omdat de kosten, en dus de tariefruimte, op "kunstmatige" wijze wordt verhoogd. De begrotingsvoorziening scoort negatiever dan het versneld afschrijven, doordat er bij de voorziening niet automatisch sprake is van een verrekening van het kortetermijnvoordeel, terwijl dit bij het versneld afschrijven wel het geval is. Dit is ook de reden dat het versneld afschrijven negatiever scoort op **toekomstbestendigheid**. Versneld afschrijven scoort bovendien slechter op **administratieve lasten**. Het meest gehoorde bezwaar uit de sector is dat er dan naast een bedrijfseconomische en een

fiscale boekhouding nog een derde soort boekhouding bijgehouden moet worden, namelijk een reguleringsboekhouding. Dit is veel minder het geval bij de voorziening.

De maatregelen bieden daarentegen wel de nodige **flexibiliteit** voor de drinkwaterbedrijven. Gebruik van deze maatregelen is optioneel en creëert simpelweg een extra mogelijkheid voor de bedrijven die het nodig hebben om in te grijpen bij problemen rondom de financierbaarheid van investeringen.

Symmetrisch middelingssysteem

Het opnemen van een symmetrisch middelingssysteem stelt de drinkwaterbedrijven in staat om de niet benutte (maar wel begrote) WACC-ruimte uit het ene jaar te gebruiken bij een overschrijding van de WACC-ruimte in het andere jaar. Alle drinkwaterbedrijven hebben aangegeven dit een goed idee te vinden, deze maatregel heeft daarom een groot **draagvlak**. Ook krijgen de drinkwaterbedrijven iets meer **flexibiliteit** in hun tariefstelling. De maatregel is bovendien vrij klein en simpel, waarmee een aspect in de regulering corrigeert dat door velen als onredelijk wordt ervaren, en daarom vinden wij de maatregel ook **proportioneel** en positief voor de **kostendekkendheid**. Een nadeel aan de maatregel is dat deze de prikkel tot **doelmatigheid** kan verminderen. Nu worden tarieven vastgesteld op basis van de WACC en begrote kosten, wat bedrijven prikkels geeft om de kosten binnen de begroting te houden. Want anders daalt de winst. Bij een middelingssysteem vervalt deze prikkel en is er minder aanleiding tot kostenbeheersing. Al moet daarbij wel opgemerkt worden dat aandeelhouders een voorkeur hebben om tarieven laag te houden voor inwoners en daarom zullen blijven sturen op kostenbeheersing. Andere nadelen zijn een lichte toename in **administratieve lasten** voor de drinkwaterbedrijven en ILT, en de negatieve score op **hoogte tarieven**, doordat het makkelijker wordt voor de drinkwaterbedrijven om altijd de maximale WACC-ruimte te benutten.

Tariefverhoging na noodknop

Deze maatregel betreft een noodknop voor drinkwaterbedrijven indien zij voorzien dat, gegeven de investeringsopgaven van het bedrijf en de financiële resultaten, zij de financiering van de benodigde investeringen niet meer rond kunnen krijgen en de leveringszekerheid in het geding komt. Door gebruik te maken van de noodknop krijgt het bedrijf tijdelijk meer tariefruimte, waardoor de connectie tussen de tarieven en de kosten tijdelijk wordt losgelaten. Deze maatregel scoort daarom negatief op **hoogte tarieven** en **kostendekkendheid**.

Omdat het gebruik maken van de noodknop het tijdelijke 'voordeel' geeft van hogere tarieven, moeten er ook voorwaarden aan verbonden zijn. Deze voorwaarden zijn bijvoorbeeld het moeten verrekenen van de hogere tarieven nu, met lagere tarieven later, een tijdelijk verbod op dividenduitkering en/of een herstelplan waar zowel het bedrijf zelf als de aandeelhouders zich aan committeren. Zo fungeert de maatregel als vangnet. Wanneer sprake is van een herstelplan geeft dit toezichthouder, aandeelhouder en bedrijf de gelegenheid het gesprek te voeren over verantwoordelijkheden. De maatregel is bovendien sterk gericht op maatwerk. Financieel gezonde drinkwaterbedrijven hebben geen "last" van de maatregel. Daarom scoort de maatregel goed op **proportionaliteit**. We scoren deze maatregel ook positief op **toekomstbestendigheid**, omdat een vangnetconstructie - wat de noodknop is - de kans vermindert dat in de toekomst nieuwe aanpassingen in het reguleringskader nodig zijn.

In bijlage 5 schetsen we de contouren hoe een noodknopprocedure in de praktijk zou kunnen werken.

6.4.2 Inbreng van eigen vermogen

Inbreng kapitaal door bestaande aandeelhouders

Het inbrengen van kapitaal door bestaande aandeelhouders scoort, in tegenstelling tot de meeste aanpassingen in de regulering, goed op de **hoogte van de tarieven** en **kostendekkendheid**. Doordat aandeelhouders eigen vermogen verstrekken hoeven minder investeringen met vreemd vermogen te worden gefinancierd. Dit verbetert de solvabiliteit van de drinkwaterbedrijven. Bovendien is dit een maatregel die niet universeel is, alleen in te zetten door drinkwaterbedrijven die moeite hebben met de financierbaarheid van hun investeringsopgave. Dit maakt dat de maatregel goed scoort op **proportionaliteit**.

Tijdens onze gesprekken met de drinkwaterbedrijven en de aandeelhouders is gebleken dat hier, enkele uitzonderingen daargelaten, maar beperkt **draagvlak** voor is. Dit hangt samen met de keuze van de meerderheid om bedrijven om geen dividend uit te keren; om die reden zou het niet logisch zijn om de bestaande aandeelhouders te vragen kapitaal in te brengen. Zowel enkele drinkwaterbedrijven als een aantal aandeelhouders heeft aangegeven geen dividend te willen uitkeren.

Inbreng kapitaal nieuwe aandeelhouders

Veel van de overwegingen die gelden voor de inbreng van kapitaal door de bestaande aandeelhouders gelden ook voor het instappen van nieuwe aandeelhouders zoals het Rijk. Er zijn echter verschillen. Zo is het instappen van nieuwe aandeelhouders een meer ingrijpende maatregel, omdat dit tot extra governance- en waarderingsvraagstukken tussen bestaande en nieuwe aandeelhouders leidt. Hierdoor scoort deze maatregel minder goed op **administratieve lasten**. Deze oplossing is een verdergaande maatregel dan wanneer bestaande aandeelhouders de rol als aandeelhouder behouden. Inbreng van kapitaal door nieuwe aandeelhouders is daarom minder **proportioneel**.

6.4.3 Versterken toezichthoudend kader

Vaststelling tarieven door ACM

In theorie zou deze maatregel kunnen leiden tot hogere tarieven dan aandeelhouders zelf nu vaststellen, omdat een onafhankelijke toezichthouder geenszins wordt beïnvloed door andere (niet-economische) belangen. In de praktijk verwachten we echter dat dit weinig zal verschillen, mede omdat bedrijven voor het komende jaar al tariefverhogingen hebben aangekondigd en trachten de WACC-ruimte volledig te benutten. Gesprekspartners hebben ook gewezen op het feit dat vaststelling van tarieven door de ACM juist zou kunnen leiden tot lagere tarieven, omdat de toezichthouder vooral vanuit consumentenbelang handelt en minder oog zou hebben voor de financiële positie van drinkwaterbedrijven. Hoe dan ook scoort de maatregel niet positief op de randvoorwaarde **oplossend vermogen** en valt deze af.

Bezwaar- en beroepsmogelijkheden tegen vaststellingsbesluit WACC

Het openstellen van het WACC-besluit voor bezwaar en beroep zorgt ervoor dat de drinkwaterbedrijven en overige belanghebbenden op kunnen komen tegen een in hun ogen verkeerd vastgestelde WACC. Bovendien hebben deze partijen dan de mogelijkheid om andere aspecten naar voren te brengen die mee zouden moeten wegen in de vaststelling van de WACC, waardoor de minister uiteindelijk tot andere inzichten kan komen. Deze maatregel leidt dus mogelijk tot een juistere (hogere of - in theorie - lagere) WACC.

In algemene zin lijkt het ons zeer redelijk om een bezwaar- en beroepsmogelijkheid in te stellen tegen een voor de drinkwaterbedrijven en andere partijen belangrijk besluit. Wij vinden de maatregel daarom

proportioneel. Bovendien kan het ervoor zorgen dat de sector meer vertrouwen krijgt in de WACC-vaststelling. Ook in andere marktomstandigheden blijven dergelijke procedures goed werken, waardoor de maatregel ook **toekomstbestendig** is. Wel zorgt de toevoeging van deze procedures voor aanzienlijk meer **administratieve lasten**, uiteraard afhankelijk van de mate waarin er van de procedures gebruik wordt gemaakt.

Bij het instellen van bezwaar en beroep tegen het vaststellen van de WACC, komt ook de vraag op bij wie de bevoegdheid tot het vaststellen van de WACC het beste kan liggen. Inhoudelijke argumenten in dit soort procedures kunnen met het oog op de beschikbare expertise het beste door de ACM worden beoordeeld, in plaats van door IenW. De uiteindelijke keuze voor waar deze bevoegdheid moet komen te liggen is daarom mede afhankelijk van overwegingen rond de uitvoerbaarheid. Tegelijkertijd is er het belang van een holistische kijk bij de vaststelling van de WACC. Door VEWIN is om die reden benoemd dat drinkwaterbedrijven de voorkeur geven aan het laten vaststellen van de WACC door IenW, omdat de minister een bredere belangenafweging kan maken in haar besluitvorming.

Stellen van financiële eisen

Op dit moment is alleen in de wet opgenomen dat drinkwaterbedrijven *maximaal* 70% solvabiliteit mogen hebben. In de praktijk komen de drinkwaterbedrijven hier niet bij in de buurt. Relevanter zijn eisen die relateren aan de financierbaarheid van drinkwaterbedrijven, bijvoorbeeld een minimale solvabiliteit. Dit zorgt in het heden niet voor een directe verbetering van de financierbaarheid van de drinkwaterbedrijven, maar wel voor dat bepaalde minimumeisen in de toekomst worden aangehouden. Daarmee zijn deze financiële eisen op de lange termijn probleemoplossend. Het maakt bovendien naar de aandeelhouders duidelijk wat de financiële grenzen zijn voor het behouden van een gezonde mate van financierbaarheid en dat het bedrijfseconomische belang van het drinkwaterbedrijf vereist dat aan dergelijke minimumeisen wordt voldaan.

De maatregel is preventief en zal slechts een beperkte invloed hebben op de **hoogte van tarieven**. De **administratieve lasten** worden marginaal hoger. Een gehoord argument tegen deze maatregel is dat dergelijke regelgeving mogelijk achter gaat lopen bij de eisen van financiers en niet **toekomstbestendig** zal zijn. Het Besluit financieel beheer netbeheerders in de elektriciteitssector netbeheer is echter al sinds 2010 ongewijzigd van kracht. De maatregel beperkt bedrijven ten slotte enigszins in hun **flexibiliteit**.

Het stellen van financiële eisen kan worden gekoppeld aan de eerder beschreven noodknop. Zo zou het zakken onder de vastgestelde grenzen bijvoorbeeld voorwaarde kunnen zijn voor het gebruikmaken van de noodknop.

6.5 Deelconclusie oplossingsrichtingen

Op basis van de analyse van de hoofdoplossingsrichtingen is ons oordeel dat een garantiesysteem op dit moment in de drinkwatersector niet passend is, omdat het een te ingrijpende maatregel is en het probleemoplossend vermogen beperkt is. Aan de hand van de analyse van de individuele maatregelen in de overige oplossingsrichtingen komen we tot de conclusie dat de volgende (onderzoeken naar) aanpassingen in de regulering wenselijk zijn:

- **Introductie van een symmetrisch middelingssysteem.** Hierdoor verdwijnt het asymmetrische risico van het overschrijden van de maximale WACC uit de regulering. Eventuele WACC-ruimte die in het ene jaar (onbedoeld) niet wordt gebruikt kan alsnog in de toekomst worden benut, en vice versa.

- **Realisatie van bezwaar- en beroepsmogelijkheden tegen het vaststellingsbesluit van de WACC voor belanghebbenden uit de drinkwatersector.** Hierdoor hebben stakeholders de mogelijkheid om op te komen tegen - in hun ogen - een verkeerd vastgestelde WACC en kunnen ze argumenten aanvoeren op basis waarvan de WACC anders vastgesteld moet worden.
- **Nader onderzoek of het nacalculeren van de WACC voor de ontwikkeling van de risicovrije rente waarde toevoegt.** De maatregel lijkt wenselijk doordat het ervoor zorgt dat het renterisico wordt weggenomen bij de drinkwaterbedrijven, wat ook door financiers geapprecieerd wordt. Binnen de scope van dit onderzoek kunnen we echter niet vaststellen of de administratieve lasten die hierbij komen kijken opwegen tegen de meerwaarde van de maatregel.
- **Introductie van een “noodknop”** die het voor drinkwaterbedrijven mogelijk maakt, onder zekere voorwaarden, kasstromen uit de toekomst naar voren te halen om zo invulling te kunnen geven aan een herstelplan dat de financierbaarheid van een bedrijf weer op peil moet brengen.
- **Vaststelling van financiële eisen waaraan de drinkwaterbedrijven altijd moeten voldoen,** zoals een minimumsolvabiliteit. Door deze eisen wordt duidelijker naar de aandeelhoudende gemeenten en provincies waar een “gezond” drinkwaterbedrijf aan moet voldoen en voorkomt in die zin te lage tarieven.

7. Beantwoording onderzoeksvragen en conclusies

7.1 Beantwoording onderzoeksvragen

Voor dit onderzoek zijn een aantal vragen opgesteld. Deze worden hieronder afzonderlijk beantwoord.

1. *Wat zijn theoretische voor- en nadelen van het huidige reguleringsstelsel voor drinkwater?*

Deze vraag komt aan de orde in hoofdstuk 3 en bijlage 2. De *voordelen* van regulering volgen uit de economische theorie. Door cost+ regulering wordt voorkomen dat drinkwaterbedrijven hun tarieven hoger vaststellen dan maatschappelijk gewenst is, inefficiënt werken en onvoldoende kwaliteit leveren. Dit alles zou ten koste gaan van de consument. Uiteraard is daarbij de veronderstelling dat bedrijven hun monopoliepositie voor eigen gewin inzetten. Bovendien zorgt cost+ regulering dat de bedrijven een erg laag risico hebben, omdat er zekerheid is dat de kosten terugverdiend kunnen worden via de tarieven. Dit is gunstig voor drinkwaterbedrijven, omdat ze daardoor relatief lage rentetarieven betalen over leningen.

Regulering kent ook altijd *nadelen* (en risico's). Het meest tastbare nadeel is de administratieve last voor toezichthouders én gereguleerde bedrijven, afhankelijk van de complexiteit van de gekozen regulering. Ook bestaat er een risico op overheidsfalen, wanneer regulering onnodig, verkeerd of te zwaar wordt ingezet. Zo zijn er argumenten te bedenken waarom (de aandeelhouders van) drinkwaterbedrijven bij afwezigheid van regulering mogelijk alsnog genoeg aanleiding hebben om op lage tarieven te sturen, zoals sociaal (bescherming van financieel kwetsbare inwoners) en publicitair (voorkomen van negatieve beeldvorming bij bevolking). Ook kan regulering voor de onderneming(en) in kwestie ervaren worden als een belemmering van de bewegingsvrijheid. Bijvoorbeeld een belemmering om de investeringen te doen die nodig zijn. Tot slot geldt in theorie voor cost+ regulering nog het risico op *goldplating*, waarbij bedrijven investeringen doen die onnodig zijn of van een te hoge kwaliteit, om zodoende een hoger rendement (in absolute zin) te realiseren.

2. *Hoe werkt het uit in de praktijk? In hoeverre worden de doelen bereikt? (tarieven, WACC, winst, meerjarig perspectief (10 jaar?) inclusief achtergrond)*

Deze vraag komt aan de orde in hoofdstuk 3 en bijlage 2. Dit onderzoek heeft betrekking op de regulering die invloed heeft op de prijs die afnemers betalen. Er wordt met het regulerend kader onder meer gestuurd op beperking van de winst. Dit draagt bij aan doelmatig functionerende bedrijven. De conclusies uit eerder onderzoek waren dat de doelen die hiermee samenhangen worden bereikt en overwinst is beperkt. Tarieven zijn in de afgelopen 20 jaar in reële zin gedaald. De WACC heeft sinds de periode 2014-2015 een dalende trend laten zien en is in de nieuwste reguleringsperiode (2022-2024) pas weer gestegen.

3. *Hoe past het huidige systeem op de verwachte investeringsopgave? Welke aanpassingen in de huidige systematiek kunnen dit ondervangen?*

Deze vraag komt aan de orde in hoofdstukken 4, 5 en 6. Inherent aan een systeem van cost+ regulering met een beperking van het rendement op eigen vermogen is dat, bij een efficiënt gefinancierd bedrijf, de financierbaarheid onder druk kan komen te staan als de investeringsopgave op enig moment significant groter is dan de afschrijvingen. Het beeld is dat de financierbaarheid nu hoogstens voor enkele drinkwaterbedrijven onder druk staat. Aanpassing in de regulering kan enige ruimte bieden en de sector als geheel in een betere financiële positie brengen. Maar wanneer er bij een individueel bedrijf sprake is van een zeer grote groei van de balans in combinatie met een relatief lage solvabiliteit, dan

biedt dit naar verwachting onvoldoende soelaas en is versterking van het eigen vermogen nodig. We adviseren daarom een aantal (onderzoeken naar) aanpassingen in de regulering, zie paragraaf 7.3.

4. *Hoe wordt de financiële gezondheid geborgd van de andere gereguleerde sectoren in Nederland? Wat kunnen we daar van leren?*

Deze vraag komt aan de orde in paragraaf 5.1 en bijlage 1. In dit onderzoek is niet alleen gekeken naar Nederlandse gereguleerde sectoren, maar ook naar het buitenland. Specifiek voor Nederland komt uit de casuïstiek naar voren dat de financiële gezondheid wordt geborgd door regels te stellen voor enkele financiële parameters (of als alternatief, een 'investment grade' credit rating te vereisen). In de postsector erkent de wetgever dat de aanbieder van de Universele Postdienst door teruglopende volumes op een gegeven moment bedrijfseconomisch niet meer levensvatbaar kan zijn. Op dat moment treedt een mechanisme in werking waarbij er passende maatregelen kunnen worden getroffen. Relevant is ook de les uit het Verenigd Koninkrijk: strikte regulering van de drinkwatersector in combinatie met een toegestaan rendement dat aansluit bij het risicoprofiel van drinkwaterbedrijven zorgt voor voldoende instroom van kapitaal, wat bijdraagt aan de financiële gezondheid. Uit Italië leren we dat wanneer er sprake is van grote voorziene balansgroei, het een optie kan zijn om extra tariefruimte te creëren voor specifieke bedrijven op basis van specifieke parameters.

5. *Welke alternatieve vormen van regulering zijn er?*

Deze vraag komt aan de orde in bijlage 2. Regulering van monopolies heeft in economische zin tot doel om de consument te beschermen tegen prijzen die hoger zijn dan wat in een markt met concurrentie tot stand zou zijn gekomen. Op hoofdlijnen bestaat er naast het in de drinkwatersector toegepaste model van cost+ regulering dan alleen price-cap regulering. Er zijn ook verschillende mengvormen van beide modellen mogelijk.

In theorie zijn andere vormen van regulering ook mogelijk, zoals de verlening van een concessie om een drinkwaterbedrijf te exploiteren. Dit staat ver af van het huidige ordeningsmodel en wordt in dit rapport niet behandeld.

6. *Hoe scoren deze alternatieve reguleringsvormen op de doelstellingen: financiële gezondheid van de drinkwaterbedrijven, de veiligstelling van drinkwatervoorziening en redelijke tarieven? En hoe scoren ze hierop in vergelijking met de huidige systematiek?*

Deze vraag komt aan de orde in bijlage 2. Price-cap regulering heeft voor de drinkwatersector nadelen. Er wordt dan bijvoorbeeld sterk(er) geprikkeld tot efficiëntie, met als risico dat er onvoldoende oog is voor de kwaliteit van de dienstverlening en de kwaliteit van het netwerk. In dit model bestaat een risico op te lage investeringen, wat een negatief effect kan hebben op de veiligstelling van de drinkwatervoorziening op de langere termijn. Er is goed te sturen op tariefhoogte, maar er ligt minder nadruk op de redelijkheid ervan. De impact op de financiële gezondheid zal per bedrijf verschillen. Gegeven de problematiek die sommige drinkwaterbedrijven nu ervaren, lijkt price-cap regulering geen goede oplossing.

Bij belanghebbenden bestaat ook geen behoefte om op een geheel ander reguleringsstelsel over te gaan. Daarom heeft dit onderzoek zich (mede) gericht op aanpassingen van de huidige regulering. De beoordeling van deze mogelijke aanpassingen komt aan de orde in hoofdstuk 6 en bijlage 4.

7.2 Conclusies op onderzoeksvragen

We concluderen in dit onderzoek dat het huidige cost+ reguleringssysteem op hoofdlijnen goed werkt. Het feit dat alle kosten in de tarieven terug kunnen komen leidt tot een sector met een laag risicoprofiel en de kwaliteit staat niet onder druk. Het model geeft de juiste prikkels aan de bedrijven. Er blijkt geen aanleiding om een ander reguleringsmodel te introduceren. Voorzetting van de huidige cost+ regulering is daarom zinvol, waarbij het bestaande besturingsmodel van drinkwaterbedrijven intact blijft. Er wordt aanbevolen een aantal interventies te doen (zie hoofdstuk 6). Met het opvolgen van deze aanbevelingen lijkt op korte en middellange termijn de financiële gezondheid van drinkwaterbedrijven voldoende geborgd, de drinkwatervoorziening veiliggesteld en de gebonden consument goed beschermd. In geval van (zeer) hoge investeringen en daarmee een sterk groeiende balans van een drinkwaterbedrijf is het op voorhand niet uit te sluiten dat alsnog versterking van het eigen vermogen, door middel van kapitaalbreng, nodig zal zijn. Het is aan de bestuurders van drinkwaterbedrijven om te signaleren dat een additionele kapitaalbreng in de toekomst nodig is of kan zijn.

De rol van het bestuur en de aandeelhouders verdient bijzondere aandacht. De eigendomsstructuur met publieke aandeelhouders heeft voordelen, omdat er integrale afwegingen gemaakt kunnen worden. Aan de ene kant hebben decentrale bestuurders die dichtbij de afnemers staan aandacht voor redelijke en betaalbare tarieven, aan de andere kant hebben ze als eigenaren van de drinkwaterbedrijven de in de wet opgenomen zorgplicht voor een voldoende en duurzame uitvoering van de drinkwatervoorziening. Echter, dit eigendomsmodel geeft ook uitdagingen. Publieke aandeelhouders lijken zich in algemene zin minder bedrijfseconomisch te laten prikkelen dan het reguleringsmodel impliciet veronderstelt. Dat leidt ertoe dat tarieven soms lager worden vastgesteld dan mogelijk (i.e. dan de WACC toestaat). Door het - in de meeste gevallen - niet streven naar uitkering van dividend ontbreekt een financiële buffer als een drinkwaterbedrijf grote investeringen moet doen. Bovendien is het storten van kapitaal in de vorm van eigen vermogen niet aantrekkelijk in een onderneming die geen dividend uitkeert. Aandeelhouders staan niet positief tegenover versterking van de balans met eigen vermogen. Dat ligt echter niet aan het reguleringsmodel zelf. Een andere vorm van regulering binnen de huidige structuur zou niet leiden tot een andere rolinvulling door aandeelhouders.

Twee van de maatregelen die in dit rapport worden voorgesteld zijn er - mede - op gericht om de rolinvulling van bedrijf en aandeelhouder te verduidelijken. Het stellen van regels die relateren aan de financierbaarheid van een drinkwaterbedrijf maakt duidelijk(er) waarop financieel gestuurd moet worden, met als doel het bedrijfseconomisch belang van het drinkwaterbedrijf scherper neer te zetten en de leveringszekerheid in de toekomst te borgen. Verder biedt de mogelijkheid van een noodknop-procedure, bijvoorbeeld als een bedrijf niet aan de gestelde regels kan voldoen, zowel gelegenheid om bestuurlijk het gesprek te voeren tussen toezichthouder, drinkwaterbedrijf en aandeelhouders, als dat het op de korte termijn tot verbetering van de financiële positie van het bedrijf leidt.

7.3 Aanbevelingen

Samengevat doen we de volgende aanbevelingen:

Introduceer een symmetrische middelingssysteem die het mogelijk maakt een overschrijding van de gerealiseerde maximale WACC te middelen met onderschrijdingen in andere jaren. Dat maakt het makkelijker om de jaarlijks begrote WACC en daadwerkelijk gerealiseerde WACC dicht bij elkaar te brengen en het doet niets af aan de werking van de cost+ regulering. In deze systematiek kunnen de financiële effecten van bijzondere omstandigheden - zoals de sterke stijging van de energieprijzen - in de komende jaren nog worden gecompenseerd.

Onderzoek de wijze van vaststelling van de WACC voor toekomstige besluiten op onderdelen. De systematiek op basis waarvan de WACC wordt vastgesteld wordt, met bijstellingen, al geruime tijd in verschillende gereguleerde sectoren toegepast. Er wordt daarbij uitgegaan van een efficiënt gefinancierd drinkwaterbedrijf. Er leven verschillende opvattingen over hoe met name de toegestane vergoeding voor eigen vermogen precies moet worden vastgesteld. We bevelen aan te onderzoeken of in de unieke omstandigheden zoals de afgelopen jaren op de kapitaalmarkt - met een zeer lage, zelfs negatieve risicovrije rente - de huidige systematiek voor het bepalen van het rendement op eigen vermogen nog wel representatief is voor de daadwerkelijke rendementseis. De verworven inzichten kunnen betrokken worden bij de vaststelling van de WACC in de volgende periode.

Onderzoek of het nacalculeren van de WACC voor de ontwikkeling van de risicovrije rente waarde toevoegt. In de regulering van de elektriciteitsnetbeheerders is hier door de ACM voor gekozen. Voordeel van nacalculatie is dat er - bij grote verschillen, met materiele financiële impact - kan worden gecorrigeerd voor de vooraf geschatte en daadwerkelijke risicovrije rente in de WACC-periode. Maar er zitten ook nadelen aan dit model.

Geef belanghebbenden een mogelijkheid tot bezwaar en beroep tegen de vaststelling van de WACC. De drinkwaterbedrijven en andere partijen hebben een beperkte positie in de besluitvorming over de WACC door de minister. We adviseren deze positie te versterken door de belanghebbenden een mogelijkheid tot bezwaar en beroep te geven, zoals in veel andere gereguleerde sectoren gebruikelijk is.

Introduceer een "noodknop"-procedure die een drinkwaterbedrijf in het leven kan roepen als het voorziet dat, gegeven de investeringsopgave en de geprognosticeerde financiële resultaten, de leveringszekerheid in het geding komt. Een noodknop-procedure schept ruimte voor een tijdelijke opslag op de tarieven die zich moet verhouden tot de benodigde opslag om financierbaar te blijven. De noodknop heeft een tijdelijk karakter en biedt een drinkwaterbedrijf de tijd die nodig is om te komen tot een meer structurele financieringsoplossing, wel onder strikte voorwaarden.

Stel regels die relateren aan de financierbaarheid van de drinkwaterbedrijven en ten minste een minimale solvabiliteit eisen. Regels hierover maken expliciet(er) dat sturing op financierbaarheid door de aandeelhouders van belang is en dat het bedrijfseconomisch belang van het drinkwaterbedrijf binnen de grenzen die de regulering stelt prevaleert.

Bijlage 1: overzicht bevindingen casuïstiek

Ten behoeve van het bredere perspectief op regulering is casuïstiek uit binnen- en buitenland betrokken. Onderzocht is het volgende:

- A. Regulering van de drinkwatersector in het Verenigd Koninkrijk
- B. Regulering van de drinkwatersector in Italië
- C. Regulering van de regionale netbeheerders elektriciteit in Nederland
- D. Waarborgfondsen in Nederland

De bevindingen op de casuïstiek zijn in deze bijlage summier weergegeven.

A. Regulering van de drinkwatersector in het Verenigd Koninkrijk

Korte schets van het systeem

- De aandelen van drinkwaterbedrijven zijn in private handen
- De toezichthouder is onafhankelijk
- De toezichthouder heeft enkele belangrijke 'duties': wettelijke doelen die ze beogen te bereiken door middel van de regulering
- Er is sprake van minder flexibele regulering dan bij de drinkwatersector in Nederland:
 - de reguleringsperiode (vaststellen WACC, tarieven, etc.) is 5 jaar;
 - deze kan tussentijds opgebroken worden bij een materiële of significante wijziging van omstandigheden.
- Tarieven worden gebaseerd op:
 - efficiënte operationele en onderhoudskosten;
 - afschrijvingen;
 - een redelijke winst (WACC) over de gereguleerde activa (of *regulated asset base*, RAB).

Mogelijke lessen

Private verstrekking eigen vermogen

- Voordeel:
 - Private verstrekking van eigen vermogen introduceert de discipline uit de private sector: toezicht door financiers, huidige aandeelhouders en potentiële investeerders. Het oordeel van deze partijen vertaalt zich naar een bepaalde aandelenwaarde en rentetarieven. Huidige aandeelhouders hebben een prikkel om slechte financiële gezondheid te voorkomen. Als (lange termijn) financiële gezondheid te laag is, dreigt faillissement en/of daalt de aandelenwaarde.
 - Toegang tot nieuwe investeerders bij een aandelenemissie, in het geval dat bestaande aandeelhouders geen kapitaal willen/kunnen bijstorten.

- Nadeel:
 - Tegenstanders van privatisering in Engeland beargumenteren dat er sprake is van overwinsten en hoge dividendstromen, ten koste van de klant.
 - Bovendien zou er door het gegarandeerde rendement op investeringen sprake zijn van een overmatige opbouw van activa.

Uitkeren van dividend aan aandeelhouders + bijstorten van kapitaal door aandeelhouders

- Voordeel:
 - Aandeelhouders krijgen dividend, wat het logischer maakt om eigen vermogen bij te storten wanneer nodig.
 - In het geval dat bestaande aandeelhouders geen kapitaal willen/kunnen bijstorten, kunnen nieuwe aandeelhouders worden gezocht, waardoor nieuw kapitaal wordt opgehaald (maar huidige aandeelhouders verwateren).
 - Wanneer een bedrijf in financieel zwaar weer verkeerd, zal eerst gestopt worden met het uitkeren van dividend, voordat men in gebreke blijft ten aanzien van de verplichtingen die volgen uit leningen. Dividend werkt in die zin als een buffer voor de financiers.
- Nadeel:
 - Risico van te hoge tarieven ten koste van de consument, om op die manier meer dividend uit te kunnen keren.

Langere reguleringsperiode (5 jaar)

- Voordeel:
 - Stabiliteit is belangrijk voor financiers (en in Engeland voor investeerders). Dit zorgt dus voor een hogere kredietwaardigheid.
- Nadeel:
 - Minder mogelijkheden om veranderende omstandigheden in de markt terug te laten komen in de reguleringsparameters. In de periode dat de regulering uit de pas loopt met de markt, kan dit leiden tot financiële problemen enerzijds of juist tot overwinsten anderzijds.

B. Regulering van de drinkwatersector in Italië

Korte schets van het systeem

- De drinkwatersector in Italië is sterk gedecentraliseerd. Er is wel sprake van één centrale toezichthouder.
- Decentrale overheden moeten investeringsplannen opstellen en de implementatie daarvan monitoren.
- Investeringsopgave is groot: 64 miljard voor de komende 30 jaar (geschat in 2015).
- Vanaf 2014 reguleringsregime om investeringen te bevorderen, met twee belangrijke kenmerken:

- Als de ratio tussen geplande investeringen en de gereguleerde activawaarde boven een bepaalde drempel kwam, zijn er mogelijkheden om een hogere cash flow te kunnen realiseren;
- Wanneer een drinkwaterleverancier nieuwe activiteiten ging ontplooiën, moesten deze kosten worden geïncludeerd in de berekening van toegestane inkomsten.
- In 2016 is het regime uitgebreid. De volgende aspecten hebben sindsdien invloed op de tarieven:
 - De ratio tussen geplande investeringen en de gereguleerde activa waarde (zoals vanaf 2014 ook al het geval was);
 - Bij wijzigingen in de doelen of activiteiten (in termen van leveringsgebied of kwaliteit geleverde diensten) van het bedrijf mogen tijdelijk hogere tarieven worden gehanteerd;
 - Indien geen wijzigingen in de doelen of activiteiten, dan mogen meer efficiënte drinkwaterbedrijven (operationele kosten per consument onder landelijke gemiddelde) een hogere tariefstijging hanteren (percentueel) dan inefficiënte drinkwaterbedrijven (operationele kosten per consument boven gemiddelde).
- In 2020 is het regime voor de laatste maal uitgebreid:
 - Tariefstijgingen volgen pas als de investering daadwerkelijk is gedaan of na gerealiseerde operationele verbeteringen. Toezeggingen op papier zijn niet meer voldoende.

Lessen voor specifieke maatregelen

Tariefregulering afhankelijk maken van verwachte investeringen: de tariefstijging afhankelijk maken van de verwachting omtrent de investeringen bij een drinkwaterbedrijf.

- Voordeel:
 - Geeft meer ruimte bij een relatief hoge verwachte investeringsbehoefte om hogere tarieven te vragen.
- Nadeel:
 - Risicovol om meer tariefruimte toe te kennen op basis van toekomstige investeringsplannen, zoals de verandering in het Italiaanse regime laat zien.

Tariefregulering afhankelijk maken van efficiëntie: de tariefstijging afhankelijk maken van de omstandigheden bij een drinkwaterbedrijf

- Voordeel:
 - Beloning voor efficiënt opererende drinkwaterbedrijven, door een hogere tariefstijging toe te staan.
 - Prikkel voor minder-efficiënte drinkwaterbedrijven om efficiënter te opereren.
- Nadeel:
 - Mogelijk ingewikkeld om tariefontwikkeling van drinkwaterbedrijven te beoordelen aan de hand van efficiëntie. Operationele kosten zullen aanzienlijk verschillen tussen drinkwaterbedrijven, gegeven bijvoorbeeld de bron van het water (grond- of oppervlaktewater).

C. Regulering regionale netbeheerders elektriciteit

Korte schets van het systeem

- De aandelen zijn in publieke handen.
- Maatstafregulering: de gemiddelde prestaties van de netbeheerders worden de maatstaf waarop de regulering is gebaseerd. Dit is in feite een vorm van price cap regulering.
- Tarieven worden gebaseerd op:
 - Gemiddeld efficiënte operationele en onderhoudskosten;
 - Afschrijvingen;
 - Een redelijke winst (WACC) over het geïnvesteerd vermogen (GAW);
 - Kwaliteitscomponent;
 - jaarlijkse efficiëntiekorting.
- Vergoeding voor vermogen door middel van een door toezichthouder vastgestelde WACC.
- Enorme investeringsopgave: +/-30 miljard tot 2030 bij de grootste 3 netbeheerders.
- Minder flexibele regulering dan bij drinkwatersector:
 - Reguleringperiode (vaststellen WACC, tarieven, etc.) is 5 jaar.

Lessen voor specifieke maatregelen

Price cap regulering: De maatstafregulering is een vorm van price cap regulering.

- Voordeel:
 - Zorgt voor een grotere prikkel tot verbeteren efficiëntie, want bovengemiddeld efficiënte bedrijven maken een groter rendement.
- Nadeel:
 - Minder zekerheid dat bedrijven hun kosten vergoed krijgen, zoals bij cost+.
 - Risico van onder-investering, door te grote focus op kostenreductie.

Accountingregels

- Voordeel:
 - Zorgen voor een betere vergelijkbaarheid tussen bedrijven. Zorgt voor lagere administratieve lasten voor bedrijven.
- Nadeel:
 - Neemt vrijheid weg bij bedrijven.

Nacalculatie van de WACC o.b.v. de jaarlijkse marktrente

- Voordeel:

- Bij grote veranderingen in de markt worden bedrijven eerder gecompenseerd. Behoudt prikkel tot efficiënt lenen.
- Nadeel:
 - Zorgt voor minder zekerheid.
 - Geen oplossing voor hogere rentes bij individuele bedrijven of voor langlopende leningen met hoge rentes.

Storting eigen vermogen door bestaande en nieuwe aandeelhouders

- Voordeel:
 - Grote bron van potentieel eigen vermogen, ten behoeve van aantrekken vreemd vermogen.
 - Voor enkele bedrijven: logisch, want in verleden ook dividend uitgekeerd.
 - Zorgt voor economische prikkel bij aandeelhouders, niet alleen politieke prikkel richting burgers om lage tarieven te hanteren.
- Nadeel:
 - Dergelijk kapitaal niet direct voorhanden bij huidige aandeelhouders, waardoor instap van het Rijk nodig is. Huidige aandeelhouders verwateren daardoor.
 - Veel aandeelhouders in drinkwatersector hebben nooit dividend gekregen, wat bijstorten ingewikkelder maakt. Maakt aandeelhouderschap mogelijk minder aantrekkelijk.
 - Netbeheer elektriciteit heeft significant hogere investeringsopgave, waardoor de maatregel daar meer proportioneel is.

D. Waarborgfondsen

Korte schets van het systeem

- Er zijn drie cases geanalyseerd waarin waarborgfondsen worden toegepast:
 - Waarborgfonds sociale woningbouw;
 - Waarborgfonds sport;
 - Waarborgfonds saneringskredieten.
- Bij sociale woningbouw en sport dient het om de financierbaarheid van de sector te verhogen, door banken meer zekerheid te geven.
- Bij saneringskredieten dient het om de burger in schulden een saneringskrediet aan te kunnen bieden. Kredietbanken willen dit niet zonder garantie; gemeenten willen niet altijd garant staan.
- Er zijn verschillende manieren om de garanties in te richten:
 - Sociale woningbouw: Op basis van solidariteit (elk bedrijf in de sector legt bij in het geval dat het waarborgfonds onvoldoende middelen heeft), met een achtervang door het Rijk en gemeenten.
 - Sport: de middelen van het fonds zorgen voor de garantie. Deze middelen komen uit verschillende donaties door het Ministerie van VWS, De Lotto, en NOC*NSF

- De waarborgfondsen doen altijd zelf een inschatting van de risico's bij het afgeven van een garantie. Is het risico op het in gebreke blijven van het bedrijf ten aanzien van de verplichtingen uit de lening te groot, dan wordt geen garantie gegeven.

Lessen voor specifieke maatregelen

Waarborgfonds

- Voordeel:
 - Een Waarborgfonds helpt ondernemingen om toegang te krijgen tot de kapitaalmarkt waar ze dat anders niet lukt, of tegen aantrekkelijkere voorwaarden.
- Nadeel:
 - Zorgt voor extra toezicht/eisen waar de bedrijven aan moeten voldoen.
 - Is een relatief zware maatregel: er moet een aparte organisatie voor opgetuigd worden en de administratieve lasten stijgen.
 - In het geval van een solidariteitssysteem staan alle bedrijven aan de lat voor misstanden bij één bedrijf. In het geval dat het Rijk garant staat, komt dit direct uit de begroting van het Rijk, en dus voor rekening van de (toekomstige) belastingbetaler.
 - Een Waarborgfonds is functioneel als het probleem in de sector puur op de financiering ziet en is gelegen in de (te strenge) kredietisen van banken, en als het probleem tijdelijk is.

Bijlage 2: achtergrondinformatie regulering

Theorie van regulering

Vormen van regulering

Regulering beschermt consumenten onder andere tegen excessieve prijzen. Bij het vaststellen van de prijzen (door een toezichthouder) of de sturing op vaststelling van prijzen onderscheiden we de hoofdvormen "cost+ regulering" en "price cap regulering".

De kern van *cost+ regulering* (ook wel "rate of return regulering" genoemd) is dat alle kosten die de gereguleerde onderneming maakt in de tarieven mogen worden verwerkt, plus een vergoeding voor het beschikbaar stellen van het eigen vermogen, zodat de ondernemingen een redelijk rendement op het geïnvesteerde vermogen kunnen behalen. De vergoeding voor het geïnvesteerde vermogen die ondernemingen maximaal in hun tarieven mogen verwerken is onderdeel van de WACC. De WACC omvat een compensatie voor rentelasten en een redelijk rendement op het geïnvesteerd vermogen. Dit reguleringssysteem biedt een gereguleerde onderneming veel zekerheid. De gemaakte kosten worden immers altijd vergoed. Dat betekent tegelijkertijd dat dit reguleringssysteem geen prikkel in zich heeft om kosten te beperken en efficiënt te werken. Het risico is aanwezig dat ondernemingen inefficiënt opereren en geprikkeld worden om te veel te investeren, ook wel *goldplating* genoemd.³⁰ Dit geldt zeker als de WACC te hoog is vastgesteld. Door veel te investeren kunnen ondernemingen dan hogere tarieven berekenen voor afnemers, waardoor de onderneming zijn winst maximaliseert. Een voordeel van cost+ regulering is dat de kwaliteit van een dienst of product gewaarborgd is, doordat op zijn minst alle kosten van de onderneming worden vergoed.

Het kenmerk van *price cap regulering* is dat er een plafond (cap) van toepassing is op de inkomsten die een gereguleerde onderneming mag genereren. Er is dan geen directe relatie meer met de werkelijke (geobserveerde) kosten. De inkomsten worden gebaseerd op een inschatting van de totale economische kosten (dus inclusief een redelijke winst) die een efficiënt werkende onderneming maakt. De hoogte van de inkomsten is door een onderneming niet, of beperkt, te beïnvloeden. De onderneming kan wel zijn kostenstructuur aanpassen. Indien zijn kosten lager zijn dan het door de toezichthouder ingeschatte efficiënte niveau, behaalt hij extra winst. Is dit niveau hoger, dan maakt hij minder winst dan als redelijk kan worden beschouwd, of zelfs verlies.

Bij price cap regulering wordt vaak een efficiëntiekorting verwerkt bij het bepalen van de toegestane inkomsten. Door deze efficiëntiekorting worden de kosten van ondernemingen elk jaar geacht enigszins lager te zijn, wat een dalend effect heeft op de toegestane inkomsten. Ook is in sommige gevallen van price cap regulering een kwaliteitsaspect opgenomen in de berekening van de toegestane inkomsten. In dat geval mogen gereguleerde ondernemingen hogere inkomsten realiseren indien ze betere kwaliteit leveren. Het kwaliteitsaspect kan echter ook in normen voor dienstverlening worden vastgelegd en komt daarom niet altijd terug in het bepalen van de toegestane inkomsten.

Om te komen van toegestane inkomsten naar gereguleerde tarieven (prijzen) wordt uitgegaan van een bepaalde hoeveelheid afzet (volume) door de onderneming. De afzet zal in de praktijk van jaar tot jaar verschillen. Het is een keuze om de gereguleerde onderneming dit volumerisico (tijdelijk) te laten lopen, of om ervoor te kiezen dit risico niet te beleggen bij de gereguleerde onderneming (omzetregulering).

³⁰ J.P. Poort & L.A.W. Tieben, *Van maatstaf naar maatwerk: een korte geschiedenis van economische regulering*, Tijdschrift voor toezicht 1 | 4, P. 29

Dan wordt de lagere of hogere omzet als gevolg van een verandering van afzet na realisatie verwerkt in de toegestane inkomsten van toekomstige jaren.

Price cap regulering bevat sterke prikkels om efficiënter te werken. Het risico bestaat dat er te veel op efficiëntie wordt gestuurd en er onvoldoende oog is voor de kwaliteit van dienstverlening, waaronder de kwaliteit van het netwerk. In dit reguleringssysteem bestaat een risico op te weinig investeren.

Mengvormen en andere vormen van sturing

In de voorgaande paragraaf worden cost+ en price cap regulering gepositioneerd als systemen die sterk op kwaliteit (cost+) óf efficiëntie (price cap) sturen. Maar er zijn ook mengvormen mogelijk. Ook in een price cap model is het bijvoorbeeld mogelijk om bepaalde kostenposten via de inkomsten volledig te vergoeden, bijvoorbeeld als de gereguleerde onderneming geen invloed heeft op de hoogte van deze kostenpost. Verder bepaalt de lengte van de reguleringsperiode de mate van flexibiliteit waarin inkomsten kunnen meebewegen met de kostenontwikkeling. Als de toegestane inkomsten voor een periode van bijvoorbeeld vijf jaar vaststaan, dan is het niet mogelijk om kostenschokken in die periode te vertalen in hogere of lagere inkomsten. Tegelijkertijd biedt een langere reguleringsperiode ook meer zekerheid voor alle betrokken partijen, doordat men voor een langere periode weet waar men aan toe is. De mate waarin een reguleringssysteem stuurt op kwaliteit of efficiëntie, gecombineerd met de flexibiliteit die het reguleringssysteem biedt om veranderende omstandigheden op te vangen, bepaalt het risicoprofiel voor de gereguleerde onderneming.

Daarnaast is het mogelijk om naast de beschreven reguleringsvormen op andere manieren te sturen op de kosten en kwaliteit van dienstverlening. Bijvoorbeeld door (1) (wettelijke) minimale kwaliteitseisen te stellen aan de gereguleerde dienst/het netwerk, (2) het verzamelen van gegevens over de prestaties op het gebied van kwaliteit en het vergelijken en openbaren van deze prestaties (zonder daar financiële gevolgen aan te verbinden) en/of (3) door de gereguleerde onderneming investeringsplannen te laten opstellen en deze door de toezichthouder te laten beoordelen. Het toetsen van de hoogte van het benodigde investeringsniveau is complex, voor ondernemingen zelf, maar zeker voor toezichthouders. Tussen beide partijen bestaat informatieasymmetrie. Gereguleerde ondernemingen weten veel meer van hun bedrijfsprocessen en zijn beter in staat om te bepalen hoe het netwerkmanagement het beste kan worden ingericht. Daarom passen toezichthouders vaak outputsturing toe. Daarbij ziet ze toe op de uitkomsten van beslissingen van de gereguleerde onderneming als indicator voor kwaliteit en voor al dan niet doelmatige uitvoering van activiteiten. Bij outputregulering is geen sprake van regulering van individuele operationele en investeringsbeslissingen.

Regulering drinkwater

Kostentoerekening en bepaling WACC

De drinkwatersector kent een systeem van cost+ regulering. Het kostenniveau van een drinkwaterbedrijf wordt vooraf (ex-ante) bepaald, aan de hand van de begroting. De kosten bestaan uit een stapeling van operationele kosten, belastingen, afschrijvingen en vergoeding voor geïnvesteerd vermogen.³¹ De twee laatste factoren borgen gezamenlijk dat een drinkwaterbedrijf wordt vergoed voor de investeringen die zij maakt. Daarbij geldt een onderscheid tussen wettelijke en niet-wettelijke taken. Een drinkwaterbedrijf mag de drinkwatertarieven alleen baseren op de kosten voor haar wettelijke taken, wat betekent dat er een toerekening van kosten plaatsvindt. Deze scheiding is belangrijk omdat er geen kruissubsidiëring

³¹ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 36.

mag bestaan tussen de wettelijke en niet-wettelijke taken.³² Daarmee wordt bedoeld: een bedrijf zou te veel kosten aan haar wettelijke taken kunnen toerekenen, wat leidt tot te hoge tarieven van producten waar geen concurrentie voor is, en te weinig kosten aan de niet-wettelijke taken kunnen toerekenen, wat lagere tarieven mogelijk maakt waar wél concurrentie is. Dit zou marktverstrend werken en is dus onwenselijk en daarom verboden.

Zoals beschreven vormt de 'vergoeding voor geïnvesteerd vermogen' een onderdeel van de berekening van de kostprijs. De maximale vergoeding voor geïnvesteerd vermogen die drinkwaterbedrijven mogen doorberekenen in de tarieven is de waarde van de gedane investeringen, als activa opgenomen op de balans (*asset base*), vermenigvuldigd met de kosten die het drinkwaterbedrijf maakt om deze activa te kunnen financieren (uitgedrukt in een percentage). In deze rekenmethode wordt niet gewerkt met de werkelijke financieringskosten, maar wordt een veronderstelling gedaan over wat deze kosten zouden zijn als het bedrijf haar investeringen op efficiënt wijze financiert. Deze kosten komen naar voren in de vermogenskostenvoet of WACC.

De berekening van de WACC is kortweg gebaseerd op een vergoeding voor het eigen vermogen en een vergoeding voor het vreemd vermogen, inclusief een uitgangspunt voor de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen (de zgn. "gearing"). De basis voor beide componenten is de risicovrije rente, die voor eigen en vreemd vermogen op aparte wijze wordt berekend (tot 2021 waren beide aan elkaar gelijk en gebaseerd op de rente op 10-jarige staatsobligaties). Daarbovenop komt in beide gevallen een risico-opslag, die in recente adviezen over de hoogte van de WACC mede werd gebaseerd op een benchmark van Europese en Amerikaanse waterbedrijven en van Europese energiebedrijven.³³

Voor- en nadelen drinkwaterregulering

De *voordelen* van drinkwaterregulering volgen uit de economische theorie. Door cost+ regulering wordt voorkomen dat drinkwaterbedrijven hun tarieven hoger vaststellen dan maatschappelijk gewenst is, inefficiënt werken en onvoldoende kwaliteit leveren. Dit alles zou ten koste gaan van de consument. Uiteraard is daarbij de veronderstelling dat bedrijven hun monopoliepositie voor eigen gewin inzetten. Bovendien zorgt cost+ regulering ervoor dat de sector een erg laag risico heeft, omdat de kosten feitelijk in alle gevallen worden terugverdiend via de tarieven. Dit is gunstig omdat drinkwaterbedrijven daardoor relatief lage rentetarieven hoeven te betalen over hun financiering.

Regulering kent ook altijd *nadelen* (en risico's). Het meest tastbare nadeel is de administratieve last voor toezichthouders én gereguleerde bedrijven, afhankelijk van de complexiteit van de gekozen regulering. Ook bestaat er een risico op overheidsfalen, wanneer regulering onnodig, verkeerd of te zwaar wordt ingezet. Zo zijn er argumenten te bedenken waarom (de aandeelhouders van) drinkwaterbedrijven bij afwezigheid van regulering mogelijk alsnog genoeg aanleiding hebben om op lage tarieven te sturen, zoals sociaal (bescherming van financieel kwetsbare inwoners) en publicitair (voorkomen van negatieve beeldvorming bij bevolking). Tot slot kan regulering voor de onderneming(en) in kwestie ervaren worden als een belemmering van de bewegingsvrijheid. Bijvoorbeeld een belemmering om de investeringen te doen die nodig zijn.

Doelmatigheid

De Drinkwaterwet verplicht tot een evaluatie van de doeltreffendheid en de effecten van hoofdstuk V van de wet, vijf jaar na invoering. Hoofdstuk V gaat over het prestatievergelijkingmodel dat gericht is

³² AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 22

³³ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 37;

IenW (2021) *Besluit van de Minister van Infrastructuur en Waterstaat van 27 oktober 2021 WACC Drinkwater 2022-2024*, p. 6

op een doelmatig beheer van de drinkwatervoorziening. Naar aanleiding van een motie uit de Tweede Kamer en de Beleidsnota Drinkwater 2014, zijn er twee onderwerpen aan de evaluatie toegevoegd, respectievelijk: (1) de mogelijkheid om het toezichtstelsel – met name de positie van de ACM daarin – te versterken en (2) de investeringsopgave voor drinkwaterbedrijven en de totstandkoming van drinkwatertarieven.³⁴ AEF voerde deze evaluatie in 2017 uit. In de evaluatie maken de auteurs een onderscheid tussen de prestatievergelijking en verbeterplannen, de totstandkoming van – en het toezicht op – de tarieven en de investeringsopgave. Overkoepelend doen ze ook uitspraken over de inrichting van de marktordening, in het licht van de drie hiervoor genoemde onderdelen van de Drinkwaterwet.

AEF concludeert dat het aannemelijk is dat de prestatievergelijking een bijdrage levert aan een verbetering van de doelmatigheid van de drinkwaterbedrijven, doordat de bedrijven van elkaar leren over efficiënte inrichting van bedrijfsprocessen. De kosten van drinkwater zijn dan ook sinds 1997 gedaald. Ook komt de verplichte prestatievergelijking de transparantie van de sector ten goede.

Over de tarieven merkt AEF op dat de ILT in 2017 niet kon verifiëren of de tarieven kostendekkend, transparant en niet-discriminerend zijn. De drinkwaterbedrijven hebben daarom niet voldaan aan de verplichting van art. 11 Drinkwaterwet. Gezien de verbeterstappen die zijn genomen, waaronder een nieuw toetsingskader van de ILT en de ACM, had AEF er vertrouwen in dat dit voor 2018 zou verbeteren, en dit is ook gebeurd.³⁵ Uit andere bron³⁶ blijkt dat (reële) tarieven voor afnemers na aftrek van belastingen sinds 2002 geleidelijk zijn blijven dalen. AEF concludeerde ook dat de WACC het realiseren van overwinsten in de praktijk heeft beperkt, getuige het feit dat drinkwaterbedrijven deze in enkele gevallen hebben overschreden en dat later moesten compenseren met lagere drinkwatertarieven. Wel volgden uit de evaluatie verbeterpunten om de WACC als adequate norm voor het beperken van overwinst te laten werken. Aanbevelingen bestonden uit het kijken naar een langere referentieperiode voor vaststelling van de risicovrije rente, een langere geldigheidsperiode van de vastgestelde WACC, de mogelijkheid om bezwaar en beroep aan te tekenen, en het loskoppelen van de risicovrije rente voor eigen vermogen en rente voor vreemd vermogen.³⁷

Ook constateerde AEF dat de verwachting is dat de investeringsopgave in de sector zou toenemen en dat drinkwaterbedrijven de voorgaande jaren intensief hadden geïnvesteerd in hun asset management, dat ze de investeringsopgave daardoor beter in beeld hadden, en dat er op korte termijn geen onbeheersbare investeringsgolf werd verwacht. In het verlengde hiervan hadden drinkwaterbedrijven geen aanwijzingen dat de financiering van de benodigde investeringen (met vreemd vermogen) een probleem zou worden. De drinkwaterbedrijven constateerden wel dat een blijvend lage WACC in combinatie met een groeiende investeringsopgave – in theorie – problemen konden opleveren in de toekomst.³⁸ Aangezien dit op het moment van de evaluatie slechts theoretisch was, volgden er geen aanbevelingen om hier beleidsmatig op te acteren.³⁹ Ten tijde van de evaluatie was er ook nog geen sectorbreed overzicht van de totale investeringsopgave op (middel)lange termijn.

Het huidige hybride ordeningsmodel, waarin het zwaartepunt bij de drinkwaterbedrijven en decentrale overheden (als aandeelhouders) ligt, en waarin de ILT als centrale toezichthouder een aanvullende rol

³⁴ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 5.

³⁵ *Kamerstukken II* 2018/19, 27625, nr. 459, p. 2 (Resultaten toezicht doelmatigheid Drinkwaterbedrijven).

³⁶ Drinkwaterstatistieken 2022, Vewin, p. 71

³⁷ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 61-62.

³⁸ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 60.

³⁹ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 60.

speelt, biedt volgens AEF voldoende borging voor de publieke belangen. Op systeemniveau worden de publieke belangen volgens AEF voldoende geborgd en is er vooralsnog geen reden om over te stappen op een systeem van directe tariefregulering, zoals door consumentenvertegenwoordigers geopperd en onder meer in de energiesector praktijk is.⁴⁰ Over het algemeen functioneert het reguleringsmodel dus goed volgens AEF en is er pas reden om het huidige model te heroverwegen indien er geen verbetering optreedt in de verschillende knelpunten zoals in de evaluatie geconstateerd.

⁴⁰ AEF (2017), *Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet*, p. 62.

Bijlage 3: gevoerde gesprekken

Als onderdeel van dit onderzoek zijn interviews afgenomen met de volgende partijen:

- Dunea
- Evides
- Oasen
- Vitens
- WML

- Autoriteit Consument & Markt (ACM)
- Inspectie Leefomgeving en Transport (ILT)
- Interprovinciaal Overleg (IPO)
- Vereniging van Drinkwaterbedrijven in Nederland (VEWIN)
- Vereniging van Nederlandse Gemeenten (VNG)
- Vereniging voor Energie, Milieu en Water (VEMW)

- BNG Bank
- ING
- NWB Bank

Bijlage 4: beoordeling individuele maatregelen

	Oplossend vermogen	Hoogte tarieven	Doelmatigheid	Kostendekkendheid	Proportionaliteit	Administratieve lasten	Toekomstbestendigheid	Flexibiliteit	Draagvlak in sector
Aanpassingen in regulering									
Tijdelijke verhoging van WACC	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Nacalculatie risicovrije rente	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Versneld afschrijven assets	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Begrotingsvoorziening	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Symmetrisch middelingssysteem	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Tariefverhoging na noodknop	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Inbreng eigen vermogen									
Inbreng kapitaal bestaande aandeelhouders	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Inbreng kapitaal nieuwe aandeelhouders	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Garanties									
Integrale of algemene garantie (model Garantiefonds)	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Versterken toezichtskader									
De ACM stelt de tarieven vast	■	□	□	□	□	□	□	□	□
Invoeren beroep- en bezwaarprocedure	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Stellen van financiële eisen	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	■ Zeer negatief	■ Negatief	■ Neutraal	■ Positief	■ Zeer positief				

Bijlage 5: contouren noodknopprocedure

Doel

De zogenaamde 'noodknop' is een procedure die een drinkwaterbedrijf in *kan* roepen op het moment dat zij voorziet dat de voor de leveringszekerheid benodigde investeringen op korte termijn niet meer kunnen worden uitgevoerd omdat deze niet meer financierbaar zijn. Een noodknopprocedure schept ruimte voor een tijdelijke opslag op de tarieven. De tijdelijke opslag verbetert de financierbaarheid, waardoor het drinkwaterbedrijf toegang houdt tot kredietverstrekkers en de noodzakelijke investeringen kan doen. Hiermee wordt de connectie tussen de tarieven en de kosten tijdelijk - enigszins - losgelaten.

Situatie waarin gebruik noodknop aan de orde is

De noodknop is bedoeld voor noodsituaties. Het is hoe dan ook aan de bestuurders van drinkwaterbedrijven om tijdig te signaleren dat de financierbaarheid van de investeringsopgave in het geding is en om daarnaar te handelen. Dit handelen kan onder meer bestaan uit aanpassen van het financieel beleid en het investerings- en vervangingsbeleid (*asset management*) en door bestaande aandeelhouders en/of nieuwe aandeelhouders te verzoeken risicodragend kapitaal in te brengen. Bestaande aandeelhouders kunnen in principe alleen uit eigen beweging besluiten tot het verder kapitaliseren van een bedrijf waarin zij aandeelhouder zijn. Wanneer dit handelen niet leidt tot oplossing van het financieringsprobleem kan inzet van de noodknop aan de orde zijn.

Criteria voor gebruik van de noodknop

Het moet aantoonbaar zijn dat er een financieringsprobleem op relatief korte termijn is. Dit probleem ontstaat als wordt voorzien dat het drinkwaterbedrijf niet meer voldoet aan de eisen van financiers en/of aan (nog op te stellen) financiële regelgeving voor bedrijven in de sector. Als dat het geval is kan een drinkwaterbedrijf de noodknop procedure in werking stellen.

Te overwegen criteria zijn daarom:

Het bedrijf toont aan dat haar investerings-opgave efficiënt en reëel is: dat wil zeggen dat de investeringen noodzakelijk zijn (doelgericht), de opgenomen investeringen qua bedragen reëel zijn en dat het daadwerkelijk mogelijk is de investeringen te doen (maakbaar). Het bedrijf levert daarbij een financiële vooruitblik. Hier uit moet blijken dat het bedrijf in tenminste het komende jaar niet aan de eisen gesteld in de financiële regels in de sector kan voldoen, bijvoorbeeld op het gebied van solvabiliteit of debt/EBITDA-ratio. Een mogelijkheid is om ILT als toezichthouder de aanvraag voor het gebruik van de noodknop te laten beoordelen en al dan niet goedkeuring te geven. Hiervoor is naar verwachting wel een aanvulling in wet- en regelgeving nodig.

Hoogte opslag

De opslag moet in verhouding staan met de opslag die nodig is om financierbaar te blijven en noodzakelijke investeringen te kunnen blijven doen. Dat betekent dat een bedrijf aan de hand van een investeringsplan en een financiële doorkijk moet aantonen dat de opslag een bepaalde hoogte moet hebben.

Voorwaarden verbonden aan noodknop

Omdat het gebruik maken van de noodknop het tijdelijke 'voordeel' geeft van hogere maximumtarieven, worden er ook voorwaarden aan verbonden. Deze voorwaarden kunnen bijvoorbeeld zijn:

- De afgelopen periode is geen dividend uitgekeerd aan de aandeelhouders;

- Hogere tarieven nu moeten worden verrekend met lagere tarieven later in de tijd zodanig dat dit netto contant neutraal is voor de afnemer;
- Hogere tarieven mogen niet ten goede komen aan de uitvoering van niet-wettelijke taken van het drinkwaterbedrijf;
- Er moet een verdeling zijn van de last tussen aandeelhouder en afnemer door ook een bijstorting van kapitaal te vereisen en/of het niet uitkeren van dividend tot de afnemer is gecompenseerd (zie hierboven);
- Er moet een financieel herstelplan worden opgesteld waar zowel het bedrijf zelf als de aandeelhouders zich aan committeren en waarover periodieke verantwoording wordt afgelegd aan de toezichthouder.

Stijn Minderhoud

+31 6 53 95 51 04
stijn.minderhoud@rebelgroup.com

Floris van der Veen

+31 6 81 61 81 58
Floris.vanderveen@rebelgroup.com

Radboud Koning

+31 6 14 93 89 83
Radboud.koning@rebelgroup.com

Dexter Voskamp

+31 6 39 57 03 09
Dexter.voskamp@rebelgroup.com



Wijnhaven 23
3011 WH Rotterdam
Nederland
+31 10 275 59 95

info@rebelgroup.com
www.rebelgroup.com