Inspectie Leefomgeving en Transport
Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat

Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector

Onderzoek naar de invloed van het huidige financiële reguleringsmodel op de financierbaarheid van de toekomstige investeringsopgave van de drinkwatersector

Inspectie Leefomgeving en Transport
Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat

Financierbaarheid investeringsopgave drinkwatersector

Datum 17 februari 2021

Colofon

Uitgegeven door

Inspectie Leefomgeving en Transport
ILT/Toezicht publieke instellingen

Utrecht

088 489 00 00
www.ilent.nl
@inspectieLenT

Inhoud

Colofon—5

Inhoud—7

Inleiding—12

1 Opzet en uitgangspunten onderzoek—15
1.1 Onderzoeksvraag en afbakening—15
1.2 Opzet van het onderzoek—15
1.3 Uitgangspunten bij het onderzoek—16

2 Resultaten en analyse—19
2.1 Prognose investeringsopgaven—19
2.2 Financiële ontwikkelingen 2014-2019—22
2.3 Effect investeringsopgave op financiële ratio's—32
2.4 Gevoeligheidsanalyse bij simulatie verhoging WACC—40

3 Beantwoording hoofdvragen—44

4 Conclusies—49

Bijlage A Gevraagde uitwerking en te beantwoorden vragen door drinkwaterbedrijven—53

Bijlage B Macro-economische uitgangspunten en WACC prognose—54

Bijlage C Kapitaalinbreng door aandeelhouders—55

Bijlage D Gevoeligheidsanalyse fictieve verhoging WACC—56

Bijlage E Begrote WACC per bedrijf 2020-2021—58

Samenvatting

Aanleiding
Dit rapport *Financierbaarheid investeringsopgave drinkwaterbedrijven* is opgesteld op verzoek van het ministerie van Infrastructuur en Waterstaat. Het ministerie heeft de Inspectie Leefomgeving en Transport (ILT) gevraagd om te onderzoeken of de toekomstige investeringsopgave van drinkwaterbedrijven mogelijk is binnen de regels die consumenten beschermen tegen te hoge tarieven. Een drinkwaterbedrijf heeft een monopoliepositie; consumenten kunnen namelijk binnen het leveringsgebied geen andere drinkwaterleverancier kiezen. De drinkwatertarieven in Nederland worden daarom gereguleerd. De Drinkwaterwet stelt via de wettelijk vastgestelde vermogenskostenvoet (WACC) grenzen aan het rendement dat drinkwaterbedrijven mogen maken. De WACC moet een doelmatige bedrijfsvoering stimuleren en de klant beschermen tegen te hoge tarieven. De hoogte van het toegestane rendement fluctueert met de rentestand op de internationale kapitaalmarkt. Met de daling van de rente op de kapitaalmarkt daalde ook het toegestane rendement wat drinkwaterbedrijven mogen maken.

Terugblik op werking WACC-systematiek en vermogenspositie
Op basis van de analyse over de periode 2014-2019 is de conclusie van de ILT dat de WACC-systematiek geen belemmering heeft gevormd voor een doelmatige bedrijfsvoering. Een uitzondering daarop vormt de methode van jaarlijkse toetsing en compensatie van overschrijdingen van de WACC-norm. Bijvoorbeeld door hoge opbrengsten vanwege het toegenomen watergebruik tijdens een hete zomer. Door toetsing op jaarbasis is de kans op verrekening van de drinkwatertarieven in latere jaren hoog. Om dit tegen te gaan zou deze toetsing daarom over meerdere jaren berekend moeten worden.

Het doel is dat de WACC ruimte geeft om een redelijk rendement op eigen vermogen te kunnen realiseren. De analyse toont aan dat de meeste bedrijven deze ruimte niet volledig hebben gebruikt. Het verschil tussen de norm en het gerealiseerde rendement varieert per jaar en is gemiddeld over deze periode 0,34%.
De tarieven hadden dus bij een deel van de bedrijven iets hoger kunnen zijn en hadden daarmee bijgedragen aan een betere vermogenspositie. Enkele bedrijven kozen voor uitbetaling van dividend aan de aandeelhouder. Dit had een negatief effect op de vermogenspositie.

Financiële positie drinkwaterbedrijven
De financiële uitgangspositie van de drinkwatersector als totaal is goed, maar de verschillen tussen de bedrijven zijn groot. Deze positie is het resultaat van zowel interne als externe factoren: rente op de kapitaalmarkt en rendement dat is doorberekend in de tarieven en dividendbeleid. Ook kunnen resultaten van niet-wettelijke activiteiten effect hebben op de vermogensontwikkeling en financiële positie van drinkwaterbedrijven. De eigenaar (aandeelhouder) kan ook invloed uitoefenen op deze positie door middelen in te brengen in het drinkwaterbedrijf als hij dit in het belang acht van de duurzame veiligstelling van de

drinkwatervoorziening. In de periode 2014-2019 is dit voor zover bekend bij één drinkwaterbedrijf[1] structureel en bij één bedrijf eenmalig gebeurd.

Prognose investeringen tot en met 2029
Er is een sterke stijging te zien in de investeringsopgave van de drinkwatersector, onder andere vanwege de klimaatverandering en toenemende vervuiling van de bronnen. Het noodzakelijke investeringsniveau is in 2029 circa 60% hoger dan in de periode 2017-2019. In deze prognose (2020 – 2029) gaat het op sectorniveau om een investering van in totaal € 7,95 mrd. In 10 jaar tijd zal hierdoor het geïnvesteerd vermogen van de sector met ongeveer 50% groeien om te voldoen aan de uitdagingen waarmee de sector geconfronteerd wordt; van € 7,4 mrd. in 2020 naar € 11 mrd. in 2029[2].

Financiering investeringsopgave en WACC.
De financierbaarheid van de investeringsopgave is bij voortzetting van de huidige WACC-berekening niet voor alle bedrijven vanzelfsprekend. Dit heeft te maken met de huidige financiële positie (het gevolg van eerder gevoerd beleid van de drinkwaterbedrijven) en geen inbreng van de publieke aandeelhouder.
Dit ondanks dat de bedrijven een redelijk rendement op eigen vermogen kunnen maken door de tariefstelling volledig te richten op het toegestane rendement (WACC-norm). Meer dan de helft van de bedrijven heeft op enig moment in de periode 2021– 2029 onvoldoende financiële positie om de investeringsopgave volledig met vreemd vermogen te financieren. Zowel de sterke groei van het geïnvesteerd vermogen als de financiële uitgangspositie aan het begin van deze prognoseperiode zijn hier debet aan. Voor deze bedrijven geldt wel dat dit een overbruggingsprobleem is dat zich oplost als de investeringen na deze prognoseperiode op het hogere niveau stabiliseren. De publieke aandeelhouder zou tijdens deze overbruggingsperiode een bijdrage moeten leveren aan de financiering (achtergestelde leningen of kapitaalinbreng).

Conclusie over de WACC-systematiek en financieringsopgave.
De doelstellingen van de WACC, bescherming van de klant en realisatie van een redelijk rendement op eigen vermogen, worden behaald. Daarnaast voorziet het reguleringsmodel in een verantwoordelijkheid van de publieke aandeelhouder voor duurzame veiligstelling van de drinkwatervoorziening als publieke taak. Met dit belang voor ogen betekent dit voor de (financiële) beleidsvoering een goede balans met betrekking tot: tarieven, investeringen, financiering, dividend, kosten voor drinkwaterprojecten in buitenland (max. 1% van de drinkwateromzet) en nevenactiviteiten.

Aanpassing op enkele punten van de WACC-berekening leidt er wel toe dat deze beter aansluit op de praktijk van de drinkwaterbedrijven (o.a. de bepaling van verwachte rente op leningen). Dit leidt tot een beperkte stijging van de WACC-norm (+/- 0,6%). Daardoor kunnen de tarieven hoger worden. Dat heeft een positief effect op de toekomstige financierbaarheid van de investeringsopgave. De overbruggingsproblematiek wordt hierdoor kleiner.

Conclusies
Resumerend kunnen de volgende conclusies getrokken worden uit dit onderzoek:

[1] Het gemeentelijk drinkwaterbedrijf ('Waternet') wordt structureel extern gefinancierd via de gemeente Amsterdam. De ratio's van het bedrijf zijn om deze reden niet van belang voor de externe financiering. De stichting Waternet draagt zorg voor het beheer van de gemeentelijk drinkwatertaken.
[2] NB: de analyses in dit onderzoek zijn gebaseerd op de investeringsprognoses die door de drinkwaterbedrijven aan de ILT zijn aangeleverd

1. Aanpassing onderdelen in de WACC-systematiek op korte termijn

- Pas de berekening voor de bepaling van verwachte rente op leningen aan;
- Breng de veronderstelde verhouding van leningen versus geïnvesteerd vermogen meer in lijn met wat gebruikelijk is in deze sector. Of als dit niet mogelijk is, creëer een extra marge in de WACC;
- Verleng de vaststellingsperiode voor het toegestane rendement van 2 naar 3 jaar;
- Toets overschrijdingen van de WACC-norm op basis van 3-jaarlijks gemiddelde ipv op jaarbasis om de kans op verrekeningen in de tarieven in latere jaren te reduceren.

Draag op korte termijn zorg voor duidelijkheid over de WACC voor de tijdsperiode 2022-2023

Als bovengenoemde aanpassingen niet op korte termijn realiseerbaar zijn, ligt bevriezing van de huidige WACC-norm voor de hand. Dat komt neer op een verhoging van zo'n 0,5% tot 0,6% ten opzichte van de WACC-berekening voor de periode 2022-2023. Deze bevriezing heeft daarmee hetzelfde effect als de eerder voorgestelde bijstellingen.

De drinkwaterbedrijven krijgen hierdoor op korte termijn meer ruimte om voor deze jaren de investeringsopgave te kunnen realiseren. De tussenliggende periode kan vervolgens worden gebruikt voor een discussie over het reguleringsmodel. Kern van het debat is of de publieke aandeelhouder (eigenaar) bij de uitvoering van de publieke taak gehouden is aan zijn rol en verantwoordelijkheid voor de realisatie van de noodzakelijke investeringen.

2. Specificeer verantwoordelijkheden aandeelhouder

Dit betreft de volgende punten:

- Verduidelijk de verantwoordelijkheid van de publieke aandeelhouder (eigenaar drinkwaterbedrijf) voor duurzame veiligstelling van de drinkwatervoorziening als publieke taak. Dit bestendigt het huidige reguleringsmodel.
- Indien de publieke aandeelhouder als niet aanspreekbaar wordt beschouwd én de huidige methodiek van tariefbegrenzing volledig wordt losgelaten, wordt het reguleringsmodel verstoord. Dit model bevat namelijk een evenwichtige balans tussen verantwoordelijkheid voor de continuïteit van de drinkwatervoorziening en keuzes ten aanzien van de investeringen, financiering, tarieven, nevenactiviteiten, buitenlandprojecten (1%-regeling) en dividend. Door de bovengenoemde keuze zou de balans tussen risico en rendement voor de aandeelhouder uit evenwicht raken met als gevolg dat dit risico (via de drinkwatertarieven) meer bij de klant komt te liggen. Dit vereist een herziening van de huidige regulering om weer een evenwichtig model te krijgen. Kaders in de regelgeving voor onder meer dividend en nevenactiviteiten moeten dan worden aangepast.

3. Heroverweeg kaders voor financiële positie

De ILT concludeert dat, in aanvulling op het huidige financiële kader in de Drinkwaterwet of in afspraken met de sector, een aantal minimale vereisten ten aanzien van de financiële positie vastgelegd moeten worden. Dit zijn:

- Invoering van een ondergrens voor de solvabiliteit en de aflossingsratio[3], en een bovengrens voor de schuld in relatie tot kasstromen. Tegelijkertijd het afschaffen van de bovengrens voor de solvabiliteit. Deze is niet passend in combinatie met de mogelijkheid van het uitkeren van dividend.

[3] DSCR (De Debt Service Coverage Ratio)

- Uitkeringen aan aandeelhouders zijn toegestaan mits deze geen risico vormen voor de duurzame veiligstelling van de drinkwatervoorziening.

4. Dialoog met verstrekkers vreemd vermogen

Om meer duidelijkheid en begrip te krijgen voor de regulering en positie van de drinkwaterbedrijven zal IenW structurele relaties op moeten bouwen en moeten onderhouden met verstrekkers van leningen. De ILT kan hier eveneens een rol in vervullen.

Inleiding

Dit rapport is opgesteld na een verzoek van het ministerie van Infrastructuur en Waterstaat aan de ILT om onderzoek te doen naar de toekomstige investeringsopgaven van drinkwaterbedrijven in relatie tot de systematiek van de WACC.

In het rapport "Evaluatie doelmatigheid Drinkwaterwet" is aandacht besteed aan de mate waarin de WACC invloed heeft op de financiering van investeringen op de langere termijn. Aangeraden werd te kijken naar een aantal aspecten van de systematiek op basis waarvan de WACC wordt berekend omdat deze tot ongewenste effecten kunnen leiden. De minister heeft naar aanleiding hiervan, in overleg met de sector, voorstellen gedaan tot wijziging.

De voorgenomen wijziging omvat de volgende aspecten:

- een verlenging van de looptijd van de WACC van 2 naar 3 jaar;
- aansluiten bij (vernieuwde) systematiek van de ACM waar het gaat om het berekenen van de risicovrije rente en het kiezen van een referentieperiode;
- mogelijk maken dat drinkwaterbedrijven een overschrijding van de WACC al in het jaar na de overschrijding (deels) mogen compenseren.

Bij de bepaling van de WACC voor de periode 2020-2021 zette een dalende trend door van 3,4% naar 2,75%. De drinkwatersector heeft daarop eind 2019 naar voren gebracht dat zij deze verdere daling van de WACC als knelpunt ziet bij een verwachte toename van toekomstige investeringen. De belangrijkste oorzaken voor een sterke groei van de investeringsopgaven zijn droogte en klimaatverandering, veroudering bedrijfsmiddelen, verslechtering kwaliteit drinkwaterbronnen en toename nieuwbouwwoningen in delen van het land.

De uitkomsten van dit onderzoek zijn toegezegd aan de Kamer en kunnen tevens worden gebruikt in het lopende wijzigingstraject van de Drinkwaterwet en verwante regelgeving.

WACC-systematiek in relatie tot reguleringsmodel Drinkwatersector
WACC staat voor *weighted average cost of capital*. Dit wordt vertaald als de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet. Dit is een maximale vergoeding voor het vermogen dat drinkwaterbedrijven mogen doorberekenen in de drinkwatertarieven. De WACC is in de Drinkwaterwet opgenomen om overwinsten en redelijke tarieven te waarborgen en hiermee het oppotten van eigen vermogen te voorkomen. Of positiever gesteld: een redelijk rendement op eigen vermogen mogelijk te maken. De Drinkwaterwet stelt daarnaast een maximum aan de solvabiliteit. Dit maximum is 70 procent. Geen van de bedrijven gaat daar overheen. De Drinkwaterwet stelt geen minimum aan de solvabiliteit. Het stelsel kent ook geen rekenkundige begrenzing van de winstuitkering (dividend) die bedrijven mogen vaststellen.

De parameters die voor de WACC-systematiek zijn vastgelegd in de regulering richten zich uitsluitend op het waarborgen van een redelijke rendement op eigen vermogen. Het investeringsniveau of de solvabiliteit zijn geen elementen die een rol spelen bij de bepaling van de WACC. In studies voor het wetgevingstraject zijn er meerdere modaliteiten tegen het licht gehouden waarbij winstmaximalisatie (en

elementen die hierbij betrokken kunnen worden), begrenzing van niveau van dividend uitkering en maximale solvabiliteit in allerlei combinaties onderzocht zijn[4]. Besluitvorming heeft uiteindelijk geresulteerd in het huidige wettelijke kader[5]. Deze regulering richt zich in de kern op drie zaken:

1. de eigenaar draagt zorg voor de continuïteit van de leveringszekerheid en heeft de verplichting tot aansluiting op het drinkwaternet en de levering van drinkwater in hun distributiegebied;
2. een cost-plus systematiek die de gebonden klant beschermt;
3. een waarborging dat de eigenaren een redelijk rendement op hun (ingebracht[6]) kapitaal kunnen behalen.

Het reguleringsmodel dat hieruit voortvloeit geeft de eigenaren de nodige vrijheid, maar geeft ze ook een belangrijke verantwoordelijkheid. Immers, als het kader zorgt voor een redelijk rendement op eigen vermogen, maar het desondanks niet alleen op basis van financiering met vreemd vermogen mogelijk is om alle benodigde investeringen te doen, moet de eigenaar deze (gedeeltelijk) uit eigen middelen financieren.

De WACC wordt elke 2 jaar vastgesteld door het ministerie van Infrastructuur en Waterstaat (hierna I&W). I&W stelt de WACC vast na advisering door de ACM. De ACM gaat daarbij uit van het kader dat de Drinkwaterwet stelt. De huidige systematiek leidt ertoe dat de WACC met name meebeweegt met de rente op de internationale kapitaalmarkt. Hierdoor is de WACC in de afgelopen jaren steeds gedaald. De omvang van de WACC is in de afgelopen jaren ongeveer gehalveerd, met een daling van 6% (2012-2013) naar 3,4% (2018-2019) en vervolgens 2,75% (2020-2021). Bij een voortzetting van de huidige WACC-systematiek wordt voor de jaren 2022-2025 een verlaging verwacht naar 2,2% voor 2022 en 2023 en 2,1% voor 2024 en 2025. Daarna treedt weer een lichte stijging op. Deze verwachting is gebaseerd op een inschatting van de macro-economische verwachtingen voor de komende jaren.

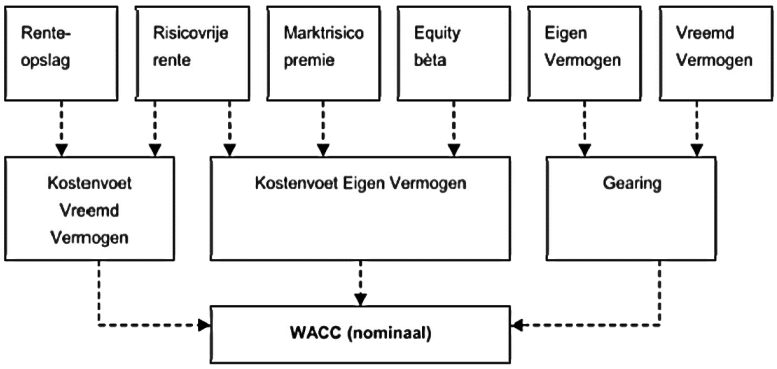
Voor de WACC worden de volgende variabelen gehanteerd, waarmee een theoretische inschatting wordt gemaakt van een redelijk niveau van de gemiddelde vermogenskostenvoet[7]:

[4] Bron: Rapport "winstregulering als waarborg voor redelijke tarieven", Seor, 2007

[5] Zie onder meer art. 2, 8, 10 t/m 13, 21 en 32 Drinkwaterwet

[6] Bijlage C bevat een overzicht van hetgeen eigenaren/aandeelhouders als inbreng hebben geleverd. Op bladzijde 25 is aangegeven wat er de afgelopen jaren bij 3 bedrijven aan dividend is uitgekeerd. Redelijk rendement is overigens niet hetzelfde als dividend uitkeren.

[7] Bron: het advies van de ACM over de vaststelling van gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet voor drinkwaterbedrijven voor 2020 en 2021.



Figuur 1 Systematische weergave opbouw WACC

Onder meer een verwacht rendement op het eigen vermogen, de omvang van het vreemd vermogen en de verwachte renteontwikkeling, staan centraal in de huidige systematiek voor berekening van de WACC. Deze onderdelen zijn ook belangrijke pijlers voor de ontwikkeling van financiële ratio's zoals de solvabiliteit en debt ratio. In het onderzoek is een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd met een doorrekening van effecten van een WACC-verhoging op financiële ratio's, om na te gaan hoe een eventuele verhoging van de WACC-norm van invloed is op financiële ratio's.

1 Opzet en uitgangspunten onderzoek

1.1 Onderzoeksvraag en afbakening

De ILT is gevraagd om antwoord te geven op de volgende vragen:

1. wat is de toekomstige investeringsopgave van de drinkwatersector en hoe verhoudt deze zich tot het verleden?;
2. hoe hebben de drinkwaterbedrijven in de afgelopen jaren gepresteerd ten opzichte van de toen geldende WACC-norm?;
3. wat is de relatie tussen de WACC en de toekomstige investeringsruimte?

In het onderzoek wordt mede aandacht gegeven aan het effect van de huidige WACC-systematiek op de financierbaarheid van de toekomstige investeringsopgave van de drinkwaterbedrijven. Om een volledig beeld te geven, wordt ook aandacht besteed aan andere sturingsmogelijkheden van de bedrijven die van invloed zijn op financierbaarheid, zoals tariefstelling, dividenduitkering, treasurybeleid en niet-wettelijke activiteiten. De optie van het inbrengen van eigen middelen is hierbij in eerste aanleg (ook in de doorrekening) buiten beschouwing gelaten. Bij de aanbevelingen vindt hierover wel een beschouwing plaats. Tot slot is in het onderzoek gekeken hoe een eventuele verhoging van de WACC-norm van invloed is op financiële ratio's.

Het onderzoek heeft niet als doel om te onderzoeken hoeveel bedrijven op welk moment een financieringsprobleem verwachten (uitgaande van volledig vreemd financieren van de investeringsopgave), of met welke omvang van de WACC alle drinkwaterbedrijven hun toekomstige investeringen zonder problemen met vreemd vermogen kunnen financieren.

1.2 Opzet van het onderzoek

Om bovenstaande vragen te kunnen beantwoorden is inzicht nodig in de toekomstige investeringsopgaven van de individuele bedrijven en bijbehorende financiële parameters en ratio's (zoals solvabiliteit, DSCR en schuldratio). Daarbij is ook bepaald hoe de WACC-norm zich zou ontwikkelen als de huidige WACC-systematiek wordt voorgezet.

Om een analyse te kunnen uitvoeren is in samenwerking met Vewin en een vertegenwoordiging van drinkwaterbedrijven een format voor de uitwerking van investeringsopgaven opgesteld (zie bijlage). De bedrijven is gevraagd de investeringsopgave uit te werken voor de periode 2014 t/m 2029. Daarbij is gevraagd een toelichting te geven op de investeringsopgaven (aard, omvang, planning) en aan te geven welke onzekerheden of knelpunten eventueel worden verwacht. Vewin en een vertegenwoordiging van de drinkwaterbedrijven zijn betrokken geweest bij de opzet van dit onderzoek. Zij namen ook deel aan bijeenkomsten met de ILT en I&W waarin tussentijdse resultaten zijn besproken. Deze bijeenkomsten vonden plaats in juli, september en november 2020.

De volgende activiteiten zijn uitgevoerd om een antwoord op de vragen te verkrijgen:

A. Analyse verloop investeringsopgave in periode 2014 t/m 2029

Het bedrag van de netto investeringen wordt naar het prijspeil van 2020 gebracht om een zo goed mogelijk beeld te krijgen van het verloop van de investeringen. De

waarden zijn vervolgens geïndexeerd om de bedrijven met elkaar te kunnen vergelijken.

B. Analyse financiële ontwikkelingen 2014-2019

Het historische verloop van de activawaarde, eigen vermogen, vreemd vermogen, de solvabiliteit, het historisch rendement op het vreemd vermogen en het eigen vermogen zijn de centrale elementen waar naar wordt gekeken. Een analyse van wat het theoretisch maximum rendement op eigen vermogen had kunnen zijn uitgaande van de wettelijke WACC-norm is aanvullende uitgevoerd. Het verschil tussen de gerealiseerde vermogenskosten en de wettelijke WACC-norm is daarnaast in kaart gebracht.

C. Analyse toekomstige financiële positie door confrontatie investeringsopgave met verwachte ontwikkeling van de WACC

Het effect van de investeringsopgave op de balansgroei en financiële ratio's, waaronder solvabiliteit, gearing, het verloop van het rendement op eigen en vreemd vermogen is in kaart gebracht. De verwachte ontwikkeling van de WACC wordt in de uitwerking als plafond gehanteerd voor de tarieven.

De aansluiting tussen waarden uit de prognose met de onderliggende onderdelen in de WACC-systematiek is een belangrijk beoordelingspunt. Een belangrijk verschil in aansluiting kan directe gevolgen hebben voor de financiële positie van de drinkwaterbedrijven in de toekomst en daarmee op de financierbaarheid van de investeringsopgave. De belangrijkste onderdelen uit de WACC-systematiek waarbij de aansluiting wordt getoetst zijn: gearing, rendement op vreemd en op eigen vermogen.

D. Opstellen gevoeligheidsanalyse met fictieve verhogingen van de WACC

Een gevoeligheidsanalyse maakt inzichtelijk wat het effect is op de financiële ratio's bij aanpassingen van de WACC-norm in de prognose-jaren. Er worden 3 simulaties gemaakt: 1 voor een structurele verhoging van de WACC met 0,2%, een tweede voor +0,4% en een derde voor +0,6%. Het uitgangspunt hierbij is dat de hoogte van het tarief en de omzet meebeweegt. Het hogere resultaat (meer cashflow) veroorzaakt vervolgens een verlaging van het vreemd vermogen.

1.3 Uitgangspunten bij het onderzoek

De gevraagde investeringsopgave is de volledige opgave die *noodzakelijk* is om de korte, midden en lange termijn leveringszekerheid en kwaliteit van drinkwater te kunnen borgen. Deze opgave ziet dus alleen toe op de wettelijke drinkwatertaak. Deze investeringsopgave is door drinkwaterbedrijven o.a. gebaseerd op de lange termijn asset planning (LTAP) van de diverse bedrijfsonderdelen. Het is dus van belang dat de bedrijven de *volledige* investeringsopgave in beeld hebben gebracht, niet gehinderd door financiële restricties of de uitvoeringscapaciteit van het bedrijf of haar onderaannemers. Het gaat er immers om, de technisch noodzakelijke investeringsopgave te bekijken in relatie tot de WACC-systematiek en de ontwikkeling van de financiële ratio's die als indicator van de financierbaarheid van deze opgave kunnen dienen. De WACC is mede bepalend voor de ontwikkeling van deze ratio's. Het uitgangspunt voor het tariefbeleid in deze doorrekening is geweest, dat de WACC-ruimte moest worden geoptimaliseerd.

1.4 Macro-economische parameters

Om een uniform uitgangspunt te creëren voor alle bedrijven, en daarmee de vergelijkbaarheid te bevorderen is een set macro-economische parameters opgesteld. Dit is ingevoegd bij een met de sector afgestemd format voor het

uitwerken van de investeringsprognose. Deze set bevat prognoses voor o.a. inflatie, loon- en bouwkosten, rente staatsleningen en rentespread.
Deze set parameters is een gestileerde reeks gebaseerd op de verwachtingen die zijn afgegeven door zowel het CPB als Ortec[8].

1.5 Inschatting van de verwachte WACC ontwikkeling

Een verwachte ontwikkeling voor de hoogte van de WACC in de periode 2022-2029 is uitgewerkt met als uitgangspunt de huidige WACC-systematiek en gebruikmakend van de set macro-economische parameters die eerder zijn toegelicht. De WACC wordt op dit moment telkens voor 2 opeenvolgende jaren vastgesteld (2022-2023, 2024-2025, enz.).

1.6 Gevraagde uitwerking financiële ratio's

Bij de uitwerking zijn onder meer de financiële omvang van verwachte investeringen (totaalbedrag), de ontwikkeling van het nettoresultaat, operationele kasstroom, en omvang activa van betekenis voorzien. Aanvullend is aan de drinkwaterbedrijven gevraagd om een aantal financiële ratio's te berekenen, gegeven de investeringsopgave en met de verwachte hoogte van de WACC in de komende jaren als plafond voor de maximaal toegestane vermogenskosten.
De volgende ratio's zijn opgevraagd:

- solvabiliteit;
- gearing;
- DSCR;
- debt ratio;
- leverage;
- Rendement op eigen en vreemd vermogen.

1.7 Basisscenario

Het eerder beschreven format voor een uitwerking van investeringsopgaven, bevat dus als uitgangspunten een vaste macro-economische set parameters en de daarop gebaseerde WACC-prognose. Deze waarden dienen als kader voor de uitwerking van een zogenoemd basisscenario.

Alle drinkwaterbedrijven hebben een eigen specifieke investeringsopgave uitgewerkt en daarbij zijn bijbehorende financiële ratio's in beeld gebracht als uitdrukking van de prognose. Waar de bedrijven afwijken van de voor dit onderzoek aangereikte uitgangspunten, is dit door de bedrijven toegelicht.

Het doel van dit basisscenario is om de individuele investeringsopgave te bezien in het licht van de financierbaarheid met alleen vreemd vermogen. De kernvraag is of de toekomstige vermogenspositie zodanig is dat de investeringsopgave vreemd gefinancierd kan worden. Een belangrijke voorwaarde om dit goed te kunnen beoordelen is dat het drinkwaterbedrijf het tariefbeleid zodanig opstelt dat de WACC-prognose als bovengrens functioneert. Vervolgens kunnen op basis van dit tariefbeleid, met bijbehorende omzet, resultaat, etc. de financiële ratio's worden berekend.

1.8 Alternatief scenario

Naast het basisscenario is een alternatief scenario gevraagd waarin drinkwaterbedrijven mogelijke toekomstige beleidsaanpassingen verwerken, zoals aanpassing van tarieven, afschrijvingstermijnen of het dividendbeleid. In het

[8] Peildatum juli 2020

onderzoek hebben we hiernaar gevraagd om een breder beeld te vormen van financierbaarheid van investeringen.

Niet alle bedrijven hebben een alternatief scenario aangeleverd. Het daadwerkelijk realiseren van een alternatief scenario is afhankelijk van de mogelijkheden van het drinkwaterbedrijf. Uit de toegestuurde scenario's kunnen geen generieke aanbevelingen worden afgeleid; dit vereist maatwerk per bedrijf. Daarom neemt de ILT in dit onderzoek alleen de ontvangen basisscenario's inclusief toelichtingen als uitgangspunt.

2 Resultaten en analyse

In dit hoofdstuk beschrijft de ILT de resultaten en analyse van de toekomstige investeringsopgave (par. 2.1), hoe de drinkwaterbedrijven in de afgelopen jaren hebben gepresteerd ten opzichte van de toen geldende WACC-norm (par. 2.2) en het effect van de verwachte investeringsopgave op de toekomstige financiële ratio's (par. 2.3). Waarbij de ILT ingaat op de relatie tussen de WACC en de toekomstige investeringsruimte.

2.1 Prognose investeringsopgaven

Uitzonderingen gehanteerde uitgangspunten

- Vrijwel alle bedrijven hebben gebruikgemaakt van de uniforme macro-economische set die bij de uitvraag werd meegegeven. Eén bedrijf geeft aan niet de volledige set macro-economische parameters te hebben gehanteerd. De inspectie heeft deze gegevens wel in het onderzoek gebruikt.
- Eén bedrijf dat aangeeft de macro-economische parameters wel te hebben gehanteerd, geeft daarbij een kanttekening dat de verwachte stijging van loonkosten volgens hen te laag is ingeschat vanwege verwachte ontwikkelingen in de cao en loonstijgingen vanwege persoonlijke beoordelingen.
- Eén bedrijf heeft alleen de bruto investeringen genoteerd. In de analyse van de omvang van investeringen ging de ILT uit van de netto investeringen (netto investeringen zijn bruto investeringen waarop bijdragen van gemeenten of vormen van subsidie in mindering zijn gebracht). Bij het bedrijf dat geen nettobedrag heeft vermeld, is het brutobedrag gehanteerd.
- Eén bedrijf heeft in het najaar een nieuwe versie van de investeringsopgave toegestuurd, met daarin voor komende jaren een hogere investeringsopgave. Bij de analyse is uitgegaan van een dataset waarin de eerder aangeleverde versie is verwerkt.

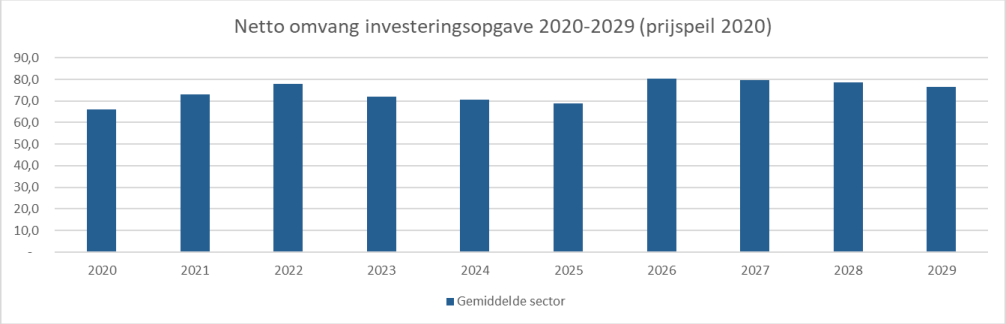
Verwachte omvang investeringen

De drinkwaterbedrijven verwachten in de komende jaren meer te gaan investeren in vergelijking met de afgelopen jaren. In de periode 2017-2019 had het gemiddelde bedrag dat een drinkwaterbedrijf jaarlijks investeerde nog een omvang van circa € 51 miljoen[9]. In de periode 2020 – 2029 ligt het gemiddelde bedrag hoger[10]: € 66 miljoen in 2020 bedroegen de investeringen en ongeveer € 77 miljoen aan het eind van de periode, zie onderstaande figuur.

De netto investeringen zijn gecorrigeerd met een inflatiecorrectie (prijspeil 2020) om een goed beeld te krijgen van het werkelijke verloop van de investeringenopgaven.

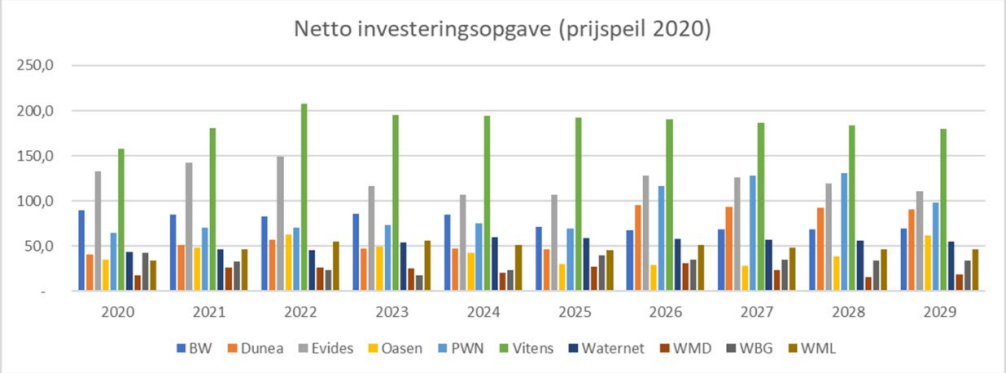
[9] Betreffen reële netto investeringen, hierbij is het rekenkundige gemiddelde over de periode 2017-2019 (prijspeil 2020) gehanteerd

[10] Reële netto investeringen (prijspeil 2020), rekenkundig gemiddelde gehanteerd



Figuur 2 Netto omvang investeringsopgave drinkwatersector 2020-2029 (prijspeil 2020)

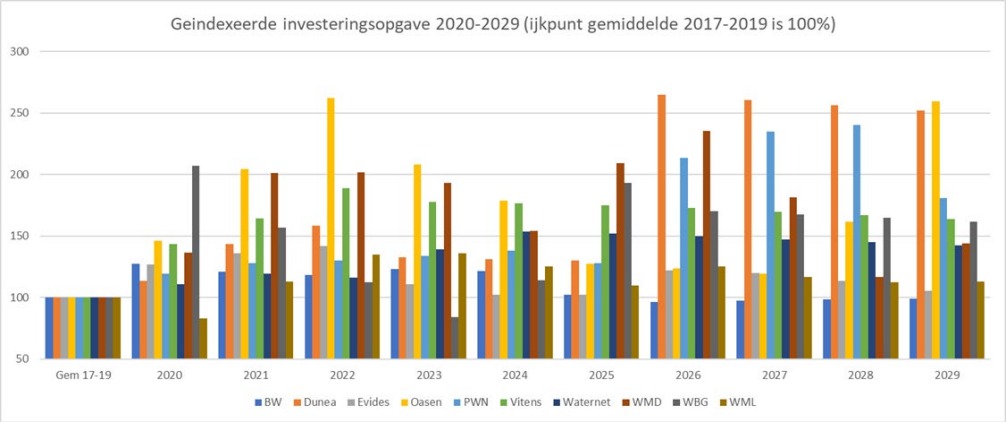
Hieronder is per bedrijf de ontwikkeling te zien van de (verwachte) omvang van investeringen.



Figuur 3 Netto investeringsopgave per drinkwaterbedrijf (prijspeil 2020)

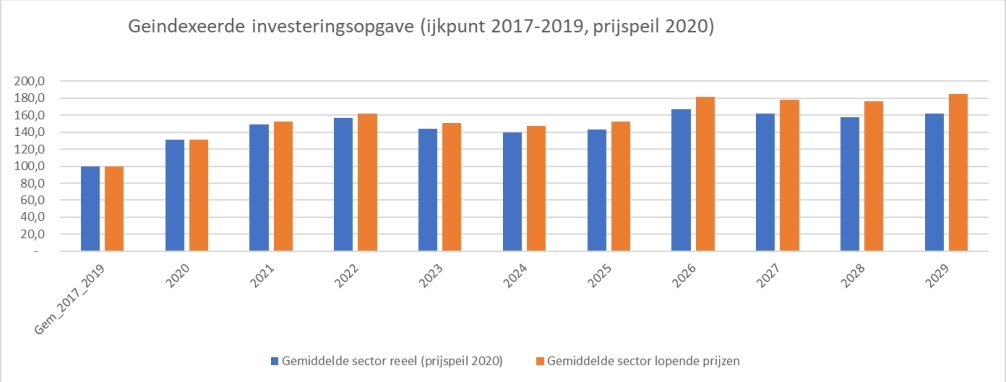
De grote verschillen in omvang van de bedragen tussen bedrijven zijn verklaarbaar vanuit verschillen in omvang, locatie en type van de bedrijven. Redenen die worden genoemd voor de toename zijn extra inspanningen op leveringscapaciteit en renovatie. Ook wordt bijvoorbeeld vervanging van het leidingnet genoemd, en programma's voor innovatie en kwaliteit.

Het overzicht van de geïndexeerde opgave per bedrijf maakt zichtbaar dat niet elk bedrijf jaarlijks een toename verwacht. Enkele bedrijven verwachten iets minder te gaan investeren ten opzichte van de afgelopen jaren.



Figuur 4 Geïndexeerde investeringsopgave per drinkwaterbedrijf. De gemiddelde investeringsopgave in periode 2017-2019 is hierbij als ijkpunt gehanteerd (100%)

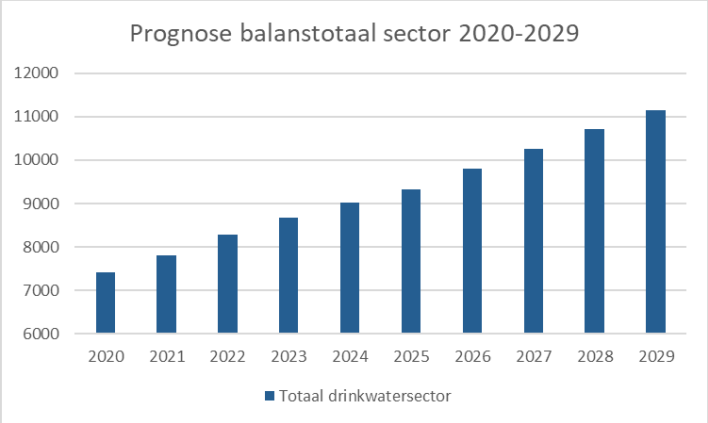
De geïndexeerde investeringsopgave bij zowel lopende als reële prijzen is onderstaand weergegeven.



Figuur 5 Geïndexeerde investeringsopgave drinkwatersector in zowel lopende als reëel prijzen. De gemiddelde investeringsopgave in periode 2017-2019 is hierbij als ijkpunt gehanteerd (100%)

Uit bovenstaande figuur blijkt dat de gemiddelde investeringsopgave (in reële prijzen) in de periode 2020-2029 aanzienlijk hoger ligt dan in de periode 2017-2019 (ijkpunt, 100%). In 2026 is deze zelfs 67,4% hoger dan het ijkpunt. In 2029 is de gemiddelde investeringsopgave 62,2% hoger.

De toename van investeringen is terug te zien in het verwachte balanstotaal van de drinkwaterbedrijven (zie onderstaande figuur). Het totale balanstotaal stijgt naar verwachting met 50% in de komende jaren, van € 7,4 miljard in 2020 naar € 11,1 miljard in 2029.

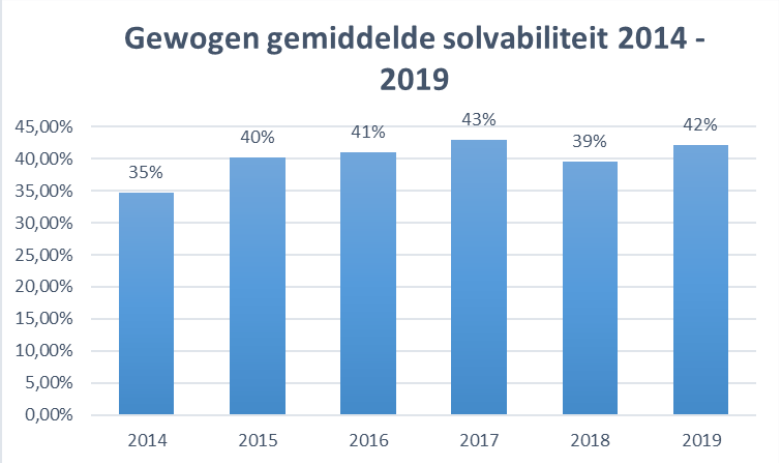


Figuur 6 Prognose balanstotaal drinkwatersector periode 2020-2029 (in miljoen. €)

2.2 Financiële ontwikkelingen 2014-2019

De historische cijfers geven een goed beeld hoe de sector in het verleden uitkwam op de gerealiseerde WACC, en welke effect dit heeft op de huidige vermogenspositie. Ook geven de historische data inzicht in welk (tarief-, dividend- en overig) beleid door de bedrijven werd gehanteerd, en wat hiervan het effect was op de vermogenspositie. Dit is van belang om ook andere mechanismen te ontdekken die, naast de WACC, bepalend zijn voor het kunnen uitvoeren van de toekomstige investeringsopgave. Tevens wordt inzichtelijk of de WACC de bedrijven de gelegenheid heeft gegeven om een redelijk rendement op eigen vermogen te maken. Het tariefbeleid dient in dit verband expliciet meegewogen te worden: is de ruimte die de WACC bood al dan niet gebruikt in het tariefbeleid in de afgelopen jaren?

Solvabiliteit
De gewogen gemiddelde[11] solvabiliteit[12] van de sector is in de periode 2014-2019 nominaal met 7% (is 20% van 35%) gestegen van 35% in 2014 naar 42% in 2019 (zie onderstaande figuur). Vanaf 2015 is de solvabiliteit vrij stabiel met een lichte daling in 2018. De gegevens van Waternet zijn in deze figuur niet opgenomen vanwege de afwijkende financiële structuur bij dit bedrijf. De stichting Waternet[13]



Figuur 7 Gewogen gemiddelde solvabiliteit in de periode 2014-2019 (exclusief Waternet)

draagt zorg voor het beheer van de gemeentelijk drinkwatertaken. De bezittingen en de schulden samenhangend met deze taak zijn binnen de gemeente Amsterdam zelf ondergebracht. De gemeente financiert deze taken voor vrijwel 100% met vreemd vermogen. De tarieven moeten een kostendekkende exploitatie mogelijk. Binnen deze structuur vormt externe financiering geen probleem ondanks een solvabiliteit van bijna 0%.

In onderstaande figuur is de solvabiliteit per bedrijf weergegeven in zowel 2014 als in 2019. Voor beide jaren zijn relatief grote verschillen zichtbaar tussen de bedrijven; variërend van 63% (Brabant Water) tot 24% (WMD). De relatief lage

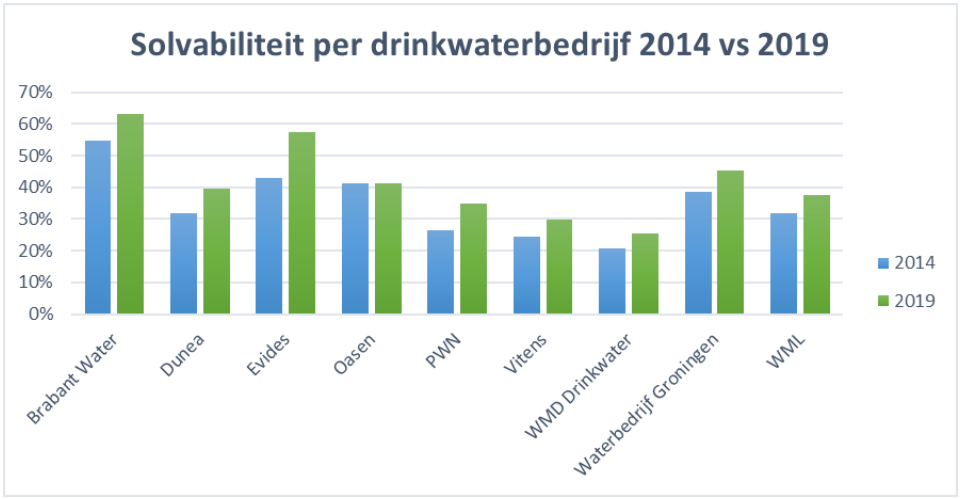
[11] gewogen gemiddelde met het balanstotaal (drinkwater-activa)als wegingsfactor

[12] de historische solvabiliteit is berekend o.b.v. bedrijfsverslagen, en ziet toe op de wettelijke taak (drinkwater-activa). De historische solvabiliteit wijkt bij bepaalde bedrijven enigszins af van de prognose-solvabiliteit, omdat deze niet in alle gevallen is gebaseerd op enkel de drinkwateractiva

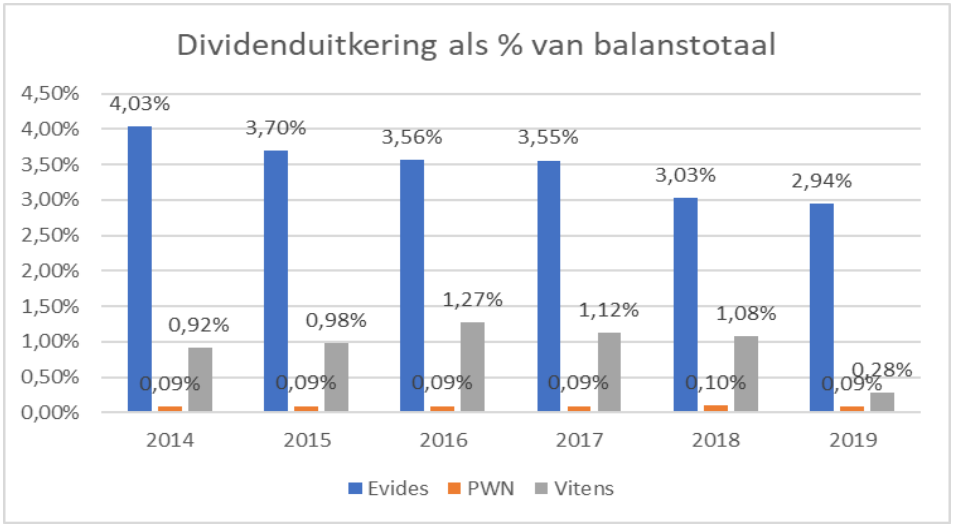
[13] Als in het vervolg over Waternet wordt gesproken wordt de gemeente Amsterdam met betrekking tot de drinkwatertaak.

solvabiliteit van WMD is ontstaan door financiële verliezen uit nevenactiviteiten. Voor alle bedrijven geldt dat de solvabiliteit is toegenomen ten opzichte van 2014.

De volgende figuur geeft voor de 3 bedrijven die dividenduitkeringen doen de dividenduitkering als percentage van balanstotaal. Sommatie van deze percentages over de hele periode geeft ongeveer aan wat de solvabiliteit zou zijn geweest als er geen dividenduitkering was gedaan. Bij Evides kan de uitkering worden bezien in het licht van het goede rendement op de zogenaamde niet wettelijke activiteiten in de groep.



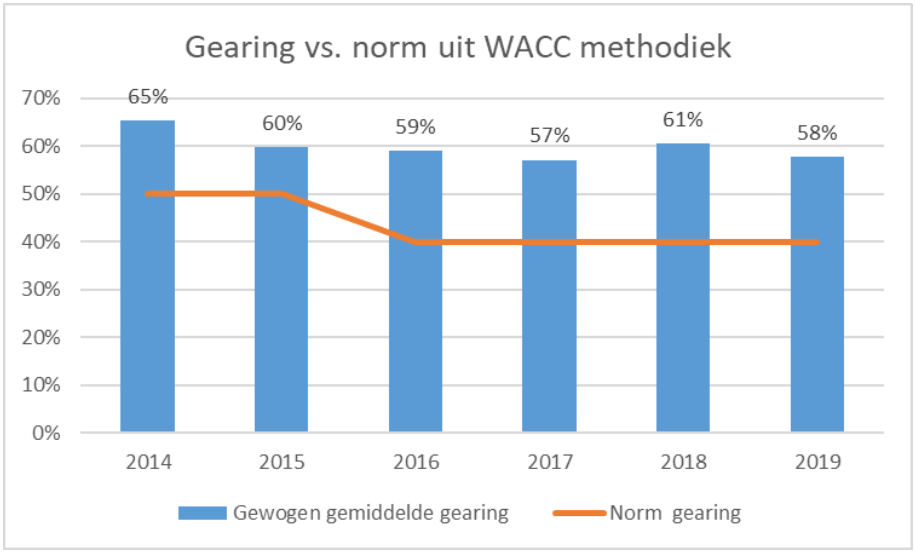
Figuur 8 Solvabiliteit per drinkwaterbedrijf in 2019 (exclusief Waternet)



Figuur 9 Dividenduitkering als percentage van het balanstotaal (Evides, PWN en Vitens)

Voor PWN en Vitens geldt dat de totale dividenduitkering over de periode 2014-2019 een verlagend effect heeft gehad op de huidige solvabiliteit en daarmee op de financiële uitgangspositie. Voor PWN is het effect ongeveer 0,5%, voor Vitens is dit effect groter; ongeveer 5%.

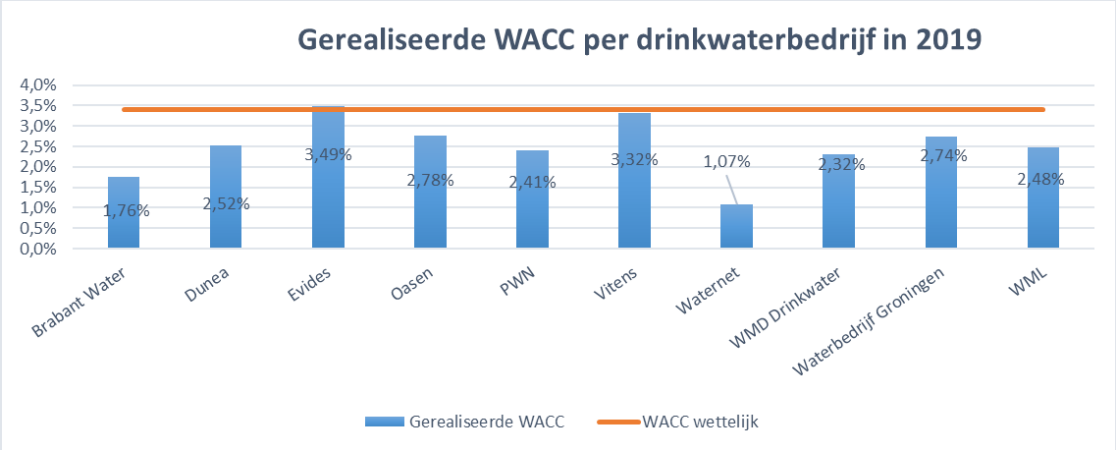
Gearing
De huidige WACC-systematiek hanteert in de periode 2018/2019 een uitgangspunt voor de gearing van 40%. De gearing is de inverse van de solvabiliteit en geeft de verhouding weer tussen het vreemd en het totaal vermogen. De gemiddelde gewogen gearing over 2019 is 58% en wijkt daarmee aanzienlijk af van de gehanteerde norm op basis van de WACC-systematiek. Dit geldt ook voor de periode voor 2019, zie onderstaande figuur. De oranje lijn geeft de norm weer (per 2 jaar) voor de gearing op basis van de huidige WACC-systematiek.



Figuur 10 Gewogen gemiddelde gearing vs. norm uit WACC methodiek in de periode 2014-2019 (exclusief Waternet)

Gerealiseerde vermogenskosten
De wettelijk vastgestelde WACC bepaalt de maximaal toegestane vermogenskosten die een drinkwaterbedrijf in haar tarief mag opnemen. De toegestane vermogenskosten bestaan uit twee componenten; een vergoeding voor het eigen vermogen en een vergoeding voor het vreemd vermogen. Bij het bepalen van de toegestane WACC wordt uitgegaan van bepaalde uitgangspunten voor de berekening van beide componenten. Hieraan wordt later in dit hoofdstuk meer aandacht besteed.

Onderstaande figuur geeft de gerealiseerde WACC van de individuele bedrijven weer afgezet tegen de wettelijk WACC (3,4%). Hieruit blijkt dat het overgrote deel van de bedrijven minder vermogenskosten maakt dan wettelijk is toegestaan op basis van de huidige WACC-systematiek.



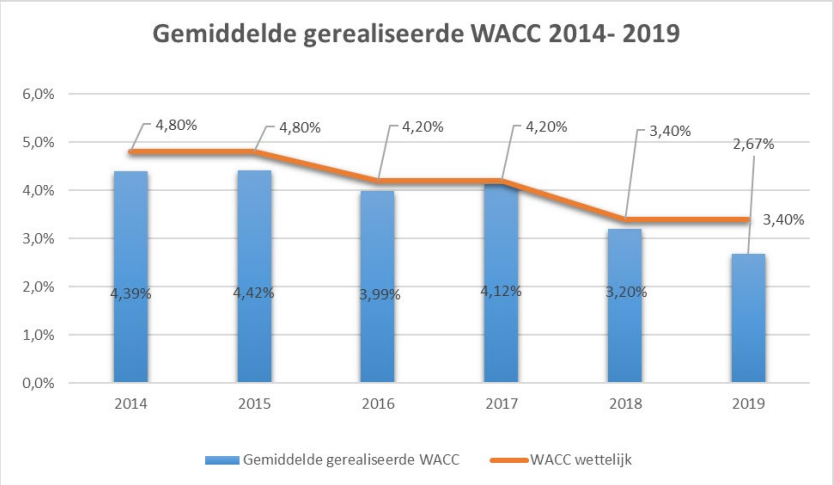
Figuur 11 Gerealiseerde WACC per drinkwaterbedrijf in 2019

Vitens en Evides benaderen de toegestane vermogenskosten, waarbij Evides de norm overschrijdt met 0,09%. Het deel van de gerealiseerde vermogenskosten dat de toegestane vermogenskosten overschrijdt moet Evides verrekenen in de drinkwatertarieven 2021 (t+2). De overschrijding wordt in mindering gebracht op de toegestane vermogenskosten in 2021.
Het verschil tussen de gerealiseerde en toegestane WACC varieert van 0,08% (Vitens) tot 1,4% (Brabant Water). De gerealiseerde WACC van Waternet hangt samen met de keuze voor slechts een kostendekkende exploitatie.

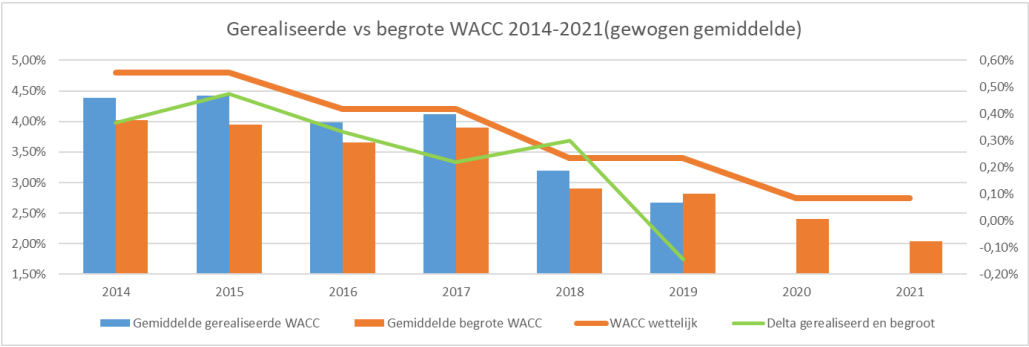
Onderstaande figuur geeft het verloop weer van de wettelijk toegestane WACC en de gemiddelde gerealiseerde WACC in de periode 2014 tot en met 2019. De toegestane WACC laat een duidelijk dalend verloop zien; van 4,8% in 2014/2015 naar 3,4% in 2018/2019. Dit is niet verrassend omdat de toegestane WACC (conform de huidige WACC-systematiek) een functie is van onder meer de rentestand op de internationale kapitaalmarkt. Aangezien deze een duidelijke daling heeft ondergaan in de afgelopen periode laat de WACC ook een dalende trend zien.

De gewogen gemiddelde[14] gerealiseerde WACC ligt in de periode 2014-2019 structureel onder de wettelijk toegestane WACC. Een uitzondering daarop vormt het jaar 2017 waarin de toegestane WACC werd benaderd met 4,12%. Vanaf 2017 is het verschil tussen toegestane en gerealiseerde WACC groter geworden. In 2019 bedraagt het verschil 0,73%, daarmee het grootste verschil in de beschreven periode. Op zichzelf verrassend, gegeven het feit dat de norm voor de WACC in 2018/2019 het laagste was.
Uit het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat de ruimte aan vermogenskosten die maximaal in rekening mag worden gebracht in het drinkwatertarief, niet ten volle door de sector wordt benut. Voor het merendeel van de bedrijven geldt dat zij in het verleden een tariefbeleid hanteerden wat, op basis van de toenmalige norm, hoger had kunnen zijn. Ook zien we dat bedrijven in 2020 en in 2021 voor zichzelf een WACC begrootten die onder het maximum ligt (in die jaren is er een fors lager gesteld maximum van 2,75 terwijl er bedrijven zijn die in 2020 een WACC begrootten onder de 2,0).

[14] Dit betreft het gewogen gemiddelde met het balanstotaal als wegingsfactor



Figuur 12 Gemiddelde gerealiseerde WACC afgezet tegen de wettelijk toegestane WACC 2014-2019



Figuur 13 Gemiddelde gerealiseerde vs. begrote WACC in de periode 2014-2021. De groene lijn geeft het verschil weer tussen gerealiseerde en begrote WACC. In 2020 en 2021 worden alleen de gemiddelde begrote WACC weergegeven.

In het bovenstaande figuur is de gemiddelde begrote WACC afgezet tegen de gerealiseerde WACC in de periode 2014 tot en met 2021[15]. In hetzelfde figuur is tevens het verschil (delta) tussen beide gemiddelden geplot. Het valt op dat de begrote WACC in de periode 2014 t/m 2018 structureel lager is dan de gerealiseerde WACC. In 2019 is deze hoger dan de gerealiseerde WACC, het verschil is aanzienlijk kleiner dan in de voorgaande jaren (0,14%).
De totale vermogenskosten bestaan uit 2 componenten; vermogenskosten gekoppeld aan eigen vermogen en vermogenskosten gekoppeld aan vreemd vermogen. Het rendement op eigen vermogen is onder meer afhankelijk van het tariefbeleid, gemaakte kosten waaronder rente op vreemd vermogen en opbrengsten. Het rendement op vreemd vermogen is voornamelijk afhankelijk van het gevoerde treasurybeleid en de rentestanden op de internationale kapitaalmarkt op het moment dat leningen worden aangetrokken. De keuze voor de looptijd van de leningen en de zogenaamde renteherzieningsperioden zijn van invloed op het

[15] in 2020 en 2021 wordt alleen de gemiddelde begrote WACC weergegeven (nog geen realisaties beschikbaar)

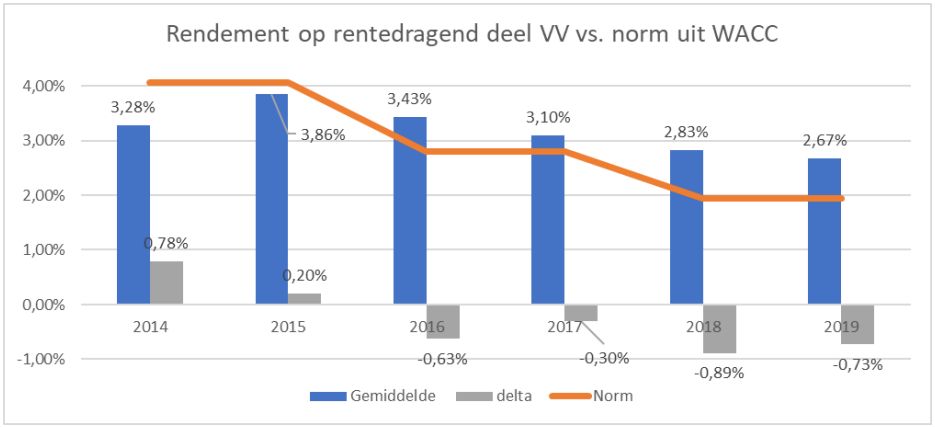
mogelijke verschil tussen de gemiddelde rente op vreemd vermogen in de lening-portefeuille en de norm voor vreemd vermogen in de WACC-systematiek.

Een droge zomer waarin relatief meer drinkwater wordt verbruikt kan leiden tot hogere gerealiseerde vermogenskosten dan in eerste instantie waren begroot. Bij een tariefbeleid dat is geoptimaliseerd naar de geldende WACC-norm kan dit leiden tot een overschrijding (omgekeerde situaties zijn ook mogelijk zoals de eerdere reeks laat zien). Er zijn dus factoren in relatie tot de WACC waar een drinkwaterbedrijf zelf controle op kan uitoefenen en factoren waar men minder of geen invloed op heeft. Het vraagstuk van eventuele middeling van de gerealiseerde WACC over meerdere jaren als uitgangspunt bij toetsing van de norm komt op een andere plaats nog aan de orde.

De gemiddelde begrote WACC voor 2020 is 2,41% en 2021 is 2,04%, terwijl een omvang van 2,75% is toegestaan in 2020 en 2021. Ook in eerdere jaren zien we dat deze waarde lager is dan de wettelijke ruimte. Dat een deel van de bedrijven geen gebruik maakt van de maximale ruimte is opvallend, gezien de toenemende investeringsopgave die bij het opstellen van de begroting 2021 al in beeld was. Bijlage E geeft een beeld per bedrijf van het verschil tussen de begrote WACC en de norm voor beide jaren.

Rendement op vreemd vermogen
Onderstaande figuur geeft het rekenkundig gemiddelde weer van het rendement op het rentedragende deel van het vreemd vermogen. De oranje lijn geeft de norm weer die hiervoor op basis van de WACC-systematiek wordt gehanteerd. De grijze kolommen geven het verschil (delta) tussen het gemiddelde rendement en de norm. De gegevens van Waternet en Brabant Water zijn niet in de figuur opgenomen vanwege respectievelijk de afwijkende financiële structuur en de sterk afwijkende waarden (outliers).

De norm voor het rendement op vreemd vermogen laat een dalende trend zien in de periode 2014-2019. Dit hangt direct samen met het verloop van de rente op de internationale kapitaalmarkt. Het gemiddelde rendement op vreemd vermogen daalt ook geleidelijk, maar beweegt minder snel dan de norm. Dit resulteert erin dat in de periode 2016-2019 het gemiddelde rendement op vreemd vermogen hoger is dan de norm die hiervoor geldt.
De volgende factoren maken dat het rendement op vreemd vermogen minder snel

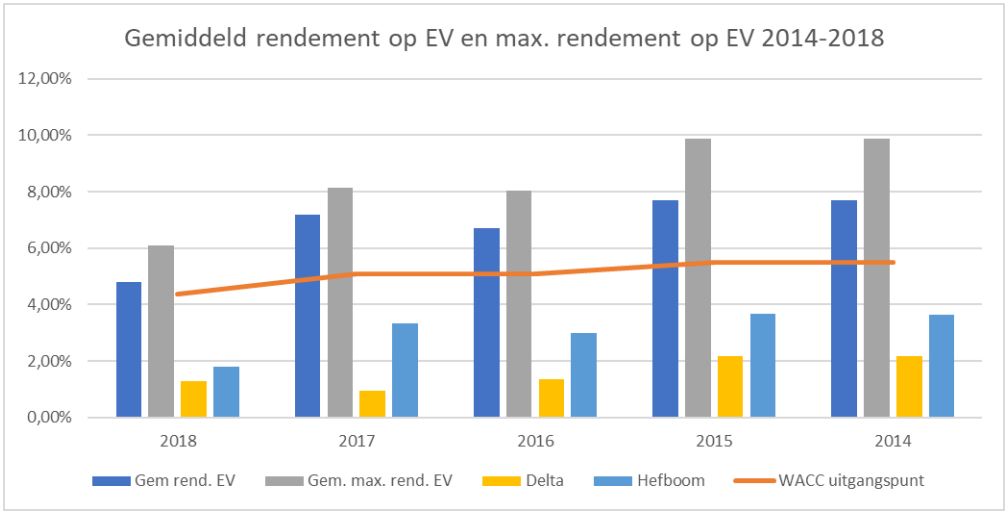


Figuur 14 Gemiddeld rendement op rentedragende deel vreemd vermogen vs. norm uit WACC methodiek (exclusief Waternet en Brabant Water)

kan dalen dan de rente op de kapitaalmarkt en de norm die in de WACC wordt aangehouden voor rendement op vreemd vermogen. Deze zijn onder andere

gerelateerd aan het gevoerde treasurybeleid. Specifiek gaat het dan om de samenstelling van de leningenportefeuille (renteniveau, renteherzieningsmomenten, looptijden, aflossingsperiode).
De gehanteerde tijdsperiode in de WACC- systematiek voor de berekening van de norm rendement op vreemd vermogen is hierbij met name van belang. Deze gaat uit van de gemiddelden van benchmark staatsleningen in de afgelopen 2 en 5 jaar. Leningenportefeuilles van de drinkwatersector en vergelijkbare sectoren kennen vaak een langere horizon. Hierdoor kunnen de norm en het werkelijke rendement op vreemd vermogen sneller uit de pas gaan lopen.

Rendement op eigen vermogen
Het gemiddelde rendement op het eigen vermogen (vóór aftrek vanwege dividenduitkering) afgezet tegen de norm voor het rendement op eigen vermogen op basis van de WACC-systematiek (oranje lijn) is in onderstaande figuur weergegeven. In dezelfde figuur is ook het theoretisch maximum rendement op eigen vermogen weergegeven WACC-norm.
Daarnaast is het verschil tussen het gerealiseerde rendement en het theoretisch rendement zichtbaar (gele kolommen) en de hefboom (lichtblauwe kolommen). De hefboom is het verschil tussen het gerealiseerde rendement op eigen vermogen minus de gerealiseerde WACC.



Figuur 15 Gemiddeld rendement op EV, maximum rendement op EV en hefboom in periode 2014-2018 (exclusief Waternet) NB: de reeks loopt chronologisch af ipv op

De norm voor het rendement op het eigen vermogen neemt licht af in de periode 2014-2018 (oranje lijn); van 5,48% (2014) naar 4,36% (2018). Het gerealiseerde rendement op eigen vermogen daalt gemiddeld sneller; van 7,49% naar 4,8%. Het rendement (zowel gerealiseerd als maximaal realiseerbaar) op eigen vermogen is structureel hoger dan de norm. In 2018 zijn de verschillen ten opzichte van de norm het kleinste norm.
De sector had in de afgelopen jaren gemiddeld een hoger rendement kunnen behalen wanneer zij de ruimte die de WACC biedt, volledig had gebruikt in het tariefbeleid. Het verschil tussen het maximum en het gerealiseerde rendement is weergegeven met de gele kolommen. Een hoger rendement had de sector kunnen ondersteunen bij vermogensopbouw, en daarmee de financierbaarheid van de toekomstige investeringsopgave. Het feit dat het gerealiseerde rendement op eigen vermogen hoger is dan de norm, terwijl het gerealiseerde rendement op vreemd vermogen ook boven de norm ligt, lijkt vreemd. De reden hiervoor is dat de

werkelijke gearing veel hoger is dan de norm voor de gearing. Dit compenseert de overschrijding van de rendementsnorm op vreemd vermogen (de norm voor rendement op eigen vermogen ligt hoger dan de norm voor vreemd vermogen in de WACC-systematiek) waardoor het rendement op het eigen vermogen toch nog hoger uitkomt dan de norm. Met de huidige systematiek van de WACC is het dus mogelijk geweest om in de afgelopen periode een hoger rendement op het eigen vermogen te maken. Niet alle bedrijven hebben daarvan gebruikgemaakt.

Sturing op vermogenspositie
In de Drinkwaterwet zijn wettelijke verantwoordelijkheden opgenomen voor drinkwaterbedrijven, waaronder het vereiste om de leveringszekerheid te waarborgen, en alle passende maatregelen te nemen om te kunnen voorzien in de toekomstige behoefte aan drinkwater in het voor zijn drinkwaterbedrijf vastgestelde distributiegebied. Dit impliceert het zorgdragen voor een gezonde bedrijfsvoering en het zoveel mogelijk anticiperen op toekomstige investeringen.

Artikel 32 Drinkwaterwet:
1. *De eigenaar van een drinkwaterbedrijf draagt er zorg voor dat de levering van deugdelijk drinkwater aan consumenten en andere afnemers in het voor zijn drinkwaterbedrijf vastgestelde distributiegebied gewaarborgd is in een zodanige hoeveelheid en onder een zodanige druk als in het belang van de volksgezondheid vereist is.*
2. *De eigenaar van een drinkwaterbedrijf neemt alle passende maatregelen om te kunnen voorzien in de toekomstige behoefte aan drinkwater in het voor zijn drinkwaterbedrijf vastgestelde distributiegebied.*

De vermogenspositie (financiële positie) van de drinkwatersector is op dit moment gemiddeld goed. Deze uitgangspositie is de resultante van zowel externe factoren (bijv. rente op kapitaalmarkt) als interne (beïnvloedbare) factoren.

Onderstaand een opsomming van de belangrijkste sturingsmechanismen die door de drinkwaterbedrijven kunnen hanteren.

- *Tariefbeleid*

Het tariefbeleid heeft een direct effect op de vermogensontwikkeling van de drinkwaterbedrijven. De sector hanteert gemiddeld genomen weinig fluctuerende tarieven in de periode 2014-2019. De geldende WACC-norm wordt door de meeste bedrijven niet als richtsnoer gebruikt, ondanks de toenemende investeringsopgave en de noodzaak om deze opgave in de toekomst te kunnen financieren.

De aandeelhouder speelt hierbij ook een belangrijke rol, deze stelt de drinkwatertarieven jaarlijks vast (op advies van de directie).

De aandeelhouders zijn provincies en gemeenten. In de Drinkwaterwet worden de volgende wettelijke verantwoordelijkheden genoemd van deze bestuursorganen:

Artikel 2 Drinkwaterwet
1. *Bestuursorganen dragen zorg voor de duurzame veiligstelling van de openbare drinkwatervoorziening.*
2. *Bij de uitoefening van bevoegdheden en toepassing van wettelijke voorschriften door bestuursorganen geldt de duurzame veiligstelling van de openbare drinkwatervoorziening als een dwingende reden van groot openbaar belang.*

Een aandeelhouder kan bij de goedkeuring van drinkwatertarieven verschillende aspecten wegen. Men kan de voorkeur hebben voor een tariefbeleid gericht op stabiele of juist zo laag mogelijke tarieven. Ook kan gekozen worden voor een model met dividenduitkering, waarbij het rendement bij voorkeur stabiel wordt gehouden. Het is in ieder geval van belang dat het gehanteerde tariefbeleid geen risico oplevert voor de financierbaarheid van de investeringsopgave (en daarmee de continuïteit van de drinkwatervoorziening) op de lange termijn. Immers, de eigenaren van de drinkwaterbedrijven zijn verantwoordelijk voor de duurzame veiligstelling van de drinkwatervoorziening[16]. Deze publieke taak is de hoofddoelstelling voor de eigenaren van de drinkwaterbedrijven.

De opgedane inzichten geven de ILT aanleiding om bij het beoordelen van de totstandkoming van de drinkwatertarieven meer aandacht te besteden aan verwachte meerjarige ontwikkelingen en mogelijke risico's. Indien nodig gaat de ILT daarover in gesprek met het bestuur van het drinkwaterbedrijf.

- *Dividendbeleid*

Net als het tariefbeleid is ook het dividendbeleid van invloed op de vermogensontwikkeling. In de periode 2014-2019 keerden 3 bedrijven structureel dividend uit: Evides, PWN en Vitens. Vitens keert vanaf 2020 geen dividend uit. In het licht van de investeringsprognoses dient het dividendbeleid geen nadelig effect te hebben op het realiseren van de hoofddoelstelling. De ILT zal hier specifiek aandacht aan besteden.

- *Treasurybeleid*

Uit de ontvangen data valt op te maken dat het treasurybeleid van de drinkwaterbedrijven aanzienlijk verschilt. De ILT constateert dat een aantal bedrijven een leningenportefeuille beheert met een looptijd en rentevast-periode die relatief lang is met als gevolg een grotere gevoeligheid voor ontwikkelingen in de marktrente die hun doorwerking hebben in de tweejaarlijkse vaststelling van de WACC.

- *Afschrijvingsbeleid bedrijfsmiddelen*

De afschrijvingstermijnen die drinkwaterbedrijven hanteren voor de verschillende typen bedrijfsmiddelen (waaronder het leidingnet) zijn van invloed op o.a. de kostprijs, het verloop van het balanstotaal en de solvabiliteit. De bandbreedte van deze verschillende termijnen is beperkt. Een uitzondering daarop zijn de afschrijvingstermijnen voor leidingen. Deze kunnen behoorlijk verschillen. Deels hangt dit samen met de lokale omstandigheden en ondergrond, maar ook met historische keuzes.

- *Resultaten niet-wettelijke activiteiten*

Resultaten en het vermogensbeslag van niet-wettelijke activiteiten kunnen effect hebben op de vermogensontwikkelingen en financiële positie van drinkwaterbedrijven. De vermogenspositie van sommige bedrijven is bijvoorbeeld verzwakt door financiële verliezen door niet-wettelijke activiteiten.

- *Inbreng middelen door de aandeelhouder/eigenaar*

Initieel heeft er een kapitaalinbreng door de aandeelhouders plaatsgevonden. Deze is bij de meeste bedrijven vrij bescheiden (zie bijlage C), zelfs als rekening wordt gehouden met een redelijk rendement jaarlijks op deze oorspronkelijke inbreng. Aandeelhouders kunnen daarnaast nog een inbreng leveren als bijvoorbeeld de financiering van investeringen op basis van alleen cash flow en nieuw aan te trekken

[16] Zie art. 2.1 Dww

vreemd vermogen onzeker is. In de praktijk is dit nog niet veel gebeurd. Bij WMD heeft na het forse verlies op de nevenactiviteiten een impuls vanuit de aandeelhouders plaatsgevonden. Het is soms ook een bespreekpunt in het licht van afwegingen tussen tariefbeleid en investeringen. De eigenaar maakt hierbij zijn verantwoordelijkheid in het licht van de hoofddoelstelling duidelijk. Bij Waternet zorgt de gemeentelijke structuur er voor dat externe financiering is gewaarborgd ondanks sterk afwijkende financiële ratio's bij Waternet. In feite een vorm van 'garantie'.

- *Kosten projecten in buitenland (1% regeling)*

De kosten die worden gemaakt voor projecten ter verbetering van de drinkwatervoorziening in het buitenland hebben ook effect op de vermogensontwikkeling. Deze kosten worden namelijk in mindering gebracht op de totale toegestane vermogenskosten.

- *Effect van keuzes in het verleden*

Drinkwaterbedrijven die in het verleden niet de volledige WACC-ruimte hebben gebruikt (bijvoorbeeld door een lager dan toegestaan tarief te hanteren) kunnen te maken krijgen met een minder gunstige financiële positie.
Ook dividenduitkeringen, buitenlandprojecten of andere activiteiten in het verleden die tot een financieel verlies hebben geleid, kunnen zorgen voor een minder gunstige positie. Met als denkbaar gevolg dat er extra risico's ontstaan voor financiering van de toekomstige investeringsopgave.

2.3 Effect investeringsopgave op financiële ratio's

Bijna alle bedrijven hebben zoals gevraagd een investeringsopgave uitgewerkt waarin de verwachte hoogte van de WACC als maximumgrens is gehanteerd in het tariefbeleid. Eén bedrijf hanteert in de uitwerking een WACC-prognose die iets boven de WACC-norm ligt, deze uitwerking is verwerkt in het onderzoek zoals het ons werd aangeleverd.

2.3.1 Uitwerking financiële ratio's

Aan drinkwaterbedrijven is gevraagd om bij hun investeringsopgave de onderstaande financiële ratio's te berekenen. Dit is bedoeld om inzichtelijk te krijgen hoe deze ratio's uitgaande van een volledige financiering met vreemd vermogen zich verhouden tot de bandbreedte in ratio's die de banken stellen voor het verstrekken van (her)financiering[17].

Financiële ratio's	*Berekening*
Solvabiliteit	eigen vermogen / totaal vermogen
Interest coverage ratio (ICR). De uitwerking lijkt door meenemen afschrijvingscomponent meer op DSCR. De DSCR wordt dus gebruikt als aanduiding.	earnings before interest and tax (EBIT, dit is het bedrijfsresultaat zonder aftrek van afschrijvingen) / (rentelasten en -baten)
Debt ratio	Rentedragende verplichtingen (exclusief achtergestelde leningen)/ earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization
Leverage ratio	Netto operationele kasstroom/ rentedragende schulden
Gearing	(totaal activa – eigen vermogen) /totaal activa
Rendement op eigen vermogen	Financieel resultaat / eigen vermogen (beginstand)
Rendement op vreemd vermogen rentedragend	Rentelast / gemiddelde rentedragende schulden (beginstand + eindstand /2)

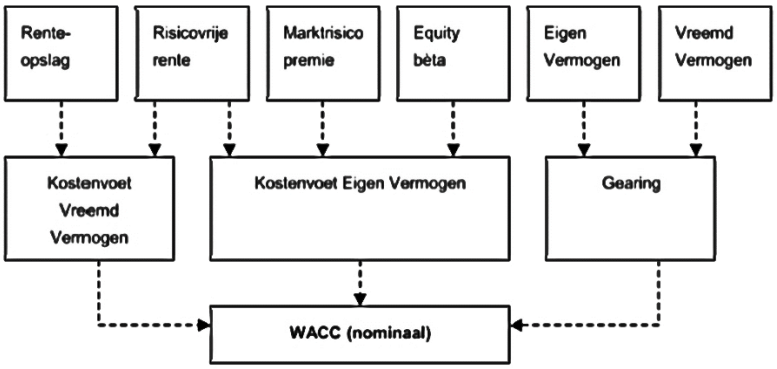
De berekeningswijze laat zien dat het financieel resultaat, het eigen vermogen, de rentedragende schulden en de rentelast steeds belangrijke bouwstenen zijn. Deze begrippen zijn als volgt gerelateerd:

- het eigen vermogen is het totaal van de bezittingen (activa), minus het vreemd vermogen. De omvang van het eigen vermogen neemt toe als het financieel resultaat aan het vermogen wordt toegevoegd;
- het financieel resultaat kan worden beïnvloed door een hogere of lagere opbrengst. Keuzes in tariefbeleid zijn hierbij de belangrijkste draaiknop. De WACC vormt een begrenzing voor de ruimte in het tariefbeleid. Hoge of lage rentelasten beïnvloeden rechtstreeks het resultaat.

2.3.2 Systematiek voor berekening van de WACC

Voor de WACC worden de volgende variabelen gehanteerd waarmee een theoretische inschatting kan worden gemaakt van een ontwikkeling van de gemiddelde vermogenskostenvoet[18]:

[17] In dit onderzoek is voor informatie over grenzen voor financiële ratio's die banken stellen, gebruik gemaakt van informatie die hierover van drinkwaterbedrijven is ontvangen.
[18] Bron: het advies van de ACM over de vaststelling van gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet voor drinkwaterbedrijven voor 2020 en 2021



Figuur 16 Systematisch overzicht opbouw WACC

Wat betreft kosten die drinkwaterbedrijven maken zijn er in de wetgeving geen beperkingen. Alle kosten (inclusief afschrijving) die drinkwaterbedrijven maken voor de drinkwatertaak mogen zij doorberekenen in de tarieven. Met een maximale WACC-norm is destijds door de wetgever beoogd dat drinkwaterbedrijven een redelijk rendement op eigen vermogen kunnen maken en de gebonden klant wordt beschermd tegen te hoge tarieven. Onnodige groei van eigen vermogen wordt zo voorkomen.

De ILT houdt jaarlijks toezicht op de naleving van de toegestane WACC en op de transparantie in kostentoerekening. Dit toezicht wordt uitgevoerd met behulp van advisering door de ACM.

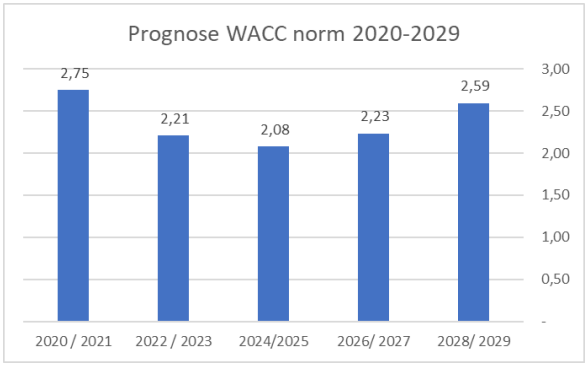
2.3.3 Effecten van verwachte investeringen op financiële ratio's

De meeste bedrijven zullen investeringen voor een belangrijk deel willen realiseren met behulp van externe financiering. Hiervoor zijn zij afhankelijk van het afsluiten van leningen bij banken. Deze stellen voorwaarden, zoals bepaalde grenzen voor financiële ratio's zoals solvabiliteit, DSCR en debt ratio.

In deze paragraaf wordt het effect weergegeven van de toekomstige investeringsopgave op de balansgroei, solvabiliteit en gearing én de eerder beschreven financiële ratio's. De bedrijven hebben hierbij de investeringsopgave rekenkundig volledig uit de cashflow en nieuw aan te trekken leningen (vreemd vermogen) gefinancierd. De prognose van de WACC wordt hierbij als plafond gehanteerd voor het tariefbeleid. Ook het effect op het verloop van het rendement op eigen en vreemd vermogen is geanalyseerd.

3.3.3.1 Prognose WACC

De verwachte ontwikkeling van de WACC (zie onderstaande figuur) is gebaseerd op de huidige systematiek en een afgesproken set macro-economische uitgangspunten (zie bijlage 2).

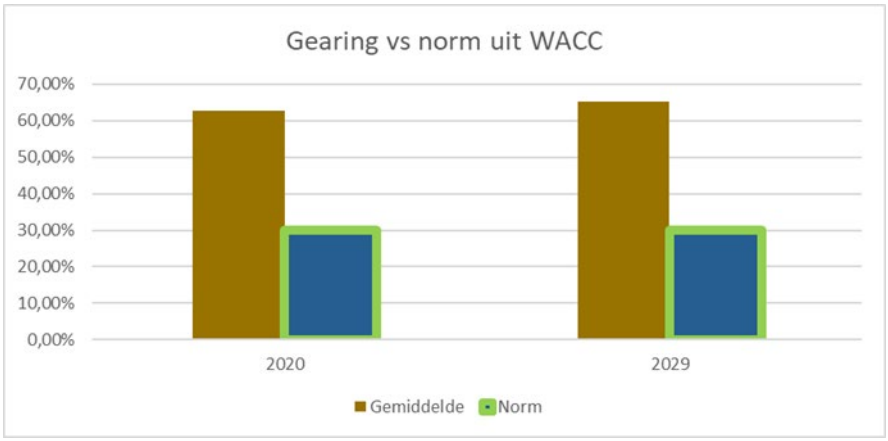


Figuur 17 Prognose WACC-norm 2020-2029

De onderliggende normen in de WACC-systematiek voor gearing, rendement op vreemd vermogen en rendement op eigen vermogen worden later geconfronteerd met de waarden die de bedrijven op deze onderdelen zelf laten zien in de prognose. Indien hieruit grote verschillen naar voren komen, kan dit directe gevolgen hebben voor de financiële positie van de drinkwaterbedrijven in de toekomst, en daarmee op de financierbaarheid van de investeringsopgave.

3.3.3.2 Gearing en solvabiliteit

Onderstaande figuren geven het gemiddelde verloop van de gearing en solvabiliteit weer. Voor de gearing zijn de gemiddelden[19] genomen voor 2020 en 2029. Deze gemiddelden zijn afgezet tegen de norm voor de gearing in de huidige WACC-systematiek (30%). De gemiddelde gearing in 2020 is 62,8%, deze neemt licht toe tot 65,1% in 2029.
De prognose van de gearing ligt dus veel hoger dan de norm die hiervoor wordt gehanteerd in de huidige WACC-systematiek.

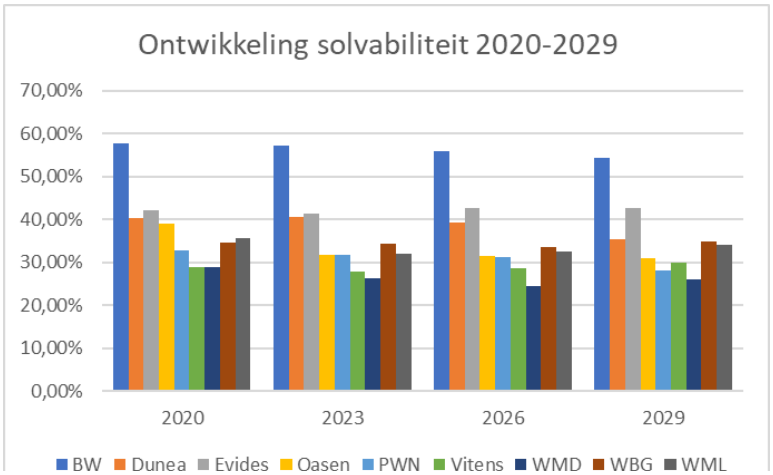


Figuur 18 Verloop gearing drinkwatersector in 2020 en 2029 vs. norm in WACC methodiek

Het verloop van de solvabiliteit is in onderstaande figuur weergegeven. Hierbij zijn 2020, 2023, 2026 en 2029 als ijkpunten gehanteerd. Uit de figuur valt op te maken dat alle bedrijven te maken hebben met een licht dalende solvabiliteit. Het effect van de sterke stijging van het balanstotaal vanwege de investeringsopgave is dus vrij beperkt. Dit betekent dat het eigen vermogen redelijk meestijgt met de groei van het balanstotaal.

[19] rekenkundig gemiddelde

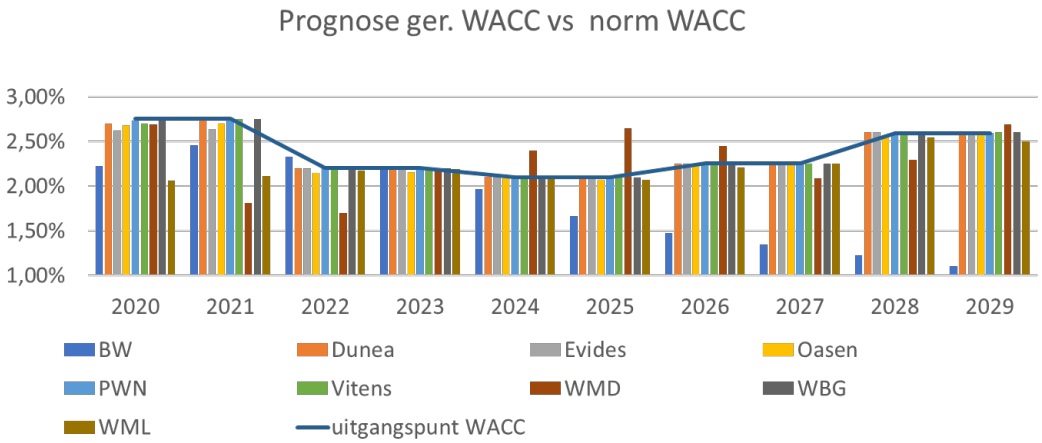
Daarnaast valt op dat een aantal bedrijven op termijn niet aan de interne en/of externe eisen kan voldoen die aan de solvabiliteit worden gesteld uitgaande van de gekozen financieringsvorm (volledige financiering op basis van cashflow en vreemd vermogen) van de investeringen.
WMD en Vitens hebben de laagste gemiddelde solvabiliteit; WMD heeft in 2026 een solvabiliteit van 24,4%, Vitens heeft in 2023 een solvabiliteit van 27,8%.



Figuur 19 Verloop solvabiliteit drinkwaterbedrijven in 2020, 2023, 2026 en 2029 (m.u.v. Waternet)

3.3.3.3 Prognose gerealiseerde vermogenskosten

Een belangrijk uitgangspunt bij de gehanteerde onderzoeksmethode is dat de bedrijven een tariefbeleid hanteren met de WACC als richtsnoer voor het eigen tariefbeleid. Dit is duidelijk terug te zien in het verloop van de gerealiseerde vermogenskosten. De gerealiseerde vermogenskosten benaderen gedurende de



Figuur 20 Prognose gerealiseerde WACC vs. norm WACC in de periode 2020-2029

gehele prognoseperiode de WACC- norm[20]. De meeste bedrijven zijn er dus in geslaagd om het tariefbeleid te optimaliseren naar de geldende WACC- norm.
Voor WMD geldt dat zij in de periode 2021-2022 aanzienlijk onder de norm blijft en in de periode 2024-2026 de WACC juist overschrijdt. Ook WML heeft een langere

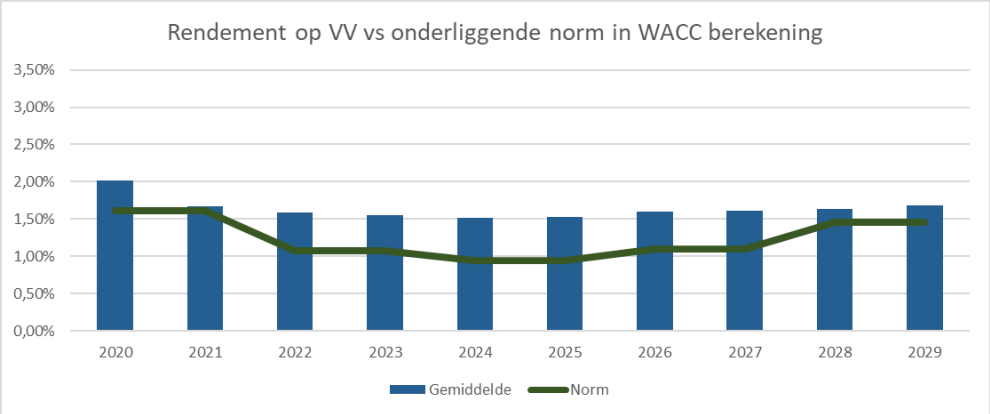
[20] De recent ingediende begroting 2021 in het kader van de jaarlijkse tariefbeoordeling laat overigens meer bedrijven zien die duidelijk onder de wacc grens blijven, zei bijlage E.

aanloopperiode voordat de gerealiseerde vermogenskosten de WACC-norm benaderen.
Brabant Water vormt eveneens een uitzondering. De gerealiseerde vermogenskosten geven een structureel dalende trend weer (van 2,23% in 2020 naar 1,1% in 2029). Dat heeft onder andere te maken met de gunstige financiële uitgangspositie en sterke groei van het balanstotaal.

3.3.3.4 Rendement op vreemd vermogen

Het verloop van het rendement op vreemd vermogen is zichtbaar in onderstaande figuur. De groene lijn geeft het verloop weer van de onderliggende norm voor vreemd vermogen op basis van de WACC-systematiek. In de figuur is te zien dat het gemiddelde jaarlijkse rendement vrijwel over de gehele prognoseperiode hoger is dan de onderliggende norm. De gemiddelde afwijking van de norm is het grootst in de periode 2022-2027.

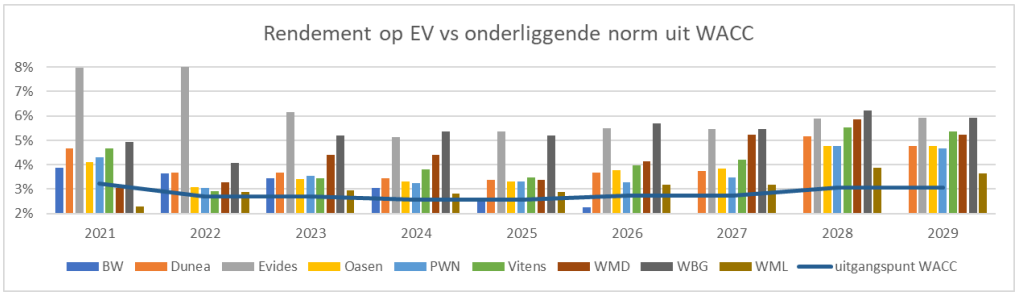
Een aantal factoren maken dat het rendement op vreemd vermogen minder snel kan dalen dan de rente op de kapitaalmarkt en de norm die in de WACC wordt aangehouden voor rendement op vreemd vermogen (zie ook paragraaf 3.2). De gehanteerde periode die in de WACC-systematiek wordt gehanteerd voor de berekening van de norm rendement op vreemd vermogen is hierbij met name van belang. Deze gaat uit van de gemiddelden van benchmark staatsleningen in de afgelopen 2 tot 5 jaar. De leningenportefeuille van de sector kent vaak een langere horizon, mede gezien het karakter van de activa. Hierbij zou overigens een onderscheid gemaakt kunnen worden tussen looptijd lening, aflossingsritme en renteherzieningsmomenten, gegeven de keuze in het reguleringsmodel en het streven het rendement op vreemd vermogen zoveel als mogelijk te laten aansluiten bij de normstelling in de WACC-systematiek.



Figuur 21 Verloop rendement op vreemd vermogen vs onderliggende norm WACC (m.u.v. Waternet)

3.3.3.5 Rendement op eigen vermogen

Het gemiddelde rendement op eigen vermogen is hoger dan de norm die de WACC-systematiek hanteert, zie onderstaande figuur.



Figuur 22 Verloop rendement op EV vs. norm uit WACC methodiek (m.u.v. Waternet)

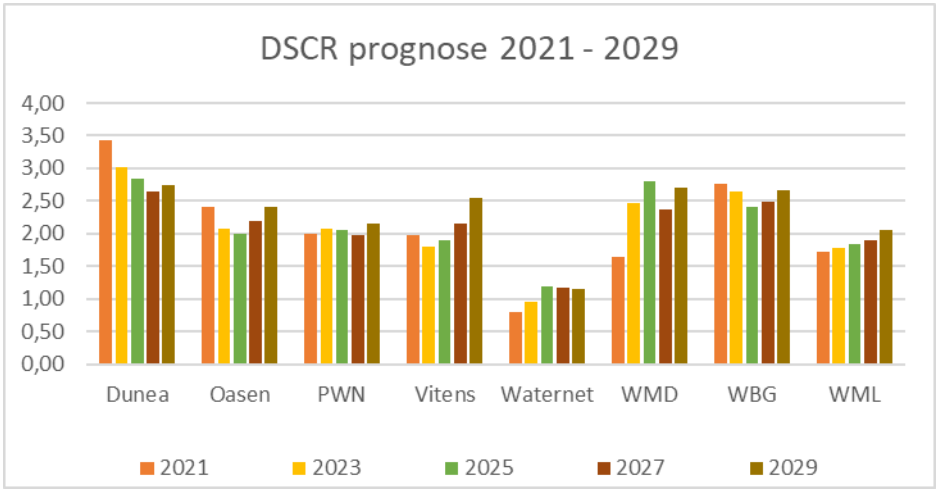
Brabant Water heeft een rendement op eigen vermogen dat vanaf 2024 onder de norm ligt. Het lijkt opvallend dat het merendeel van de bedrijven een hoger rendement op eigen vermogen behaalt dan de norm omdat het rendement op vreemd vermogen gemiddeld ook hoger is dan de norm. Dit komt doordat de gearing ook in de prognose structureel hoger is dan de in de WACC-systematiek gehanteerde norm. Zoals eerder beschreven in paragraaf 3.2 compenseert dit de overschrijding van de rendementsnorm op vreemd vermogen waardoor het rendement op het eigen vermogen toch nog hoger uitkomt dan de norm.

Op basis van de figuur kan worden geconcludeerd dat de huidige WACC-systematiek, ondanks de discrepanties met betrekking tot gearing en rendement op vreemd vermogen, de bedrijven tot en met 2029 een gemiddeld meer dan redelijk rendement op eigen vermogen biedt (hoger dan de norm). Een belangrijke voorwaarde is echter dat de bedrijven, via het tariefbeleid, optimaal gebruikmaken van toegestane vermogenskosten.

3.3.3.6 DSCR

De DSCR-ratio beschrijft de verhouding tussen opbrengsten en lasten (vóór rente en belasting, EBIT) en de totale rentelasten en –baten. De externe eisen aan deze ratio zijn afhankelijk van het type bedrijf en de commerciële banken. Voor de drinkwatersector geldt vaak een minimumeis van 1. Dat komt omdat in de EBIT ook de afschrijvingen zijn opgenomen. Bij een redelijk goed afgestemde leningenportefeuille op de afschrijvingskarakteristiek van de activa geeft dat een redelijke stylering van de aflossingen (welke normaal in het begrip DSCR zijn begrepen).

Onderstaande figuur geeft het verloop van de DSCR weer per 2 jaar. Brabant Water en Evides zijn niet in de figuur opgenomen omdat de DSCR (gegeven de som van de rentelasten en –baten) extreme waarden weergeven. De netto-rentelast is verwaarloosbaar of er is zelfs sprake van een netto-rentebaat.
Vrijwel alle bedrijven presteren ruim boven de minimumeis van 1. Waternet heeft in de periode 2021-2023 een DSCR onder de 1. Waternet heeft echter een afwijkende financiële structuur waardoor dit effect geen direct probleem vormt. Concluderend kan worden gesteld dat de DSCR geen beperkende ratio betekent binnen het financieringsvraagstuk van de investeringsopgave. Hij is feitelijk opvallend hoog. Dit is het gevolg van de cost-plus benadering in deze sector die veel ruimte geeft voor een goede cashflow.

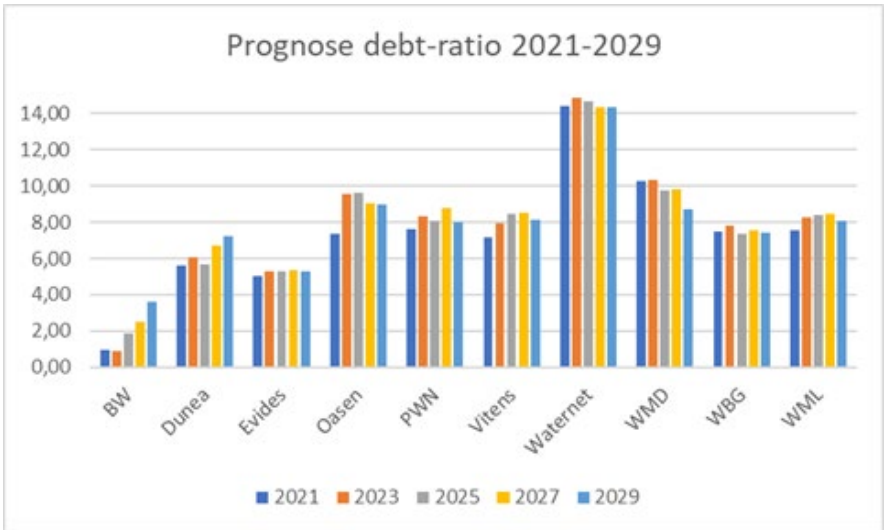


Figuur 23 Prognose DSCR 2021-2019 (exclusief Brabant Water en Evides vanwege outliers)

3.3.3.7 Schuldratio

De debt ratio geeft de verhouding weer tussen de rentedragende verplichtingen (exclusief achtergestelde leningen) en de EBITDA[21]. Diverse commerciële banken gebruiken deze ratio als een belangrijk criterium voor het verstrekken van kapitaal. Meerdere bedrijven hebben dan ook te maken met externe eisen vanwege de debt ratio. Deze variëren tussen een maximum van 7 tot 8. Bij Waternet heeft de hoge debt-ratio geen implicatie omdat Waternet onderdeel van de gemeente Amsterdam is en de financiering met vreemd vermogen op gemeenteniveau wordt aangetrokken.

Onderstaande figuur geeft het verloop weer van de debt ratio voor alle 10 bedrijven (per 2 jaar). Als wordt uitgegaan van een eis van (maximaal) 7,5 dan overschrijden meer dan de helft van de bedrijven deze norm in de prognoseperiode. De debt ratio vormt dus een beperkende factor voor de meerderheid van de drinkwaterbedrijven.

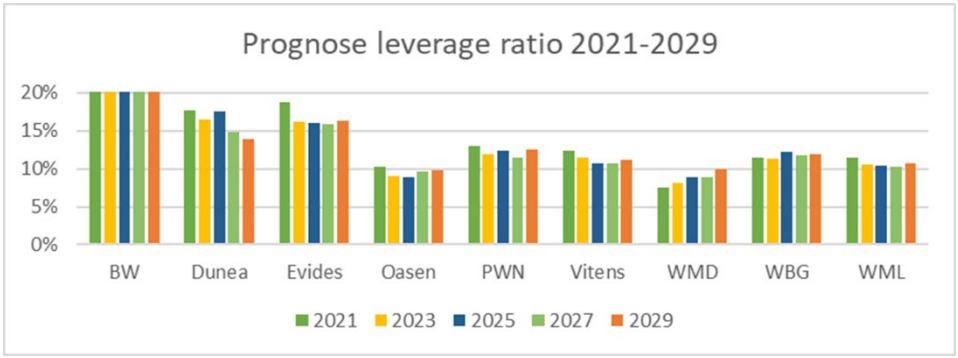


[21] EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Inkomsten voor aftrek van interest, belastingen, afschrijvingen en amortisatie

Figuur 24 Prognose debt ratio 2021-2029

3.3.3.8 Leverage ratio

De leverage ratio geeft de verhouding weer tussen de netto operationele kasstroom en de rentedragende schulden. Een aantal bedrijven dient te voldoen aan externe normen voor deze financiële ratio. Deze norm varieert van 7% tot 7,5% (als ondergrens). Onderstaande figuur geeft het verloop weer van de leverage ratio.



Figuur 25 Prognose leverage ratio 2021-2029 (exclusief Waternet) NB: de y-as is begrensd op 20%

Uit de figuur blijkt dat alle bedrijven voldoen aan de minimumeis die aan de leverage ratio wordt gesteld. Deze ratio vormt daarom geen beperkende factor voor de financierbaarheid van de investeringsopgave.

3.3.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is het effect bepaald van de stijgende investeringsopgave[22] op de balansgroei, solvabiliteit en gearing én de andere financiële ratio's. De prognose van de WACC wordt hierbij als richtsnoer gehanteerd voor het tariefbeleid. Ook het effect op het rendementsverloop van het eigen en vreemd vermogen is geanalyseerd.

Uit het onderzoek blijkt dat de toekomstige investeringsopgave een beperkt effect heeft op de solvabiliteit. Meer dan de helft van de bedrijven overschrijdt in de periode tot en met 2029 de norm (bandbreedte) op 1 of meerdere ratio's. De solvabiliteit, DSCR en de debt ratio zijn hierbij de relevante ratio's. Het is van belang te vermelden dat historische beleidskeuzes, bijvoorbeeld over het tariefbeleid, dividendbeleid, 1% beleid en het rendement op nevenactiviteiten hier mede aan hebben bijgedragen.
Geconcludeerd wordt dat wanneer de huidige WACC-systematiek wordt gehanteerd, én het tariefbeleid hierop wordt afgestemd, de volledige financiering met vreemd vermogen van zowel de investeringsopgave als de herfinanciering van lopende leningen voor meerdere bedrijven niet vanzelfsprekend is.

De gearing en het rendement op vreemd vermogen wijken sterk af van de norm die de WACC-systematiek hiervoor hanteert. Door de sterke afwijking van de gearing is het desondanks paradoxaal genoeg toch mogelijk dat drinkwaterbedrijven in de toekomst een rendement kunnen behalen dat hoger is dan de norm voor het eigen vermogen. De zogenaamde hefboomwerking, de rendementsnorm op eigen vermogen is hoger dan de norm voor vreemd vermogen, maakt dat er vooralsnog voldoende wordt gecompenseerd.

[22] Uitgaande van volledige financiering van de investeringen vanuit de cashflow en vreemd vermogen.

2.4 Gevoeligheidsanalyse bij simulatie verhoging WACC

Een gevoeligheidsanalyse (simulatie) is uitgevoerd met de beschikbare investeringsopgaven. Er hoefden geen nieuwe gegevens te worden uitgevraagd om deze simulatie te kunnen maken. De werkwijze en de resultaten van de gevoeligheidsanalyse zijn tussentijds besproken met Vewin. De gevoeligheidsanalyse speelt in op effecten van een aanstaande aanpassing door het ministerie in de WACC-methodiek (naar verwachting een verhoging van circa 0,4%). Daarnaast geeft de getrapte benadering inzicht in de gevoeligheid van WACC-aanpassingen.

In de analyse is gebruik gemaakt van een inschatting van de verwachte ontwikkeling van de WACC-norm, op basis van huidige macro economische verwachtingen voor de periode 2022-2029 (zie figuur 17). Met deze inschatting wordt in 2024 en 2025 de laagste WACC verwacht: 2,10%, met in de jaren daarna vervolgens een lichte stijging.

In de gevoeligheidsanalyse is de hoogte van de WACC-norm vanaf 2022 voor elk jaar verhoogd met 0,2%, 0,4% en 0,6%, zonder wijziging in de macro-economische uitgangspunten. In deze simulatie is theoretisch verondersteld dat bedrijven de hogere WACC-norm gebruiken om de tarieven verhogen, ten behoeve van een hogere opbrengst. Een hogere opbrengst kan vervolgens leiden tot een hoger resultaat en meer eigen middelen voor financiering en op die manier een vermindering van de (externe) financieringsbehoefte.

De doorrekening van deze uitgangspunten leidt tot een verandering van de uitkomsten van de prognose van financiële ratio's. Het maakt inzichtelijk wat de effecten van de bijstellingen in de WACC zijn. Het basispad liet voor een deel van de bedrijven scores op ratio's zien die niet volledig voldoen aan de eisen die door een aantal van de banken wordt gesteld. De financierbaarheid van de opgave is daarmee, zonder rekening te houden met andere draaiknoppen, niet vanzelfsprekend voor alle bedrijven. De voor dit onderzoek ontvangen informatie over de (meest stringente) normen voor financiële ratio's die banken op dit moment hanteren in hun financieringsvoorwaarden, staan hieronder.

Solvabiliteit	>25% en >30%
DSCR	>1
Debt ratio	<7,5
Leverage	>7%

Figuur 26 Overzicht toegepaste externe eisen aan ratio's

Onderstaand overzicht[23] geeft het beeld weer over het basispad. Met name de debt ratio blijkt bij 5 van de 10 bedrijven knellend in de hele periode (8 jaar) die wordt beschouwd in de investeringsopgaven. Een zichtbare trend hierbij is een verslechtering van de debt ratio in het begin van de prognoseperiode, als gevolg van de sterke groei van de investeringen. Deze verbetert in de loop van de periode, doordat de jaarlijkse stijging van de investeringsomvang afneemt.

Basis				
	Solvabiliteit	ICR	Debt ratio	Leverage
BW				
Dunea				
Evides				
Oasen			8	
PWN	3		8	
Vitens	8		8	
Waternet				
WBG			3	
WMD	8		8	
WML			8	

Legenda	
	5 of meer jaren overschrijding van externe norm
	4 of minder jaren overschrijding van externe norm
	geen overschrijding in gehele periode

Figuur 27 Overzichtstabel met effect op ratio's bij het basis-scenario

Een WACC die 0,4% hoger ligt dan zoals gehanteerd in de doorrekening, levert een duidelijke verbetering op. Nog slechts 2 bedrijven blijven over de hele periode een probleem hebben met de meest stringente norm voor de debt ratio. Wat betreft de solvabiliteit zijn er nog maar 2 bedrijven die niet volledig voldoen, waarvan 1 voor slechts 4 jaar in deze prognose. Trend in de prognose is dat de ratio's verbeteren waardoor in de gevallen dat bedrijven niet alle jaren voldoen, aan het eind van de prognose wordt voldaan aan alle normen.

Plus 0,4				
	Solvabilite	ICR	Debt ratio	Leverage
BW				
Dunea				
Evides				
Oasen			8	
PWN			6	
Vitens	4		4	
Waternet				
WBG				
WMD	8		8	
WML			6	

Figuur 28 Overzichtstabel met het effect op ratio's bij het scenario +0.4%

[23] Scores met betrekking tot solvabiliteit gaan uit van 30% als norm.

De verkleuring zet zich door als nog de laatste stap in de gevoeligheidsanalyse wordt gedemonstreerd. Een 0,6% hogere WACC geeft de volgende uitkomsten: nog slechts 1 bedrijf heeft een ratio die voor de hele periode niet voldoet aan de meest stringente banknormen. Drie bedrijven laten nog voor een langere periode spanning zien met de geformuleerde normen. Aan het eind van de periode zijn ze er allemaal uitgegroeid behalve WMD die nog net boven de norm uitkomt (7,58 voor debt ratio) en Oasen die in laatste periode nog iets daalt waardoor de debt ratio op 7,75 eindigt. Dit laat zien dat een WACC-aanpassing van deze orde van grootte sterk bijdraagt aan het verkleinen van het in het basispad gesignaleerde vrij generieke beeld van spanning met de bancaire normen.

Plus 0,6				
	Solvabilite	ICR	Debt ratio	Leverage
BW				
Dunea				
Evides				
Oasen			7	
PWN			5	
Vitens	3			
Waternet				
WBG				
WMD	7		8	
WML			2	

Figuur 29 Overzichtstabel met effect op ratio's bij het scenario +0,6%

Deze analyse besteedt verder geen aandacht aan oorzaken voor de mindere ratio's bij een aantal bedrijven, die zoals op een andere plaats aangestipt veelal ook samenhangen met de huidige financiële positie als uitdrukking van gevoerd beleid (tarief, dividend, nevenactiviteiten, 1%, treasury en de eerdere inschattingen van de toekomstige investeringen). Daarnaast kan het niveau van de schaalsprong van de investeringen per bedrijf verschillen wat tot gevolg heeft dat het langer kan duren voordat het bedrijf een nieuw evenwicht weet te vinden.

Relatie tussen rendement op eigen vermogen, groei balanstotaal en solvabiliteit
De prognosecijfers en de simulatie leren dat er een sterke relatie bestaat tussen het rendement op eigen vermogen, de groei van het balanstotaal en de solvabiliteit. Het rendement op eigen vermogen is afhankelijk van de onderdelen in de WACC-systematiek, maar met name ook van het tariefbeleid, het treasurybeleid en de resultaten op nevenactiviteiten. In de simulatie is verondersteld dat de verhoging van de WACC wordt verwerkt in het tarief. De cijfers van de afzonderlijke bedrijven laten zien dat het rendement op eigen vermogen binnen redelijk vergelijkbare bandbreedtes uitkomt als alle bedrijven het tariefbeleid optimaliseren. Verschillen in vermogensverhoudingen en rendement op vreemd vermogen verklaren deze bandbreedte.

Onderstaand is aan de hand van een gestyleerd voorbeeld zichtbaar gemaakt hoe uitgaande van gemiddelde rendementen op eigen vermogen bij de simulatie met 0,6% en met 0,4% extra WACC, de relatie tussen deze drie elementen zich ontwikkelt. Hierbij is verondersteld dat na de schaalsprong, de investeringen structureel op dit hogere niveau blijven met een wat rustiger groeipad.

De simulatie laat zien dat als de groei van het balanstotaal gelijk is aan de groeivoet van het eigen vermogen de solvabiliteit gelijk blijft. Vanaf jaar 10 is de groeivoet van het balanstotaal op 1,5% gesteld, uitgaande van het dan bereikte niveau van de investeringen. Dus deze blijven hoog. Het effect van verschillende groeivoeten komt in jaar 10 helder in beeld. De solvabiliteit neemt in 1 jaar toe met 1,0%. In de periode daarna zet deze trend zich sterk door. De solvabiliteit is in jaar 20 zeer robuust.

Simulatie 0,4% extra wacc						
jaar	0	1	5	10	15	20
groei eigen vermogen als gevolg van ruimte wacc		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
groei balanstotaal		5,00%	5,00%	1,50%	1,50%	1,50%
eigen vermogen	28,0	29,4	35,7	45,6	58,2	74,3
balanstotaal	100,0	105,0	127,6	157,5	169,6	182,7
solvabiliteit	28,0%	28,0%	28,0%	29,0%	34,3%	40,7%

Figuur 30 Resultaten simulatie 0,4% extra WACC

De simulatie met een 0,6% hogere WACC laat zien dat de cijfers gevoelig zijn voor 0,2% meer rendement. Door verschil in groeivoet verbetert de solvabiliteit in de hele periode. De eerste 9 jaar vrij bescheiden, maar vanaf jaar 10 met een versnelling. De solvabiliteit in jaar 20 is meer dan goed.

Simulatie 0,6% extra wacc						
jaar	0	1	5	10	15	20
groei eigen vermogen als gevolg van ruimte wacc		5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
groei balanstotaal		5,00%	5,00%	1,50%	1,50%	1,50%
eigen vermogen	28,0	29,5	36,6	47,8	62,5	81,7
balanstotaal	100,0	105,0	127,6	157,5	169,6	182,7
solvabiliteit	28,0%	28,1%	28,7%	30,4%	36,9%	44,7%

Figuur 31 Resultaten simulatie 0,6% extra WACC

Deze wat langere tijdshorizon leert dat de schaalsprong in de eerste periode niet veel ruimte geeft voor verbetering van de solvabiliteit. Dus als deze relatief al niet zo goed is, kan dit -uitgaande van de meest stringente eisen van banken- het volledig met vreemd vermogen financieren problematisch maken. Naast solvabiliteit is dan met name de debt ratio in beeld. Eerdere analyses in het rapport hebben duidelijk gemaakt dat er een duidelijke relatie bestaat tussen solvabiliteit en de debt ratio. Indien de solvabiliteit boven de 30% begint te komen dan daalt de debt ratio onder de 7,5. Bij verdere stijging van de solvabiliteit daalt de debt ratio vrij snel verder tot onder de 7. De langere horizon maakt duidelijk dat de sector (naast het wegnemen van knelpunten in de WACC-systematiek) als gevolg van de schaalsprong moet groeien naar een nieuw evenwicht. Bij enkele bedrijven is er mogelijk sprake van een overbruggingsvraagstuk, ervan uitgaande dat de in dit rapport geformuleerde knelpunten in de WACC-systematiek worden opgelost. Een gerichte middeleninzet van de eigenaren kan bijdragen aan de oplossing van dit vraagstuk, terwijl deze inzet op termijn weer afgebouwd kan worden vanwege het rendement op eigen vermogen.

3 Beantwoording hoofdvragen

Dit hoofdstuk geeft antwoord op de vooraf gestelde hoofdvragen gebruikmakend van de analyseresultaten uit het vorige hoofdstuk. Vervolgens worden op basis van de onderzoeksresultaten en de reflectie hierop in hoofdstuk 5 de conclusies beschreven.

Beantwoording hoofdvragen

1. **Wat is de toekomstige investeringsopgave van de drinkwaterbedrijven en hoe verhoudt deze opgave zicht tot het verleden?**

De totale gemiddelde investeringen in 2029 zijn circa 60% hoger dan in de periode 2017-2019[24]. In de periode 2017-2019 investeerde een drinkwaterbedrijf jaarlijks circa € 51 miljoen. In de periode 2020 – 2029 ligt het gemiddelde jaarlijkse bedrag aanzienlijk hoger, namelijk tussen de € 66 miljoen en € 77 miljoen (in reële prijzen). Tussen de bedrijven onderling zijn duidelijke verschillen zichtbaar. Dunea, Vitens en Oasen hebben een relatief sterke toename van de investeringsopgave. Bij Brabant Water en Evides is daarentegen een meer dalende trend zichtbaar.

De sterke stijging van de totale investeringsopgave vertaalt zich in een sterke stijging van het gemiddelde balanstotaal van de drinkwatersector. In 10 jaar tijd groeit deze met ongeveer 50%; van 7,4 miljard. 2020 naar 11 miljard. in 2029.

Als aanleiding voor de sterke toename van de investeringsopgave zijn onder andere genoemd; uitbreiding van de leveringscapaciteit en verbetering van de drinkwaterkwaliteit, renovatie van bedrijfsmiddelen (waaronder het leidingnet) en programma's voor innovatie en kwaliteitsverbetering. Oorzaken hiervoor zijn onder andere droogte/klimaatverandering, maatschappelijke ontwikkelingen, veroudering bedrijfsmiddelen, verslechtering kwaliteit van de drinkwaterbronnen en toename van het aantal nieuwbouwwoningen in delen van het land. De drinkwaterbedrijven geven aan dat de inschatting van de noodzakelijke investeringen in de laatste drie jaar duidelijk groter is geworden.

2. **Hoe hebben de drinkwaterbedrijven in de afgelopen jaren gepresteerd ten opzichte van de toen geldende WACC-norm?**

In de periode 2014 tot en met 2019 hebben de bedrijven structureel onder de WACC-norm geopereerd. Het verschil tussen de norm en de gerealiseerde WACC varieert per jaar en is gemiddeld over deze periode 0,34%. In 2017 was het verschil het kleinst met 0,08%, in 2019 het grootst met 0,73%.
Een aantal bedrijven hanteert een financieel beleid dat is toegespitst op de geldende WACC-norm, zoals Evides en Vitens. Bij het merendeel van de bedrijven fluctueert de gerealiseerde WACC sterk in verhouding tot de geldende norm.

In de periode 2014-2019 is de gemiddelde solvabiliteit van de sector gestegen van 35% in 2014 naar 42% in 2019. Geconstateerd wordt dat de gemiddelde gearing

[24] NB: de analyses in dit rapport zijn gebaseerd op de investeringsprognoses die door de drinkwaterbedrijven zijn aangeleverd aan de ILT

van de drinkwaterwaterbedrijven sterk afwijkt van de norm in de huidige WACC-systematiek.

Verder is in dezelfde periode een dalende trend zichtbaar van het gemiddelde rendement op vreemd en eigen vermogen. Deze trend dient in het licht van de ontwikkeling van de rente in de kapitaalmarkt te worden gezien. Het gerealiseerde rendement op het eigen vermogen is in de genoemde periode lager dan het theoretische maximum. Dit komt met name omdat de WACC-ruimte niet volledig is gebruikt. Desondanks kwam het gerealiseerde rendement op eigen vermogen toch hoger uit dan de norm hiervoor in de WACC.

Belangrijke sturingsmogelijkheden vermogenspositie
De financiële uitgangspositie van de drinkwatersector is goed, maar kent een behoorlijke spreiding. Deze positie is de resultante van zowel externe factoren (bijvoorbeeld kapitaalmarktrente) als interne factoren (beleid bedrijf). Onderstaand de factoren die de grootste impact hebben op de huidige en toekomstige financiële positie

- *Tariefbeleid*

Het tariefbeleid heeft een direct effect op de vermogensontwikkeling van de drinkwaterbedrijven. De sector hanteert gemiddeld genomen weinig fluctuerende tarieven in de periode 2014-2019. De meeste bedrijven gebruiken de geldende WACC-norm niet als richtsnoer, ondanks de toenemende investeringsopgave en de noodzaak om deze opgave in de toekomst te kunnen financieren.
De ILT zal hier bij het beoordelen van de totstandkoming van de drinkwatertarieven meer aandacht aan besteden en, indien nodig, ook het gesprek over aangaan met het bestuur van het drinkwaterbedrijf.

- *Dividendbeleid*

In de periode 2014-2019 keerden 3 bedrijven structureel dividend uit: Evides, PWN en Vitens. Vitens keert sinds 2020 geen dividend meer uit. Uitkering van dividend in het verleden is medebepalend voor de huidige financiële positie. In het licht van de investeringsprognose dient het dividendbeleid geen nadelig effect te hebben op de financiering van deze opgave. De ILT zal hier specifiek aandacht aan besteden. Zie ook de conclusies in het volgende hoofdstuk.

- *Treasurybeleid*

Op basis van de ontvangen data valt op te maken dat het treasurybeleid van de drinkwaterbedrijven aanzienlijk verschilt. De ILT constateert dat een aantal bedrijven een leningenportefeuille beheert met een looptijd en rente die soms onvoldoende meebeweegt met de marktdynamiek. Dit komt mede doordat het rendement op vreemd vermogen structureel hoger ligt dan de norm uit de bestaande WACC-systematiek.

- *Resultaten niet-wettelijke activiteiten*

Resultaten van niet-wettelijke activiteiten kunnen effect hebben op de vermogensontwikkelingen en financiële positie van drinkwaterbedrijven. De huidige positie van WMD is bijvoorbeeld een directe resultante van financiële verliezen uit niet-wettelijke activiteiten.

- *Inbreng middelen door de aandeelhouder*

Het door de (publieke) eigenaar zorgdragen voor de continuïteit van de drinkwatervoorziening brengt met zich mee dat noodzakelijke investeringen ook uitgevoerd moeten worden. Als de financiële positie onvoldoende is (of wordt) om deze investeringen volledig met vreemd vermogen te financieren kan de

aandeelhouder, vanuit zijn verantwoordelijkheid, middelen (achtergestelde leningen, kapitaalinbreng en 'garantie') inbrengen in het bedrijf.

Concluderend kan wordt gesteld dat de WACC in de afgelopen 6 jaar voor de meeste bedrijven geen belemmering heeft gevormd. De ruimte die de WACC heeft geboden is niet door alle bedrijven optimaal benut. Voor een aantal bedrijven geldt dat het tarief-, treasury en/of dividendbeleid geoptimaliseerd hadden kunnen worden in relatie tot de werking van de WACC en met meer oog voor de toekomstige investeringsopgave. De WACC heeft hierbij ruimte gegeven voor een redelijk rendement op eigen vermogen, waarmee de belangrijkste doelstelling van de WACC ook is gerealiseerd.

3. Wat is de relatie tussen de WACC en de toekomstige investeringsruimte?

In algemene zin kan worden aangegeven dat de WACC ook in de prognoseperiode (2020-2029) een redelijk rendement op eigen vermogen mogelijk maakt. Bij een stabiele en beperkte groei van het balanstotaal kan de solvabiliteit jaarlijks verbeteren. Dat draagt bij aan het vreemd kunnen financieren van het deel van de investeringen dat niet met eigen middelen (cashflow) kan worden gefinancierd.
De investeringsopgave tot en met 2029 laat echter een sterke groei zien; er is sprake van een schaalsprong (sterke groei balanstotaal). Een schaalsprong bij bedrijven (niet specifiek drinkwaterbedrijven) alleen vanuit vreemd vermogen financieren is niet vanzelfsprekend, zelfs als er sprake is van een redelijk rendement op eigen vermogen. Immers, als de balansgroei in een bepaalde periode even snel groeit als het eigen vermogen dan verbetert de solvabiliteit niet.
De financiële uitgangspositie (en het gevoerde beleid waar dit de resultante van is) voorafgaand aan de schaalsprong bepaalt dan sterk of deze overbruggingsperiode naar een nieuw en structureel hoger gelegen niveau alleen met vreemd vermogen kan worden gefinancierd. Zeker in een kapitaalmarkt waarbij aanbieders van vreemd vermogen strengere voorwaarden zijn gaan stellen. Een dalende WACC kan hierbij dan een extra belemmering zijn. Dit is overigens ook sterk afhankelijk van de rente bij her- en uitbreidingsfinanciering. De vraag is of deze rente aansluit bij de normen in de WACC voor vreemd vermogen.
Het tarief-, treasury- en dividendbeleid[25] van de bedrijven kan eveneens belemmerend werken indien dit beleid onvoldoende gericht is (geweest) op de toekomstige investeringsopgave.

Uit dit onderzoek komt naar voren dat wanneer de huidige WACC-systematiek wordt gehanteerd, de financierbaarheid met alleen vreemd vermogen van de investeringsopgave niet voor alle bedrijven vanzelfsprekend is. Meer dan de helft van de bedrijven overschrijdt in de periode tot en met 2029 een of meerdere ratio's[26], in meerdere jaren. De solvabiliteit, DSCR en de debt ratio zijn hierbij leidend.

Verder wordt geconstateerd dat:

- het rendement op het rentedragende deel van het vreemd vermogen niet aansluit aan bij de huidige WACC-methodiek. Dit komt o.a. door de gehanteerde horizon bij de berekening van de rentestand en de spread;

[25] Hiernaast kunnen strikt genomen ook nog het beleid en de resultaten ten aanzien van nevenactiviteiten worden genoemd evenals de zogenaamde 1% regeling ten behoeve van buitenlandprojecten, dat ten laste van het te behalen rendement gaat.
[26] Dit betreffen eisen aan bepaalde ratio's die door de verstrekkers van vreemd vermogen worden gehanteerd

- de gearing sterk afwijkt van de norm uit de WACC (65% vs. 30%);
- desondanks het rendement op het eigen vermogen structureel hoger ligt dan de norm uit de WACC-methodiek. Doordat de norm voor gearing sterkt afwijkt van de praktijk veroorzaakt de hefboomwerking een positief effect. Het doel van WACC om een redelijk rendement op eigen vermogen mogelijk te maken, blijkt dus in de prognoseperiode ook te kunnen worden gerealiseerd. Het wegwerken van de eerder genoemde knelpunten in de werking van de WACC rechtvaardigt een bijstelling met minimaal 0,6% (op basis van de huidige voorgestelde wetswijziging is reeds 0,4% voorzien). Naast de technische aspecten die reden geven voor deze bijstelling kan een wat ruimere marge ook ruimte geven om bij de straks optredende bijstellingen in de WACC om de 3 jaar, tariefffluctuaties wat makkelijker te kunnen opvangen. Een stijging van de WACC met 0,4% dan wel 0,6% heeft een positief effect op het volledig met vreemd vermogen financieren van de investeringsopgave. Er blijven echter bedrijven waar financiering met alleen vreemd vermogen niet zonder meer te realiseren valt.

De eerder aangeduide schaalsprong leidt ertoe dat bezien moet worden hoe er voor enkele bedrijven een overbrugging kan worden gevonden tot het moment dat er weer een stabilisatie van financiële ratio's optreedt. De doorvoering van de voorgestelde wijzigingen in de Drinkwaterwet, –besluit en –regeling zullen hierbij ondersteunen. Naar verwachting leiden deze tot een structurele verhoging van de WACC. Deze beperkte stijging van de WACC kan helpen om het effect van de sterke groei van de investeringen op de financiële ratio's in de prognoseperiode te dempen. Een iets sterkere aanpassing zou overigens meer passend zijn. Gegeven het huidige reguleringskader dient de WACC een redelijke rendement op eigen vermogen mogelijk te maken. De WACC kent in het wettelijk kader geen parameters die het volledig met vreemd vermogen financieren van de schaalsprong of de sterke balansgroei moeten faciliteren. Dit betekent dat de gebonden klant via het drinkwatertarief hiervoor niet aan de lat staat.

Een structurele stijging van de WACC, bij enkele bedrijven eventueel in combinatie met een (tijdelijke) financiële injectie door de aandeelhouders (in de vorm van een lening, kapitaalstorting of 'garantie') kan afdoende zijn als overbrugging, tot de financiële ratio's weer gaan verbeteren (als gevolg van de snellere groei van het eigen vermogen dan het balanstotaal). Na de ingroei in het hogere structurele investeringsniveau ontstaat er mogelijk ruimte om de eventuele faciliteit van de aandeelhouder weer af te gaan bouwen.

Los van de aanpassing van enkele uitgangspunten in de WACC-methodiek is er op dit moment geen reden om de WACC-systematiek zelf ter discussie te stellen. Tenzij uitgangspunten in het reguleringskader (verantwoordelijkheid eigenaar/publieke aandeelhouder) niet werken of ter discussie staan. De doelstelling van de WACC, die mede is ingegeven om de gebonden klant te beschermen, blijkt zowel in de realisatie als de prognose waargemaakt te kunnen worden: een redelijk rendement op eigen vermogen.

Samengevat zijn er 2 systeemproblemen:

1. de WACC-systematiek kent een aantal uitgangspunten dat aangepast dienen te worden. De aanpassing zou tot een substantiële bijstelling van de WACC moeten leiden zoals eerder is uiteengezet.
2. de schaalsprong die voortvloeit uit de investeringsplannen behoeft bij enkele bedrijven een overbrugging tot het moment dat de ingroei naar het hogere structurele niveau heeft plaatsgevonden. De WACC-systematiek waarborgt dat op deze inbreng ook een redelijk rendement kan worden gemaakt. Zo mogelijk kan deze extra inbreng weer worden afgebouwd in de fase dat er

na de schaalsprong een evenwichtiger groeipad gaat ontstaan. Deze inbreng is bij enkele bedrijven naar verwachting noodzakelijk als bijdrage aan de financiering van de investeringsopgave. In omvang gaat het slechts om een beperkt deel van de investeringsopgave die op deze wijze moet worden gefinancierd. Deze inbreng moet met name bijdragen aan het tot stand komen van ratio's die zorgen voor blijvende toegang tot de kapitaalmarkt. Mocht deze inbreng niet tot stand komen dan is bij enkele bedrijven de realisatie van de investeringsopgave in het voorgenomen tempo onzeker en kan dit gevolgen hebben voor de continuïteit van de drinkwatervoorziening op middellange termijn.

4 Conclusies

1 Aanpassing uitgangspunten WACC-systematiek
De ILT constateert dat de normen die worden gehanteerd voor vreemd en eigen vermogen in de bestaande WACC-methodiek niet in lijn liggen met de waarden uit de prognose. Dit geldt ook voor de gearing.

De ILT concludeert dat de (de bepaling van) een aantal uitgangspunten in de huidige methodiek aangepast dienen te worden waardoor deze normen meer in harmonie komen met de actuele waarden voor het rendement op vreemd vermogen en de gearing.

De door IenW voorgestelde wijzigingen in het drinkwaterbesluit en de drinkwaterregeling ten aanzien van de WACC-methodiek zullen naar verwachtingen al voor een betere aansluiting zorgen. Deze wijzigingen zijn:

- het splitsen van de risicovrije rente in een risico vrije rente voor eigen vermogen en een risico vrije rente voor vreemd vermogen; het aanpassen van de beschouwingsperiode en het schrappen van het uitgangspunt dat de renteopslag wordt gebaseerd op een index.

Ook de voorgestelde aanpassing in de Drinkwaterwet van de periode waarvoor de WACC wordt vastgesteld, van 2 naar 3 jaar zal gegeven de huidige prognose van het renteverloop naar verwachting positief uitpakken voor de hoogte van de WACC en structureel bijdragen aan meer (tarief)stabiliteit.

Naast de voorstellen in de wetswijziging constateert de ILT dat ook de norm voor de gearing heroverweging verdient. Deze kan namelijk meer in lijn worden gebracht met de werkelijke gearing van de sector.
Voor een eventuele aanpassing van de gearing geldt wel dat de wijzigingen in de onderliggende variabelen en uitgangspunten (o.a. asset bèta en het hanteren relevante peer groups) in harmonie moeten blijven met de samenhang en doelstelling van de WACC. In algemene zin speelt daarnaast dat de veranderingen op de kapitaalmarkt en de fluctuaties die in de periodieke WACC-bepaling kunnen optreden het ook wenselijk maken wat meer marge in de WACC in te bouwen zonder dat de doelen van de WACC uit het zicht verdwijnen. Bedoelde knelpunten rechtvaardigen een verhoging van de WACC met 0,6%.

De schommelingen tussen begroting en realisatie van vermogenskosten rechtvaardigen een toets op de WACC-norm die zich over meerdere jaren uitspreidt. Dit biedt bedrijven een betere kans om op basis van realisatiecijfers gemiddeld dichter tegen de WACC-norm uit te kunnen komen. Een voortschrijdend 3 jaars-gemiddelde zou dan bepalend kunnen zijn of in de begroting t+2 een eventuele compensatie van de vermogenskosten moet worden opgenomen. Het doel van de WACC-systematiek blijft hiermede onveranderd.

Overweeg korte termijn oplossing
Als aanpassing van de WACC-methodiek meer tijd vergt, dan is het voor de korte termijn van belang dat er duidelijkheid komt voor de WACC in de jaren 2022 en 2023. Het bevriezen van het huidige WACC percentage (2,75%) heeft als effect dat het percentage met ongeveer 0,6% stijgt. Immers in het rapport is een schatting

voor deze jaren gemaakt van de WACC van 2,21% uitgaande van de huidige methodiek.
De drinkwaterbedrijven krijgen hierdoor meer ruimte om de investeringsopgave te kunnen realiseren.

2 Nadere specificering verantwoordelijkheden aandeelhouder

De rol en verantwoordelijkheid van de eigenaar (publieke aandeelhouder) van een drinkwaterbedrijf met een publieke taak en de bredere belangen die de eigenaar als openbaar bestuursorgaan heeft, kan in bepaalde situaties tot spanning leiden, bijvoorbeeld bij de vaststelling van de drinkwatertarieven. Het is in dit verband van belang om de rol en verantwoordelijkheid van de eigenaar meer te verduidelijken. De verduidelijking van de rol en de verantwoordelijkheid van de eigenaar (aandeelhouder) versterkt ook het toezicht op hun verantwoordelijkheden.

Dit ziet toe op de volgende punten:

- de eigenaar van een drinkwaterbedrijf met een publieke taak maakt, binnen het spectrum van belangen die zij dient, een gedegen afweging waarbij het drinkwaterbelang (de publieke taak) leidend dient te zijn. Bewustwording van rol en verantwoordelijkheid is hierbij van belang, IenW kan hierbij een belangrijke rol hebben door de dialoog hierover te starten;
- de eigenaar is ervoor verantwoordelijk dat de beslissingen die zij neemt voor de bestuurder en RvC ruimte laten om de wettelijke taak goed te kunnen uitvoeren. De continuïteit van de drinkwatervoorziening dient centraal te staan. Als de continuïteit van de drinkwatervoorziening dit noodzakelijk maakt (bijvoorbeeld overbrugging schaalsprong bij investeringen) zijn de eigenaren als aandeelhouders gehouden middelen (achtergestelde leningen, inbreng kapitaal, 'garanties') in te brengen in de onderneming. De omvang van deze inbreng (gericht op het toegang tot de kapitaalmarkt houden) zal indien nodig, slechts betrekking hebben op het financieren van een klein deel van de opgave. Verliezen op niet wettelijke activiteiten behoeven compensatie als hierdoor de continuïteit van de drinkwatervoorziening in het geding raakt (bijvoorbeeld door middel van een achtergestelde lening). Indien eigenaren niet zouden zijn aan te spreken op hun verantwoordelijkheid bestaat er een risico dat de investeringsopgave niet gerealiseerd kan worden in het tempo dat de bedrijven nastreven.
- de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder voor deze publieke taak komt hiermee in balans omdat het stelsel met WACC (inclusief de aangestipte punten voor bijstelling) een redelijke grote zekerheid geeft dat het mogelijk is om een rendement op eigen vermogen te maken dat passend is bij het risicoprofiel van het bedrijf en de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder.

Deze drie kernpunten vormen een belangrijke basis voor het huidige reguleringsmodel.

Een keuze voor een model waarbij de methodiek voor de bepaling van de tarieven het mogelijk maakt, dat alle investeringen altijd met vreemd vermogen moeten kunnen worden gefinancierd, leidt tot een onbalans in het stelsel. De grondslag voor een redelijk rendement op het ingebracht kapitaal en de ruimte voor een dividenduitkering krijgen dan een heel andere context. De gebonden klant wordt dan als het ware de eigenlijke risicodrager in het stelsel. De eigenaar heeft veelal slechts zeer beperkt kapitaal ingebracht[27], heeft daarnaast bij enkele bedrijven ook

[27] zie bijlage C

nog dividend ontvangen en zou niet verplicht zijn om in de toekomst nog enige inbreng te leveren.

Zelfs bij een keuze voor het opstarten van nevenactiviteiten met een redelijk rendement, kan vanwege het effect op de balansratio's de gebonden klant dan gehouden zijn een hoger tarief te gaan betalen (via de rendementsopslag naast de opgenomen kosten in het tarief). Bij verliezen op nevenactiviteiten kan de doorwerking nog veel groter zijn. Hetzelfde geldt voor de effecten van het gevoerde beleid in het verleden (bijvoorbeeld lage tarieven, dividenduitkeringen, projecten in het buitenland: 1% regeling, verliezen op nevenactiviteiten terwijl er een forse investeringsopgave is). Deze kunnen een directe, niet gemaximeerde, doorwerking in de tarieven krijgen. De balans tussen risico en rendement zou hierdoor volledig doorsneden raken.

Bij een dergelijk model horen andere kaders voor keuzes met betrekking tot bovengenoemde zaken. Elk model behoeft een evenwicht in checks and balances.

3 Aanvulling kaders voor financiële positie
De ILT concludeert dat een aanvulling op het huidige financiële kader in de Drinkwaterwet met een aantal minimale vereisten voor de financiële positie wenselijk is. De sector zou hierbij zelf een rol kunnen vervullen. Hierbij kan worden gedacht aan grenswaarden voor de solvabiliteit, de DSCR en de debt-ratio. Aanvullend kunnen de kaders die relevant zijn bij keuzes rondom de uitkering van dividend worden verduidelijkt.

De huidige bovengrens voor solvabiliteit heeft in het huidige reguleringsmodel een beperkte betekenis. De tarieven kennen een begrenzing via de WACC-systematiek. Als ondanks deze begrenzing de solvabiliteit oploopt is dat geen probleem. Daarbij geldt dat, doordat dividenduitkeringen mogelijk zijn, de grens slechts een symbolische betekenis heeft. In plaats van een bovengrens zou een ondergrens kunnen worden gehanteerd. Deze past beter bij de keuze om het rendement te maximeren en de verantwoordelijkheid bij de eigenaren te leggen voor de continuïteit van de drinkwatervoorziening op middel- en lange termijn. Het is overigens goed denkbaar dat de sector zelf deze rol op zich neemt.
Dit kader geeft de drinkwaterbedrijven, RvC en aandeelhouders een duidelijke richtlijn voor het (financieel) beleid en het interne toezicht daarop. Essentieel hierbij is dat WACC zekerheid biedt op een redelijk rendement op eigen vermogen. Daarnaast biedt het de bedrijven mogelijk een betere uitgangspositie richting verstrekkers van vreemd vermogen. Dergelijke minimumeisen kunnen leiden tot meer zekerheid en vertrouwen bij de verstrekkers van vreemd vermogen.
Het verdient aanbeveling deze grenzen voor de meest relevante ratio's te gaan hanteren (solvabiliteit, DSCR en Debt-ratio).

Aanvullend zou een verduidelijking voor het kader rondom dividend-uitkeringen kunnen worden opgesteld. Uitkering van dividend is toegestaan maar dit laat onverlet de verantwoordelijkheid van de eigenaar van de drinkwaterbedrijven voor de duurzame veiligstelling van de drinkwatervoorziening.

4 Dialoog met verstrekkers vreemd vermogen
De ILT concludeert dat het van belang is om met de verstrekkers van vreemd vermogen in gesprek te gaan en deze te informeren over de drinkwatersector (het type organisatie, wijze van regulering waaronder de rol van de eigenaar, risico's en het bespreken van de uitdagingen waarvoor zij gesteld staan). Deze instellingen krijgen hierdoor meer inzicht en daardoor mogelijk meer begrip voor de drinkwatersector. Dit betekent dat het ministerie van IenW (en/of de ILT) een

structurele relatie zal moeten opbouwen en onderhouden met verstrekkers van vreemd vermogen.
Deze rapportage, met daarin de analyse van de ratio's solvabiliteit, debt en DSCR in relatie tot tarieven (WACC) en investeringen, biedt een goede aanleiding voor de start van de bedoelde dialoog.

Bijlage A Gevraagde uitwerking en te beantwoorden vragen door drinkwaterbedrijven

Aan drinkwaterbedrijven is gevraagd om van de investeringsopgave de omvang van de volgende posten weer te geven. Het gaat om de periode realisatie 2014 t/m 2019 en prognose 2020 t/m 2029.

- EBIT
- EBITDA
- Netto resultaat
- WACC gerealiseerd(%)
- Eigen Vermogen
- Dividend (uitgekeerd)
- Rentedragende schulden (totaal)
- Achtergestelde geldleningen

- Bruto investeringen
- Netto investeringen

- Totaal activa
- Netto operationele kasstroom
- Rentelasten- en baten
- Rentelasten (separaat)

- Operationele kosten
- Omzet water (variabel + vastrecht)
- Opbrengsten
- Belastingen
- Afschrijvingen

Daarbij is gevraagd om de volgende financiële ratio's te berekenen:

- Solvabiliteit
- ICR (incl. dividend)
- ICR (ex. dividend)

- Debt ratio
- Leverage ratio
- Gearing

- Rendement op eigen vermogen
- Rendement op vreemd vermogen rentedragend
- Prognose gerealiseerde WACC

De volgende vragen zijn voorgelegd:

- Zijn uniforme macro-economische cijfers gehanteerd?
- Welke uitgangspunten worden gehanteerd voor:
    - Totaal volume drinkwater in m3
    - Verwachte omvang dividenduitkering
    - Tariefbeleid
- Toelichting verwachte investeringen zoals aard, omvang, planning?
- Toelichting uitgangspunten scenario basispad?
- Toelichting uitgangspunten scenario met beleidsaanpassingen?

- Worden er knelpunten verwacht, zijn er onzekerheden?
- Overige toelichtingen of opmerkingen?

Bijlage B Macro-economische uitgangspunten en WACC prognose

Macro-economische set voor doorrekening opgave Drinkwater met huidige WACC

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inflatie	1,10%	1,50%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,40%	1,70%	1,70%	1,70%
Loonkosten	2,60%	1,40%	1,90%	1,70%	1,70%	1,70%	2,10%	2,20%	2,20%	2,20%
Bouwkosten	3,00%	3,60%	2,90%	1,00%	2,00%	2,00%	2,30%	2,20%	2,20%	2,20%
Rente nieuwe leningen:	[redacted]									
Rente staat	-0,30%	-0,20%	-0,20%	0,10%	0,20%	0,40%	0,70%	1,00%	1,30%	1,40%
Rentespread	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Totaal rente	0,95%	1,05%	1,05%	1,35%	1,45%	1,65%	1,95%	2,25%	2,55%	2,65%

(aanzet vp obv bronnen: CPB, CBS, sectorinstituten, ..). Door sector zelf verder in te vullen.

toets op wacc wordt in loop van prognose lastiger omdat parameters aan het einde eigenlijk al een hogere wacc indiceren (vanaf 2026)

WACC	**2028/ 2029**	**2026/ 2027**	**2024/2025**	**2022 / 2023**
gem. 2 jaar 10-jaar staatslening	0,55	0,15	(0,20)	(0,18)
gem. 5 jaar 10-jaar staatslening	0,24	(0,08)	(0,04)	0,20
gemiddeld	**0,40**	**0,04**	**(0,12)**	**0,01**
Rente opslag	0,91	0,91	0,91	0,91
Transactiekosten	0,15	0,15	0,15	0,15
Kostenvoet Vreemd vermogen	**1,46**	**1,10**	**0,94**	**1,07**
Kostenvoet Eigen Vermogen	**3,08**	**2,72**	**2,57**	**2,70**
(marktrisicopremie 5% + beta)				
Risicovrije rentevoet (Rf)	0,40	0,04	(0,12)	0,01
Equity Beta (Be)	0,54	0,54	0,54	0,54
Marktrisicopremie (Rm - Rf)	4,95	4,95	4,95	4,95
Kostenvoet Eigen Vermogen	**3,08**	**2,72**	**2,57**	**2,70**
Gearing (D/A)	30%	30%	30%	30%
Gearing (D/E)	70%	70%	70%	70%
	2028/ 2029	**2026/ 2027**	**2024/2025**	**2022 / 2023**
Verwachte WACC	**2,59**	**2,23**	**2,08**	**2,21**
	2028/ 2029	**2026/ 2027**	**2024/2025**	**2022 / 2023**
Asset Beta (Ba)	**0,38**	**0,38**	**0,38**	**0,38**
Equity Beta (Be)	**0,54**	**0,54**	**0,54**	**0,54**
Vastgestelde WACC	***2,60***	***2,25***	***2,10***	***2,20***

Bijlage C Kapitaalinbreng door aandeelhouders

2019	Brabant water	Dunea	Evides	Oasen	PWN	Vitens	WBG	WMD	WML
gestort en geplaatst kapitaal		20,0	0,2			5,8	0,1		
gestort agio		3,1	83,9			147,2	6,3		
totaal kapitaal en agio	0,3	23,1	84,1	0,3	6,8	153,0	6,4	0,1	2,3
totaal eigen vermogen na dividend	665,4	231,5	518,5	112,2	239,6	533,2	83,9	38,7	215,3
vermogensgroei na dividend	665,1	208,4	434,4	111,8	232,8	380,2	77,4	38,6	213,0
dividend 2011-2019			385,0		6,3	142,2			
vermogensgroei incl dividend	665,1	208,4	819,4	111,8	239,1	522,4	77,4	38,6	213,0
inbreng kapitaal minus dividend	0,3	23,1	-300,9	0,3	0,5	10,8	6,4	0,1	2,3
inbreng kapitaal als % van eigen vermoger	0,0%	10,0%	16,2%	0,3%	2,8%	28,7%	7,7%	0,3%	1,1%
inbreng kapitaal minus dividend als % EV			-58,0%		0,2%	2,0%			

Totaal periode 2011-2019, exclusief Waternet

Bijlage D Gevoeligheidsanalyse fictieve verhoging WACC

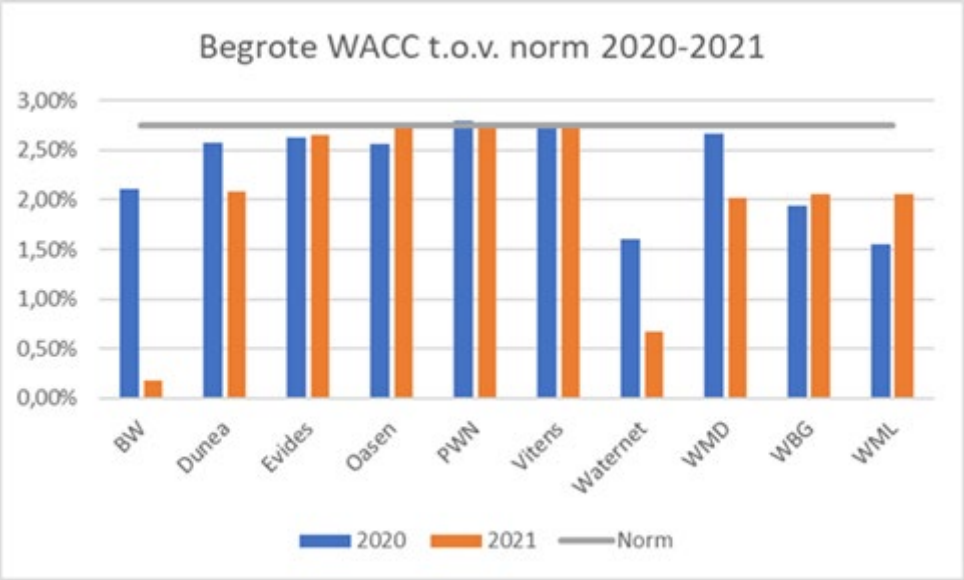
Hieronder staat de uitkomst van financiële ratio's op basis van scenario's van de aangeleverde investeringsopgaven waarbij effecten van verhoging van de WACC-norm zijn doorgerekend. Onderstaande ratio's bij 'basis' bevatten daarom geen actueel beeld van de verwachtingen van drinkwaterbedrijven.

Scenario WACC-norm	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
Basis	2,20%	2,20%	2,10%	2,10%	2,25%	2,25%	2,60%	2,60%
Plus 0,2	2,40%	2,40%	2,30%	2,30%	2,45%	2,45%	2,80%	2,80%
Plus 0,4	2,60%	2,60%	2,50%	2,50%	2,65%	2,65%	3,00%	3,00%
Plus 0,6	2,80%	2,80%	2,70%	2,70%	2,85%	2,85%	3,20%	3,20%
Solvabiliteit < 30%	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
Basis	2	2	2	2	2	3	3	3
Plus 0,2	2	2	2	2	2	2	2	2
Plus 0,4	2	2	2	2	1	1	1	1
Plus 0,6	2	2	2	1	1	1	1	
Solvabiliteit < 25%	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
Basis	1	1	1	1	1	1	1	1
Plus 0,2	1	1	1	1	1			
Plus 0,4	1	1	1	1				
Plus 0,6	1	1	1					
ICR < 1	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
Basis								
Plus 0,2								
Plus 0,4								
Plus 0,6								
Debt Ratio < 7,5	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
Basis	6	6	5	5	5	6	5	5
Plus 0,2	6	6	5	5	5	5	5	5
Plus 0,4	4	4	5	4	5	5	3	2
Plus 0,6	3	4	4	2	3	3	1	2
Leverage > 7	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
Basis								
Plus 0,2								
Plus 0,4								
Plus 0,6								

Aantal bedrijven (muv Waternet) dat per jaar in de aangeleverde investeringsopgave een overschrijding verwacht van een leningsvoorwaarde (een gestelde externe norm voor financiering)

Legenda	5 of meer bedrijven overschrijden norm
	4 of minder bedrijven overschrijden norm
	geen overschrijdingen

Bijlage E Begrote WACC per bedrijf 2020-2021



Figuur 32 Begrote WACC per bedrijf periode 2020-2021

De data in de figuur zijn afkomstig uit het ACM rapport "Advies totstandkoming drinkwatertarieven 2020" en de kostprijsmodellen voor de beoordeling totstandkoming drinkwatertarieven 2021.

Dit is een uitgave van de

Inspectie Leefomgeving en Transport

Postbus 16191 | 2500 BD Den Haag
088 489 00 00

www.ilent.nl

@inspectieLenT

Februari 2021