



# **Winstregulering als waarborg voor redelijke tarieven**

Consultatiedocument voor de Nederlandse drinkwatersector

Elbert Dijkgraaf  
Stéphanie van der Geest  
Marco Varkevisser

Dit onderzoek is uitgevoerd in opdracht van het Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieu (VROM)

Rotterdam, augustus 2007

Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen en dergelijke, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld. Zowel SEOR-ECRi als de betrokken onderzoekers aanvaarden op geen enkele wijze aansprakelijkheid voor uit dit rapport voortvloeiende maatregelen of effecten ervan op de drinkwaterbedrijven en/of hun aandeelhouders.

<i>Contactpersoon</i>	Elbert Dijkgraaf
<i>Adres</i>	SEOR-ECRi Erasmus Universiteit Rotterdam Postbus 1738 3000 DR Rotterdam
<i>Telefoon</i>	010 – 408 2590
<i>Fax</i>	010 – 408 9650
<i>E-mail</i>	dijkgraaf@few.eur.nl
<i>Internet</i>	www.ecri.nl

## Inhoudsopgave

1. Inleiding.....	5
1.1 Aanleiding onderzoek.....	5
1.2 Vraagstelling onderzoek.....	5
1.3 Leeswijzer.....	6
2. Decentraal toezicht op de drinkwatervoorziening.....	7
2.1 Inleiding.....	7
2.2 Publiek eigendom en decentraal toezicht.....	7
2.3 Rechtsvorm.....	9
2.4 Prestatievergelijking.....	9
3. Prestaties van de Nederlandse drinkwatersector.....	11
3.1 Inleiding.....	11
3.2 Kwaliteit.....	11
3.3 Doelmatigheid.....	11
3.4 Winsten.....	12
3.4.1 Winstomvang.....	12
3.4.2 Winstbestemming.....	15
3.5 Conclusie.....	18
4. Systemen van winstregulering.....	19
4.1 Inleiding.....	19
4.2 Analyse: wat is een redelijk tarief?.....	19
4.3 Maximaal toegestane winst.....	21
4.4 Maximaal toegestane winstuitkering.....	25
4.5 Maximaal toegestane winstuitkering en bovengrens aan solvabiliteit.....	28
4.6 Conclusie.....	32
5. Nadere invulling deelaspecten winstregulering.....	35
5.1 Inleiding.....	35
5.2 Bepalen redelijk rendement aandeelhouders.....	35
5.3 Duur van de reguleringsperiode.....	37
5.4 Keuze van de grondslag.....	40
5.5 Overwegingen bij bepalen maximumsolvabiliteit.....	42
5.6 Wettelijk kader en centrale toezichthoudende instantie.....	42
Bijlage A Lijst met afkortingen.....	45
Bijlage B Statutaire winstbestemmingsregelingen.....	46
Bijlage C Lijst met consultatievragen.....	49



# 1. Inleiding

## 1.1 Aanleiding onderzoek

De productie en levering van drinkwater is in Nederland in handen van publieke monopolies met een eigen regionaal voorzieningsgebied.<sup>1</sup> In de Drinkwaterwet die in de plaats komt van de Waterleidingwet is een bewuste keuze gemaakt voor decentraal toezicht op de drinkwaterbedrijven in plaats van centraal toezicht.<sup>2</sup> Decentraal toezicht houdt in dat gemeenten en provincies als aandeelhouders van drinkwaterbedrijven toezicht houden op de tarieven voor drinkwater. In een centraal toezichtmodel stelt een nationale toezichthouder periodiek maximumtarieven vast.

In een motie heeft de Tweede Kamer vorig jaar aangegeven dat drinkwaterbedrijven te allen tijde redelijke tarieven in rekening moeten brengen bij de gebonden consumenten.<sup>3</sup> Een kostendekkende tariefstelling zou daarbij het uitgangspunt moeten zijn. Dit houdt in dat het drinkwaterbedrijf met zijn tarief in staat moet zijn om zijn kosten terug te verdienen en een redelijke vergoeding moet kunnen ontvangen voor het geïnvesteerde vermogen. De vergoeding voor het geïnvesteerde vermogen dient in overeenstemming te zijn met het bedrijfsrisico. In de eerdergenoemde motie heeft de Tweede Kamer tevens gevraagd om ter bescherming van de consument hiervoor adequaat toezicht in de Drinkwaterwet op te nemen.

In een brief aan de Tweede Kamer heeft toenmalig staatssecretaris Van Geel aangegeven dat het voorstel voor de Drinkwaterwet de verplichting bevat tot het hanteren van redelijke tarieven en de mogelijkheid biedt om hieraan nadere regels te stellen.<sup>4</sup> Bovendien deelde hij de Tweede Kamer mee dat hij nader onderzoek laat doen naar de mogelijkheden om overwinsten in de drinkwatersector te voorkomen. Het onderzoeksbureau SEOR-ECRI dat verbonden is aan de Erasmus Universiteit Rotterdam is gevraagd om dit onderzoek uit te voeren. Het voorliggende onderzoeksrapport is hiervan het resultaat.

## 1.2 Vraagstelling onderzoek

De vraagstelling van het onderzoek luidt als volgt:

*Welk systeem van winstregulering kan binnen het huidige decentrale toezichtmodel zorgen voor een extra waarborg zodat in de Nederlandse drinkwatersector sprake is van redelijke tarieven?*

---

<sup>1</sup> Drinkwater is gedefinieerd als water bestemd of mede bestemd om te drinken, te koken of voedsel te bereiden dan wel voor andere huishoudelijke doeleinden, met uitzondering van warm tapwater, dat door middel van leidingen ter beschikking wordt gesteld aan consumenten of andere afnemers. Zie Tweede Kamer, 2006, 30895, nr.2.

<sup>2</sup> Tweede Kamer, 2006, 30895, nr. 2 en 3.

<sup>3</sup> Tweede Kamer, 2006, 30071, nr. 30 (Motie Ten Hoopen en Aptroot).

<sup>4</sup> Tweede Kamer, 2007, 30895/30071, nr. 6.

In dit rapport gaat de aandacht uit naar de drinkwaterlevering. De levering van industriewater aan grootverbruikers valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek. De Drinkwaterwet geldt namelijk niet voor de industriewatervoorziening. Bovendien beschikken drinkwaterbedrijven niet over een wettelijk monopolie op de markt voor industriewater. Anderen zijn in beginsel vrij om in het verzorgingsgebied met het regionale waterleidingbedrijf te concurreren op de markt voor industriewater. Voor deze activiteiten is winstregulering in beginsel ook niet nodig zolang sprake is van effectieve concurrentie die overwinsten voorkomt. Overigens dienen eventuele marktactiviteiten van drinkwaterbedrijven administratief en financieel gescheiden te zijn van de drinkwatervoorziening.<sup>5</sup>

Uitgangspunt van het onderzoek is dat de overheid met betrekking tot de drinkwaterlevering zowel op de korte als lange termijn de volgende publieke belangen wil waarborgen: (i) de kwaliteit van het drinkwater, (ii) de continuïteit van de levering en (iii) de doelmatigheid. Anders gezegd, de overheid wil leveringszekerheid en een hoge kwaliteit drinkwater tegen de laagst mogelijke kosten en voor een aanvaardbare prijs. Merk op dat de kosten van de drinkwatervoorziening zowel bestaan uit de kosten van productie en levering als uit eventuele kosten van regulering.

Het voorliggende eindrapport geeft een zo concreet mogelijk voorstel voor een systeem van winstregulering in de Nederlandse drinkwatersector, inclusief de toe te passen methodiek. De in dit rapport gemaakte keuzes zijn gebaseerd op een kwalitatieve inschatting van de effectiviteit van het systeem en de kosten en risico's die het met zich meebrengt. Conform de onderzoeksopdracht is het rapport opgesteld in de vorm van een consultatiedocument. Overigens hebben gedurende het onderzoek reeds verschillende gesprekken plaatsgevonden met het management van alle Nederlandse drinkwaterbedrijven, vertegenwoordigers van IPO en VNG, enkele aandeelhouders en VEWIN. De relevante informatie die deze gesprekken heeft opgeleverd is in voorliggende rapportage verwerkt.

### **1.3 Leeswijzer**

Het rapport kent de volgende opbouw. Hoofdstuk 2 beschrijft in het kort de huidige eigendoms- en toezichtverhoudingen in de drinkwatersector en de argumenten die hieraan ten grondslag liggen. In hoofdstuk 3 geven we een kort overzicht van de prestaties van de Nederlandse drinkwatersector in de afgelopen jaren op het gebied van kwaliteit, doelmatigheid en winsten. Hoofdstuk 4 bevat onze probleemanalyse en richt zich op mogelijke systemen van winstregulering binnen het huidige decentrale toezichtmodel. Hoofdstuk 5 besteedt aandacht aan de concrete vormgeving van het ons inziens te prefereren winstreguleringsstelsel.

---

<sup>5</sup> Zie artikel 7, lid 4 van het voorstel voor de Drinkwaterwet.

## 2. Decentraal toezicht op de drinkwatervoorziening

### 2.1 Inleiding

Drinkwater is een basisvoorziening en een eerste levensbehoefte. De maatschappij heeft belang bij een betrouwbare levering van kwalitatief goed drinkwater tegen maatschappelijk verantwoorde kosten. De drinkwatervoorziening vormt een publiek belang en is onderwerp van specifieke overheidszorg. In Nederland zijn momenteel tien drinkwaterbedrijven actief die drinkwater leveren aan huishoudens en andere afnemers. In dit hoofdstuk beschrijven we hoe het toezicht op deze drinkwaterbedrijven geregeld is.<sup>6</sup> In paragraaf 2.2 komt allereerst het eigendom van drinkwaterbedrijven aan de orde en de keuze voor decentraal tarieftoezicht. Vervolgens besteden we in paragraaf 2.3 kort aandacht aan de rechtsvorm van Nederlandse drinkwaterbedrijven. Tenslotte bespreekt paragraaf 2.4 hoe in de Nederlandse drinkwatersector gebruik wordt gemaakt van het instrument prestatievergelijking om de doelmatigheid in de drinkwatervoorziening te verbeteren.

### 2.2 Publiek eigendom en decentraal toezicht

Sinds enkele jaren is wettelijk gewaarborgd dat de drinkwatervoorziening in overheidseigendom is.<sup>7</sup> Dit houdt in dat provincies en gemeenten eigenaar van drinkwaterbedrijven zijn en ervoor moeten zorgen dat de bedrijven ook volledig in overheidshanden blijven. Deze situatie wordt met het huidige wetsvoorstel gecontinueerd. In de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel staat hierover het volgende:<sup>8</sup> *“Dit houdt in dat drinkwaterbedrijven voor 100% in handen van de overheid blijven en dat voorkomen wordt dat anderen (niet zijnde gekwalificeerde rechtspersonen) in staat worden gesteld hierover enige zeggenschap uit te oefenen.”*

De keuze voor overheidseigendom van drinkwaterbedrijven is ingegeven door het feit dat de drinkwatervoorziening kenmerken van een natuurlijk monopolie heeft, zodat nooit sprake is van effectieve concurrentie op de markt. In de eerste plaats is het transport en de distributie van drinkwater leidinggebonden. In de tweede plaats levert de beschikbaarheid en de bescherming van bronnen beperkingen op voor de locatiekeuze van waterwingebieden. Vanwege deze kenmerken zijn de kosten van de aanleg van een alternatief drinkwaternetwerk zeer hoog. Hierdoor is het praktisch onmogelijk dat concurrentie tussen verschillende infrastructuren zal ontstaan. Concurrentie op de infrastructuur waarbij het netwerk voor meerdere aanbieders tegelijk wordt opengesteld vormt ook geen optie, omdat dit technisch gezien lastig te organiseren is. Ook kan er onduidelijkheid ontstaan over de juridische aansprakelijkheid en zijn problemen bij het toezicht op de kwaliteit niet uitgesloten. Een

---

<sup>6</sup> Dit hoofdstuk is grotendeels gebaseerd op het voorstel voor de Drinkwaterwet dat op 30 november 2006 bij de Tweede Kamer is ingediend.

<sup>7</sup> Tweede kamer (1999), 25869, nr. 4.

<sup>8</sup> Tweede Kamer (2006), 30895, nr. 3, blz. 24.

derde optie is het verlenen van een concessie voor de exploitatie van de drinkwatervoorziening. In dit model zijn eigendom en beheer van de infrastructuur in handen van de overheid en worden de operationele taken aanbesteed. Vanuit het oogpunt van de kwaliteit en juridische aansprakelijkheid voor de drinkwaterkwaliteit is een splitsing van eigendom en exploitatie niet gewenst. Anders dan bij de elektriciteitsvoorziening bijvoorbeeld is er in de drinkwatervoorziening een sterke verwevenheid van eigendom, beheer en exploitatie. Elke stap in het proces van de drinkwatervoorziening is cruciaal voor de kwaliteit van het geleverde water. Mede daardoor is de uiteindelijke drinkwaterkwaliteit vooraf niet volledig contracteerbaar.

Volledig aandeelhouderschap door de overheid moet ervoor zorgen dat de publieke belangen parallel lopen met het belang en de doelstelling van de monopolioïde drinkwaterbedrijven. Private partijen zullen in het algemeen namelijk deelnemen in een bedrijf vanuit een financieel belang waardoor bij partieel aandeelhouderschap door de overheid volgens het kabinet een spanningsveld kan ontstaan tussen het belang van de private aandeelhouders (winstdoelstelling) en de publieke belangen. Het streven naar winst in combinatie met het gebrek aan concurrentie kan dan bijvoorbeeld tot gevolg hebben dat investeringen die vanuit het oogpunt van kwaliteit en leveringszekerheid wenselijk of noodzakelijk zijn niet of onvoldoende worden gedaan. Ook is het niet denkbeeldig dat een private naar winst strevende aandeelhouder monopoliemacht gebruikt om een veel te hoog tarief in rekening te brengen bij zijn gebonden klanten. Per m<sup>3</sup> drinkwater realiseert hij dan namelijk een hoge winstmarge.

Privaat aandeelhouderschap is bij monopolioïde bedrijven enkel en alleen verantwoord wanneer er een uitgebreid systeem van toezicht is zodat aandeelhouders gedwongen worden rekening te houden met de publieke belangen. In het belang van de consument zou er naast toezicht op de kwaliteit dan sprake moeten zijn van centraal tarieftoezicht. Dit houdt in dat een nationale toezichthouder periodiek maximumtarieven vaststelt. Met dit maximumtarief moet de onderneming in staat zijn om zowel de variabele als vaste kosten terug te verdienen. In de vaste kosten zijn niet alleen rentekosten, afschrijvingen en dergelijke opgenomen, maar is ook een redelijke vergoeding voor de aandeelhouder inbegrepen. Om de doelmatigheid te bevorderen kan de toezichthouder een doelmatigheidskorting in het maximumtarief verdisconteren. Deze doelmatigheidskorting kan gebaseerd zijn op een systeem van maatstafconcurrentie.

Tariefregulering op basis van maatstafconcurrentie heeft behalve voordelen ook nadelen.<sup>9</sup> Niet alleen zijn de administratieve lasten en de uitvoeringskosten hoog, ook bestaat het risico dat door overheidsfalen de kwaliteit en leveringszekerheid (met name op de lange termijn) onder druk komen te staan. Dit is het geval wanneer de toezichthouder door gebrek aan informatie onbedoeld een te laag maximumtarief vaststelt waardoor het drinkwaterbedrijf

---

<sup>9</sup> Zie E. Dijkgraaf en M. Varkevisser (2004), Kosten en baten van toezicht op de doelmatigheid van drinkwaterbedrijven, OCFEB Research Memorandum 0404, Erasmus Universiteit Rotterdam.



onvoldoende middelen beschikbaar heeft om te investeren. Wanneer de toezichthouder het maximumtarief te hoog vaststelt, is de prikkel tot doelmatigheid te zwak. Op grond van deze overwegingen heeft de overheid ervoor gekozen het toezicht op de tarieven bij de publieke eigenaren van een drinkwaterbedrijf te houden.<sup>10</sup> Derhalve dienen provincies en gemeenten op decentraal niveau zorg te dragen voor een doelmatige bedrijfsvoering en een transparante en redelijke tariefstelling.

### **2.3 Rechtsvorm**

De afgelopen jaren is het aantal drinkwaterbedrijven in ons land sterk afgenomen. Waren er in 1990 nog meer dan vijftig bedrijven die drinkwater aan consumenten leverden, anno 2006 is dit aantal teruggelopen tot tien. Met uitzondering van Waternet (het vroegere Waterleidingbedrijf Amsterdam) hebben alle drinkwaterbedrijven de rechtsvorm van de naamloze vennootschap. De meeste drinkwaterbedrijven zijn zogeheten structuur NV's met een algemene vergadering van aandeelhouders (AVA), een raad van commissarissen (RVC) en een bestuur of directie die belast is met de algemene leiding. Belangrijke taak van de RVC is het houden van toezicht op het bestuur (of de directie) en het geven van adviezen. Als gevolg van de vormgeving als structuur NV heeft de AVA bij een drinkwaterbedrijf minder bevoegdheden dan bij een 'gewone' NV. Het benoemen van commissarissen behoort hier echter wel toe. Het doel van de vennootschap is in de statuten vastgelegd. Hierin kan ook zijn geregeld dat de AVA (i) bevoegd is tot het goedkeuren of vaststellen van de tarieven en algemene leveringsvoorwaarden en (ii) invloed heeft op de besluitvorming over de bestemming van de winst. Dit is echter niet wettelijk verplicht.

### **2.4 Prestatievergelijking**

Een manier om binnen het decentrale toezichtmodel de doelmatigheid in de sector te bevorderen is het periodiek uitvoeren van een prestatievergelijking. Het periodiek meten en onderling vergelijken van prestaties verhoogt namelijk de transparantie en kan gebruikt worden om eventuele 'best practices' op te sporen. Door het openbaar maken van de resultaten en door sturing vanuit de RVC en de AVA, die het management van de drinkwaterbedrijven op de prestatie kunnen aanspreken kan de doelmatigheid verder worden vergroot. Prestatievergelijking vormt bovendien een instrument voor het afleggen van publieke verantwoording door drinkwaterbedrijven over de manier waarop zij hun publieke taak uitvoeren.

Sinds 1997 voert de drinkwatersector zelf op vrijwillige basis een jaarlijkse prestatievergelijking (de 'benchmark') uit die om de drie jaar openbaar wordt gemaakt.<sup>11</sup> In het voorstel voor een nieuwe Drinkwaterwet is ervoor gekozen de prestatievergelijking wettelijk te regelen en tevens verplicht te stellen.<sup>12</sup> Hiervoor worden twee redenen genoemd. In de eerste plaats bleken niet alle bedrijven mee te doen aan de vrijwillige

---

<sup>10</sup> Zie Tweede Kamer (2004), 28339, nr. 20.

<sup>11</sup> Zie VEWIN (1997, 2000, 2003).

<sup>12</sup> Tweede Kamer (2004), 28339, nr. 20.

prestatievergelijking. In de tweede plaats is het voor de juistheid en betrouwbaarheid van gegevens en de kwaliteit van de prestatievergelijking belangrijk dat bepaalde spelregels in acht worden genomen. Regels met betrekking tot de rapportage en de te volgen procedures zullen nader worden uitgewerkt in het nog op te stellen Drinkwaterbesluit.

## 3. Prestaties van de Nederlandse drinkwatersector

### 3.1 Inleiding

In het huidige Nederlandse toezichtmodel dienen provincies en gemeenten als eigenaar van drinkwaterbedrijven zorg te dragen voor een doelmatige bedrijfsvoering en een tariefstelling die gebaseerd is op de dekking van de kosten.<sup>13</sup> In het belang van de gebonden klant behoren ze een zorgvuldige afweging tussen de kosten en de kwaliteit van de drinkwatervoorziening te maken. Deze maatschappelijke verantwoordelijkheid staat in de missie van elk drinkwaterbedrijf verwoord. In dit hoofdstuk bespreken we in kort bestek hoe de drinkwatersector presteert op het gebied van kwaliteit, doelmatigheid en winst.

### 3.2 Kwaliteit

Op het punt waar drinkwater daadwerkelijk ter beschikking van de gebruiker komt, dient het te voldoen aan de kwaliteitseisen zoals opgenomen in het Waterleidingbesluit. Ter controle van de drinkwaterkwaliteit voeren de waterleidingbedrijven zelf metingen uit. De gegevens hiervan worden vervolgens jaarlijks door de bedrijven aan de VROM-Inspectie gerapporteerd. In 2005 werd bij een beperkt aantal pompstations op enig moment een normoverschrijding vastgesteld.<sup>14</sup> Van de uitgevoerde tests voldeed in totaal echter 99,91% aan de gestelde normen. Aangezien geen van de geconstateerde overschrijdingen een bedreiging voor de volksgezondheid vormde en een groot deel bovendien incidenteel van aard was, concludeert de VROM-Inspectie dat de kwaliteit van het Nederlandse drinkwater goed is. Ook uit de meest recente openbare VEWIN-benchmark blijkt dat het drinkwater ruimschoots aan de wettelijke normen voldoet.<sup>15</sup> Daarnaast laat de benchmark zien dat klanten tevreden zijn met een ander kwaliteitsaspect: de tien deelnemende drinkwaterbedrijven krijgen voor hun dienstverlening gemiddeld een 7,6 waarbij de onderlinge verschillen gering zijn. Ten aanzien van de leveringszekerheid geldt dat, in tegenstelling tot wat bijvoorbeeld in de elektriciteitssector het geval is, geen objectieve cijfers voorhanden zijn. Volgens VEWIN werkt de drinkwatersector aan een landelijk registratiesysteem voor het meten van leveringsonderbrekingen, zodat dit belangrijke kwaliteitsaspect in de toekomst wel in beeld gebracht kan worden.

### 3.3 Doelmatigheid

De in 1997 gestarte vrijwillige prestatievergelijking heeft onmiskenbaar positieve gevolgen gehad voor het publieke belang doelmatigheid. Gedurende de periode 1997-2002 is de kostenefficiëntie van de drinkwatersector als geheel met ongeveer 12% toegenomen,<sup>16</sup> terwijl recente berekeningen zelfs een totale stijging van de doelmatigheid van ruim 20% laten

---

<sup>13</sup> De eindverantwoordelijkheid voor de drinkwatervoorziening berust bij de minister van VROM.

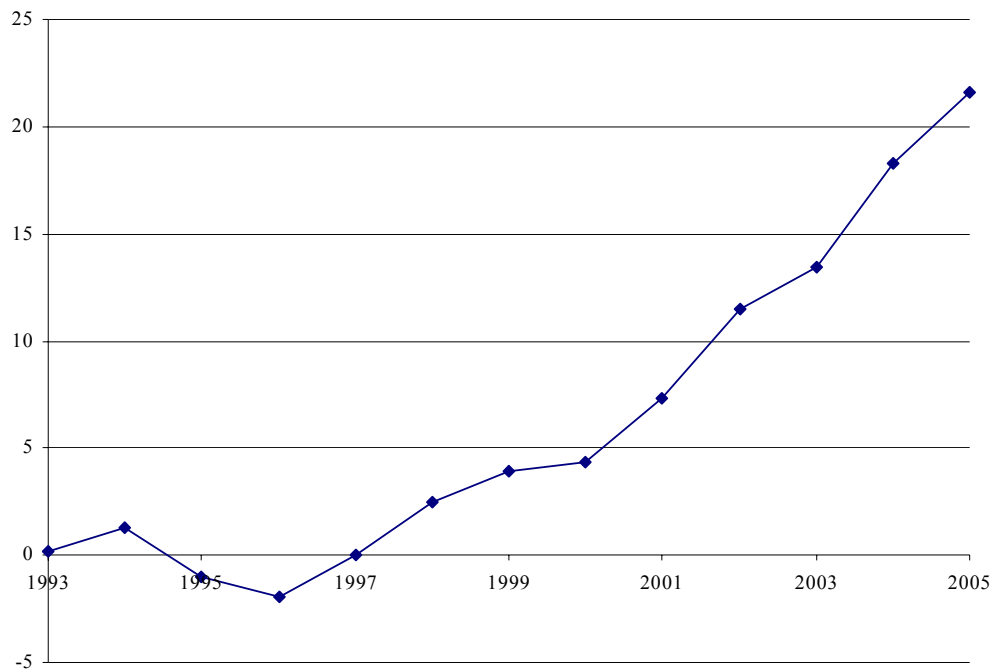
<sup>14</sup> VROM-Inspectie (2007), *De kwaliteit van het drinkwater in Nederland in 2005*, Den Haag.

<sup>15</sup> VEWIN (2004), *Water in Zicht 2003*, Rijswijk.

<sup>16</sup> Dijkgraaf, E., S.A. van der Geest en M. Varkevisser (2004), 'Efficiëntie boven water', *Economisch Statistische Berichten*, 28 januari, blz. 34-35.

zien (zie figuur 3.1).<sup>17</sup> Dit in tegenstelling tot de periode 1992-1997 waar geen sprake was van een significante verbetering van de kostenefficiëntie. Voor de levensvatbaarheid van de prestatievergelijking is het echter wel van groot belang dat voldoende drinkwaterbedrijven blijven bestaan. Een adequate vergelijking is anders niet zonder meer mogelijk. De huidige fusietendens in de Nederlandse drinkwatersector is in dat kader zorgelijk. In hoeverre internationale benchmarking een mogelijke uitweg kan bieden, is op dit moment nog niet geheel duidelijk.

**Figuur 3.1:** Efficiëntieontwikkeling Nederlandse drinkwatersector (% kosten)



### 3.4 Winsten

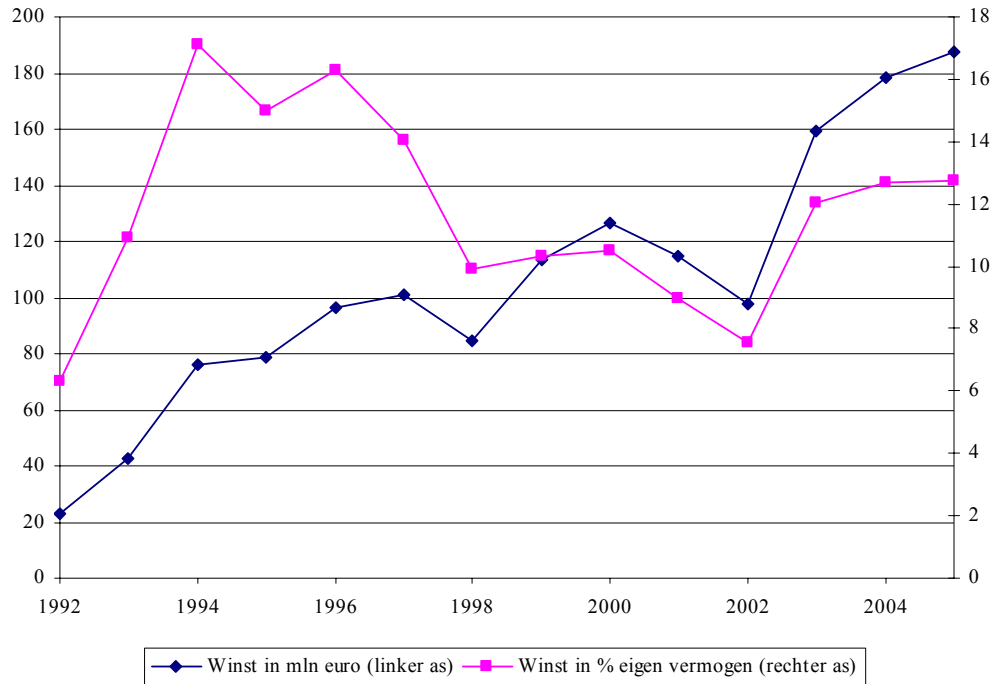
#### 3.4.1 Winstomvang

Sinds het midden van de jaren '90 zijn de winsten van de drinkwaterbedrijven duidelijk toegenomen (zie figuur 3.2). Uit de openbare jaarverslagen kan worden opgemaakt dat de totale winst in de Nederlandse drinkwatersector is gestegen van 23 miljoen euro in 1992 tot ruim 187 miljoen euro in 2005 (alle bedragen zijn uitgedrukt in euro's van 2005). Uit figuur 3.2 blijkt dat de winst als percentage van het eigen vermogen midden jaren '90 hoger was dan nu. Hierbij mag echter niet uit het oog worden verloren dat het eigen vermogen de afgelopen

<sup>17</sup> Dijkgraaf, E. (2006), *Efficiëntie Nederlandse watersector*, SEOR-ECRI, Erasmus Universiteit Rotterdam.

jaren sterk is toegenomen. In 1992 bedroeg het totale eigen vermogen van de drinkwatersector een kleine 400 miljoen euro, in 2005 was dit bijna 1,5 miljard euro.<sup>18</sup>

**Figuur 3.2:** Ontwikkeling winst inclusief buitengewoon resultaat (linkeras in miljoenen euro's van 2005, rechteras als percentage van eigen vermogen)



Een nadere analyse van de onderliggende winstcijfers van de individuele drinkwaterbedrijven wijst uit dat sprake is van een aanzienlijke heterogeniteit. Uit tabel 3.1 blijkt dat Evides in 2005 de hoogste winst heeft behaald, namelijk 68 miljoen euro.<sup>19</sup> Omgerekend was dat bijna 25% van de totale omzet en bijna 75 euro per administratieve aansluiting. Het rendement op het eigen vermogen bedroeg dat jaar bij Evides bijna 20%, terwijl dit bij PWN Waterleidingbedrijf Noord-Holland (PWN) 3% was. Het bedrijf met de laagste winst in 2005 is het voormalige Waterleidingbedrijf Amsterdam. WLB A'dam behaalde dat jaar een winst van bijna 1,8 miljoen euro wat neerkomt op 1,4% van de totale omzet. Per administratieve aansluiting bedroeg de winst nog geen 4 euro.

Zoals figuur 3.3 laat zien komt bijna 80% van de gezamenlijke winst die in de Nederlandse drinkwatersector in 2005 is behaald voor rekening van de drie meest winstgevendende

<sup>18</sup> Overigens past deze ontwikkeling bij de trend dat banken veel kritischer kijken naar de solvabiliteit van drinkwaterbedrijven. Zie ook paragraaf 3.4.2.

<sup>19</sup> Omdat voor 2006 nog voor slechts enkele bedrijven jaarverslagen beschikbaar zijn, worden de winstcijfers van 2005 onderling vergeleken. Overigens bedraagt de winst op de geconsolideerde winst- en verliesrekening van Evides in 2006 119 miljoen euro, waarvan 73 miljoen door Evides Drinkwater B.V. is gerealiseerd. Volgens het jaarverslag heeft Vitens in 2006 een winst behaald van 31 miljoen euro.

drinkwaterbedrijven: Evides, Vitens en Brabant Water. De gezamenlijke winst van deze drie bedrijven bedroeg bijna 144 miljoen euro, terwijl de overige tien bedrijven – die gezamenlijk meer dan 50% van het totaal aantal administratieve aansluitingen voor hun rekening nemen – dat jaar met elkaar minder dan 44 miljoen euro winst maakten.

**Tabel 3.1:** Winstcijfers Nederlandse drinkwaterbedrijven in 2005

Bedrijf <sup>a</sup>	Aan- sluitingen <sup>b</sup> *1.000	Totale omzet <sup>c</sup> *€1.000	Winst <sup>d</sup> *€1.000	Winst % omzet	Winst € / aansl.	Winst % EV
Evides	907	273.200	68.000	24,9%	74,97	19,7%
Brabant Water	948	196.521	27.903	14,2%	29,43	13,3%
Vitens	1.644	343.500	47.900	13,9%	29,14	15,3%
Hydron MN	557	98.395	10.179	10,3%	18,27	14,5%
TWM	93	15.791	1.621	10,3%	17,43	7,2%
WBGR	272	51.259	5.141	10,0%	18,90	17,4%
Hydron FI	126	33.365	3.136	9,4%	24,88	14,3%
WML	517	121.333	8.103	6,7%	15,67	4,7%
DZH	582	139.470	5.595	4,0%	9,61	4,4%
PWN	717	177.411	5.193	2,9%	7,24	3,0%
WMD	191	43.500	1.099	2,5%	5,75	3,5%
Oasen	320	84.443	1.941	2,3%	6,07	3,7%
WLB A'dam	477	123.153	1.762	1,4%	3,69	n.v.t.
<b>Totaal</b>	<b>7.351</b>	<b>1.701.341</b>	<b>187.573</b>	<b>11,0%</b>	<b>25,52</b>	<b>12,7%</b>

Bron: eigen berekening SEOR-ECRI o.b.v. openbare jaarverslagen

Noten:

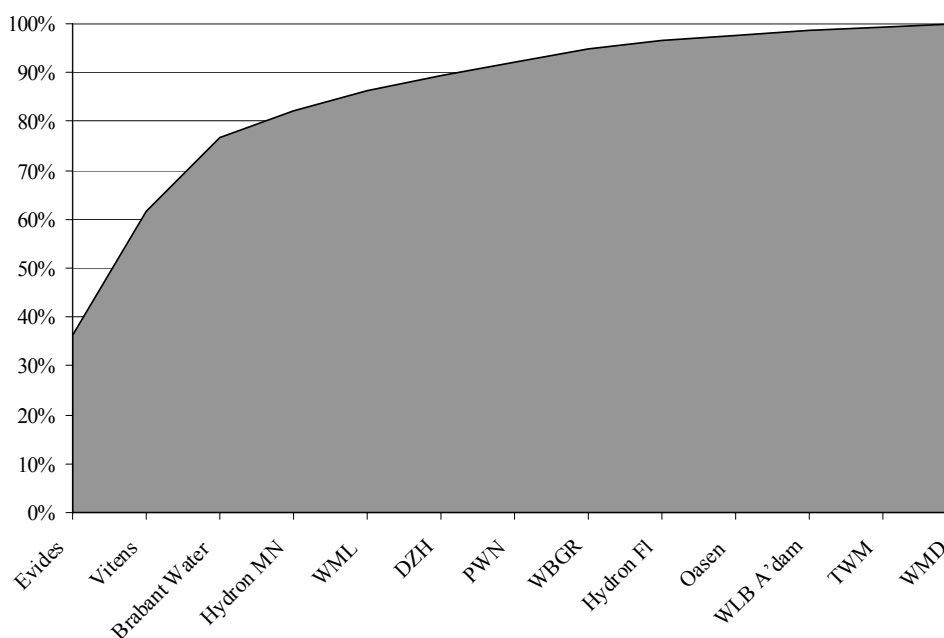
a. Zie bijlage A voor een verklaring van gebruikte afkortingen.

b. Bron VEWIN Waterleidingstatistiek 2005.

c. Som van de bedrijfsopbrengsten.

d. Nettoresultaat op geconsolideerde winst- en verliesrekening.

**Figuur 3.3:** Cumulatieve winst Nederlandse drinkwaterbedrijven in 2005



### 3.4.2 Winstbestemming

Niet alleen de omvang van de behaalde winsten, maar ook de bestemming ervan laat een grote diversiteit zien. Nederlandse drinkwaterbedrijven kunnen een behaalde winst in principe op twee verschillende manieren bestemmen: (i) toevoegen aan de reserves om de solvabiliteit<sup>20</sup> te verbeteren en/of (ii) in de vorm van dividend uitkeren aan de aandeelhouders.

Figuur 3.4 laat de ontwikkeling van de totale dividenduitkering gedurende de periode 1992-2005 zien. Wanneer de figuren 3.2 en 3.4 met elkaar vergeleken worden blijkt dat in elk jaar meer winst aan de reserves wordt toegevoegd dan uitgekeerd wordt. De gemiddelde solvabiliteit van de drinkwatersector is dan ook meer dan verdrievoudigd: van 9% in 1992 tot 29% in 2005. Deze ontwikkeling is in overeenstemming met de ten opzichte van het verleden strengere eisen die financiële instellingen aan drinkwaterbedrijven lijken op te leggen.<sup>21</sup>

In figuur 3.4 zijn twee bijzondere periodes waarneembaar. Zowel in absolute zin als in relatieve zin (ten opzichte van het eigen vermogen) blijken de dividenduitkeringen fors hoger te zijn in de jaren 1995-1996 en 2004-2005. In eerstgenoemde periode komt dit door een hoge winstafdracht van het toenmalige Waterleidingbedrijf Amsterdam aan de gemeente die in 1997 zeer sterk is teruggebracht. In de tweede periode is eveneens sprake van concentratie van winstuitkering bij een of enkele bedrijven (zie tabel 3.2).

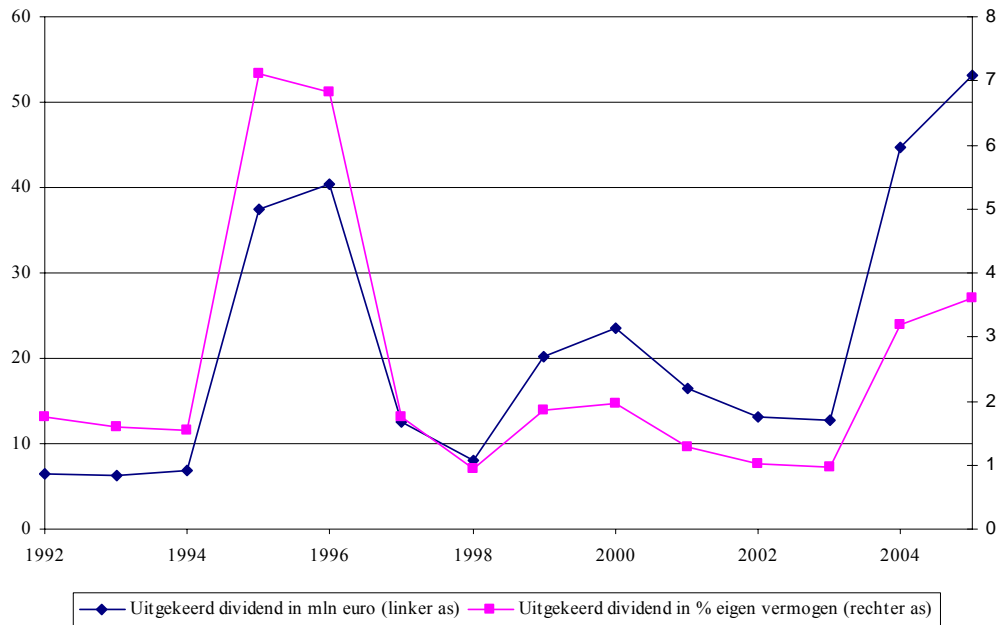
Zoals tabel 3.2 laat zien geldt voor de Nederlandse drinkwatersector als geheel dat het merendeel (72%) van de in 2005 behaalde totale winst is toegevoegd aan de reserves. Zeven van de dertien individuele drinkwaterbedrijven keerden in het geheel geen winst uit. Zoals aangegeven is als gevolg hiervan het eigen vermogen als percentage van het totale vermogen sinds het begin van de jaren '90 sterk toegenomen. De toegenomen winsten hebben er dus in ieder geval toe geleid dat de financiële positie van de Nederlandse drinkwatersector sterk is verbeterd. Met uitzondering van WLB A'dam dat een bijzondere positie inneemt – dit bedrijf is als voormalige gemeentelijke dienst van Amsterdam volledig gefinancierd met vreemd vermogen en kent zelfs een negatief eigen vermogen – beschikken alle drinkwaterbedrijven inmiddels dus over een aanzienlijke hoeveelheid eigen vermogen.

---

<sup>20</sup> Gedefinieerd als eigen vermogen als percentage van het totale vermogen

<sup>21</sup> Wellicht speelt hierbij een rol dat internationalisering van het bankwezen sectorspecifieke financiering op basis van een laag risicoprofiel steeds moeilijker maakt. Besluitvormers in internationale hoofdkantoren hebben meestal weinig specifieke kennis van de bijzondere omstandigheden van de Nederlandse drinkwatersector.

**Figuur 3.4:** Ontwikkeling dividend uitkering (linkeras in miljoenen euro's van 2005, rechteras in percentage van eigen vermogen)



**Tabel 3.2:** Winstbestemming Nederlandse drinkwaterbedrijven in 2005

	Winst *€1.000	Dividend *€1.000	Reserves *€1.000	Dividend % winst	Reserves % winst	Dividend % EV	EV <sup>a</sup> % TV
Evides	68.000	34.000	34.000	50%	50%	9,0%	41%
Vitens	47.900	10.600	37.300	22%	78%	3,9%	26%
Brabant Water	27.903	0	27.903	0%	100%	0,0%	36%
Hydron MN	10.179	5.779	4.400	57%	43%	10,5%	22%
WML	8.103	0	8.103	0%	100%	0,0%	31%
DZH	5.595	0	5.595	0%	100%	0,0%	26%
PWN	5.193	852	4.341	16%	84%	0,5%	24%
WBGR	5.141	0	5.141	0%	100%	0,0%	33%
Hydron Fl	3.136	3	3.133	0%	100%	0,0%	26%
Oasen	1.941	0	1.941	0%	100%	0,0%	26%
TWM	1.621	525	1.096	32%	68%	2,3%	29%
WMD	1.099	3	1.096	0%	100%	0,0%	24%
WLB A'dam <sup>b</sup>	1.762	1.447	315	82%	18%	n.v.t.	n.v.t.
<b>Totaal</b>	<b>187.573</b>	<b>53.209</b>	<b>134.364</b>	<b>28%</b>	<b>72%</b>	<b>3,6</b>	<b>29%</b>

Bron: eigen berekening SEOR-ECRi o.b.v. openbare jaarverslagen

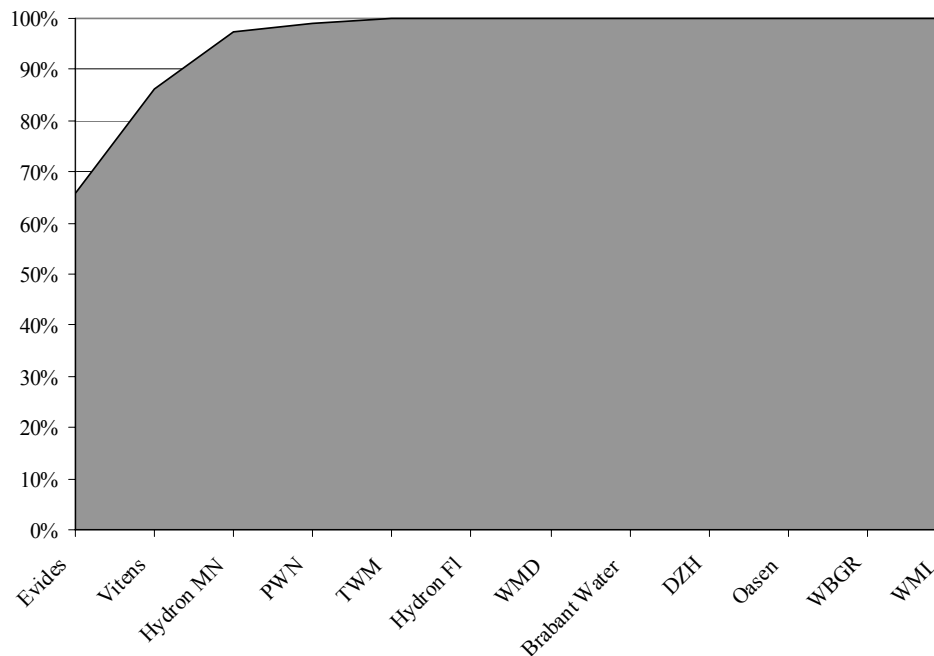
a. Eigen vermogen exclusief bijdragen van derden op de geconsolideerde balans (na winstbestemming).

b. De 'dividenduitkering' van WLB A'dam is een genormeerde winstafdracht aan de gemeente A'dam.



In nominale zin kende Evides in 2005 de hoogste dividenduitkering. De aandeelhouders van dit drinkwaterbedrijf kregen dat jaar gezamenlijk 34 miljoen euro uitgekeerd: bijna 66% van het totale dividend dat door de Nederlandse drinkwaterbedrijven dat jaar aan aandeelhouders werd uitgekeerd. Ook de drinkwaterbedrijven Vitens en Hydron Midden-Nederland blijken in 2005 hoge bedragen aan dividend te hebben uitgekeerd, respectievelijk 10,6 miljoen euro en bijna 5,8 miljoen euro. Voor Hydron Midden-Nederland geldt dat het percentage van de behaalde winst dat in de vorm van dividend ter beschikking van de aandeelhouders is gesteld met 57% het hoogste in de Nederlandse drinkwatersector was. De drie genoemde bedrijven hebben tevens een relatief hoge dividenduitkering ten opzichte van het eigen vermogen, waarbij met name Evides en Hydron Midden-Nederland hoog scoren. Figuur 3.5 laat zien dat de drie genoemde drinkwaterbedrijven gezamenlijk ruim 97% van het in totaal uitgekeerde dividend voor hun rekening nemen.

**Figuur 3.5:** Cumulatieve uitkering dividend Nederlandse drinkwaterbedrijven in 2005 (als % van totale winst)



Uit de jaarverslagen van Vitens en Evides over 2006 blijkt dat ten opzichte van 2005 de dividenduitkering toeneemt. Over 2006 keert Evides 59 miljoen euro uit aan aandeelhouders, terwijl de winst 119 miljoen euro bedraagt.<sup>22</sup> In 2006 zijn Vitens, Hydron Midden-Nederland en Hydron Flevoland gefuseerd. De dividenduitkering van Vitens is verlaagd naar 6 miljoen euro. Hier staat tegenover dat 190 miljoen euro aan preferente aandelen is omgezet in een achtergestelde lening waarop in 2006 een rentevergoeding is uitgekeerd van 10 miljoen euro. Per saldo is dus sprake van een ‘winstuitkering’ die gelijk is aan 2005. Aangezien in de

<sup>22</sup> Hiervan is 45 miljoen euro incidenteel resultaat als gevolg van een eenmalig lagere afschrijving en vrijval van een voorziening.

toekomst aflossing van deze lening plaatsvindt – voor 2007 is een bedrag van 53 miljoen euro voorzien – zal dit bedrag naar verwachting toenemen.

Alle drinkwaterbedrijven hebben in hun statuten een winstbestemmingsregeling opgenomen. Een overzicht van deze regelingen is te vinden in Bijlage B. Als enige blijkt Duinwaterbedrijf Zuid-Holland (DZH) statutair te hebben vastgelegd dat aandeelhouders geen dividenduitkering ontvangen. Voor de overige drinkwaterbedrijven geldt dat uitkering van dividend wel tot de mogelijkheden behoort en dat hierover in de jaarlijkse AVA in onderling overleg afspraken gemaakt moeten worden.

### **3.5 Conclusie**

Voor twee van de drie punten die in deze paragraaf aan bod zijn gekomen geldt dat de Nederlandse drinkwatersector op dit moment zonder meer goed presteert. De kwaliteit van het drinkwater is goed en sinds de introductie van de (nu nog vrijwillige) prestatievergelijking is de doelmatigheid sterk verbeterd. Wat betreft de winsten is het beeld echter minder eenduidig. De gezamenlijke winst in de drinkwatersector is ten opzichte van het verleden flink toegenomen. Dit heeft over de gehele linie geresulteerd in een verbetering van de financiële positie: de gemiddelde solvabiliteit is gestegen tot 29%. Zowel ten aanzien van de omvang van de behaalde winst als de bestemming ervan – toevoegen aan eigen vermogen of uitkeren aan aandeelhouders – zijn grote verschillen tussen bedrijven zichtbaar. In 2005 werd bijna 80% van de totale winst in de drinkwatersector behaald door de drie meest winstgevende bedrijven: Evides, Brabant Water en Vitens. Voor het uitgekeerde dividend geldt zelfs dat de drie meest ‘ruimhartige’ drinkwaterbedrijven in 2005 ruim 97% van het totaalbedrag aan dividend voor hun rekening namen: Evides, Vitens en Hydron Midden-Nederland. In 2006 is de winstuitkering van deze bedrijven aan de aandeelhouders toegenomen. Zoals al aangeven in hoofdstuk 1 heeft een en ander de Tweede Kamer ertoe bewogen realisatie van een extra waarborg voor redelijke tarieven wenselijk te achten. In hoofdstuk 4 gaan we na welk systeem van winstregulering hiervoor, gegeven het huidige decentrale toezichtmodel, het meest geschikt zou zijn.

## 4. Systemen van winstregulering

### 4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de vraag centraal welk systeem van winstregulering het meest geschikt is om ertoe bij te dragen dat drinkwaterbedrijven redelijke tarieven in rekening brengen. Bij de beantwoording van deze vraag is de huidige institutionele vormgeving van de Nederlandse drinkwatersector als uitgangspunt genomen:

1. De drinkwaterbedrijven beschikken over een regionale monopoliepositie en zijn geheel in publieke handen (zie paragraaf 2.2).
2. De eigenaren van de drinkwaterbedrijven dienen op decentraal niveau zorg te dragen voor een transparante en redelijke tariefstelling (zie paragraaf 2.2).
3. Om het publieke belang doelmatigheid te waarborgen wordt in de Drinkwaterwet een openbare prestatievergelijking verplicht gesteld (zie paragraaf 2.4).

In het vervolg van dit hoofdstuk komen drie mogelijke systemen van winstregulering aan de orde, te weten (i) een maximaal toegestane winst (paragraaf 4.3), (ii) een maximaal toegestane winstuitkering (paragraaf 4.4) en (iii) een maximaal toegestane winstuitkering in combinatie met een bovengrens aan de solvabiliteit (paragraaf 4.5). Voor elk van deze systemen zal een *kwalitatieve* inschatting gemaakt worden van het risico op overheidsfalen, de effectiviteit en de bijbehorende uitvoeringskosten en administratieve lasten. Alvorens de drie mogelijke systemen van winstregulering te beschrijven komen in paragraaf 4.2 allereerst de vragen aan de orde: wat is een redelijk tarief en wanneer is sprake van een overwinst? Tenslotte wordt in paragraaf 4.6 op basis van een onderlinge vergelijking aangegeven welk van deze systemen de voorkeur verdient.

### 4.2 Analyse: wat is een redelijk tarief?

Zoals in hoofdstuk 2 is beschreven zijn de Nederlandse drinkwaterbedrijven regionale monopolisten en dient een verplichte prestatievergelijking de doelmatigheid te bevorderen. Door de afwezigheid van directe concurrentie en de relatief geringe prijselasticiteit van de vraag naar drinkwater is echter niet zonder meer gegarandeerd dat gerealiseerde kostenbesparingen in de vorm van een tariefsverlaging aan de gebonden klanten worden doorgegeven.

Drinkwaterbedrijven kunnen in principe op drie manieren omgaan met mogelijke kostenbesparingen:

1. De tarieven worden verlaagd. In dat geval profiteren de gebonden klanten direct van de verbeterde doelmatigheid.
2. De tarieven worden niet verlaagd, zodat een hogere winst resulteert die vervolgens aan de algemene reserves wordt toegevoegd om de vermogenspositie van het bedrijf (solvabiliteit) te verbeteren. De gebonden klanten profiteren *indirect* van de verbeterde doelmatigheid als de hogere solvabiliteit (i) nodig is om noodzakelijke

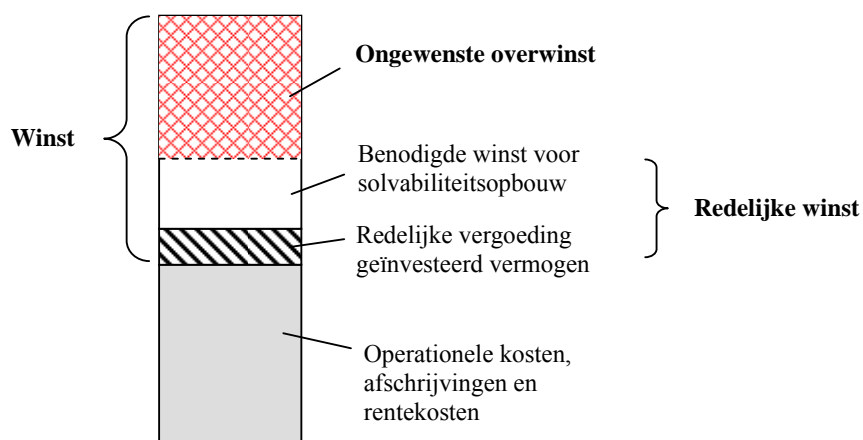
investeringen te financieren en/of (ii) tot lagere rentebetalingen aan de verschaffers van vreemd vermogen leidt.

3. De tarieven worden niet verlaagd, zodat een hogere winst resulteert die vervolgens in de vorm van dividend aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd. In dat geval profiteert de gebonden klant zelf niet van de verbeterde doelmatigheid.

Zoals uit het bovenstaande blijkt, kan niet zonder meer geconcludeerd worden dat alle winst die een drinkwaterbedrijf in enig jaar behaalt te typeren is als ongewenst. Ten eerste geldt dat – net zo goed als bij andere (private) bedrijven – de aandeelhouders recht hebben op een redelijke vergoeding ter dekking van het risico dat zij over het door hun geïnvesteerd vermogen lopen. Ten tweede moet rekening worden gehouden met het feit dat alle Nederlandse drinkwaterbedrijven in publieke handen zijn en dus geen gebruik kunnen maken van de (private) aandelenmarkt om extra kapitaal aan te trekken. Doordat de financiële mogelijkheden van de huidige aandeelhouders – de decentrale overheden – eveneens beperkt zijn, is winst in de drinkwatersector dus een belangrijke financieringsbron voor noodzakelijke investeringen. Het reserveren van winst vormt voor drinkwaterbedrijven feitelijk de enige manier om hun vermogenspositie (solvabiliteit) te verbeteren.

Het is ten aanzien van de Nederlandse drinkwatersector daarom verstandig om een onderscheid te maken tussen (i) een redelijke winst die nodig is om aandeelhouders een redelijke vergoeding op het geïnvesteerde vermogen te verschaffen en voldoende solvabiliteit op te bouwen en (ii) een eventuele overwinst die ertoe leidt dat tarieven voor de gebonden gebruiker onredelijk hoog zijn (zie figuur 4.1). Een adequaat systeem van winstregulering gaat deze tweede vorm van winst zoveel mogelijk tegen, zonder de eerste vorm van winst onmogelijk te maken.

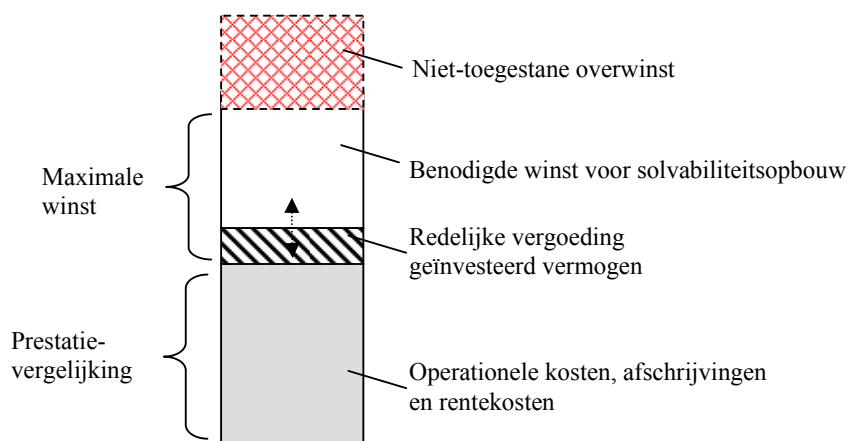
**Figuur 4.1:** Redelijke winst versus overwinst



### 4.3 Maximaal toegestane winst

Wanneer de overheid de tariefstelling wil overlaten aan de eigenaren van het drinkwaterbedrijf – wat nadrukkelijk het uitgangspunt is van voorliggend onderzoek – is regulering van de totale winst een eerste optie om overwinsten tegen te gaan. In dat geval stelt een centrale toezichthoudende instantie een maximum aan de omvang van de totale winst die een drinkwaterbedrijf mag realiseren, gedefinieerd als een toegestaan winstpercentage vermenigvuldigd met een bepaalde grondslag.<sup>23</sup> Bij het vaststellen van de maximaal toegestane winst houdt de toezichthoudende instantie rekening met (i) een redelijke vergoeding voor het risico dat kapitaalverschaffers over het door hen geïnvesteerde vermogen lopen en (ii) een verantwoorde financiering van noodzakelijke toekomstige investeringen. Elke winst die boven deze maximaal toegestane winst uitstijgt, wordt aangemerkt als onredelijk en ongewenst (het dubbel gearceerde deel van figuur 4.2).

**Figuur 4.2:** Maximaal toegestane winst



Merk op dat in dit systeem van winstregulering de toezichthoudende instantie alleen eisen stelt aan de *omvang* van de toegestane winst en niet aan de *bestemming* ervan. De beslissing welk deel van de winst in de vorm van dividend aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd (volgens de toezichthoudende instantie zou het zwart gearceerde deel van figuur 4.2 redelijk zijn) en welke deel gebruikt wordt om de solvabiliteit op te bouwen om toekomstige investeringen te financieren (volgens de toezichthoudende instantie is het wit gekleurde deel van figuur 4.2 hiervoor voldoende) blijft de gezamenlijke verantwoordelijkheid van het

<sup>23</sup> Afhankelijk van de precieze vormgeving betreft dit een totale winst per jaar of een totale *gemiddelde* winst over meerdere jaren gemeten. Dit laatste zou betekenen dat drinkwaterbedrijven bepaalde jaren waarin de gerealiseerde winst (onverwacht) tegenvalt later kunnen compenseren. Daar staat echter tegenover dat zo'n mogelijkheid van 'intertemporele winstsubstitutie' dit systeem van winstregulering (aanzienlijk) complexer maakt.

drinkwaterbedrijf en de AVA. Zoals bij elk van de in dit hoofdstuk beschreven mogelijke systemen van winstregulering dient de verplichte prestatievergelijking de drinkwaterbedrijven te prikkelen om hun operationele kosten, afschrijvingen en rentekosten te optimaliseren.

### **Risico op overheidsfalen**

Vanwege de publieke belangen is het belangrijk dat een centrale toezichthouder de maximaal toegestane winst die een drinkwaterbedrijf mag maken op het *juiste niveau* vaststelt. Wanneer de maximaal toegestane winst te hoog wordt vastgesteld, resulteert dit mogelijk in onredelijk hoge drinkwatertarieven voor de gebonden klanten. Een te lage toegestane winst daarentegen kan ertoe leiden dat noodzakelijke investeringen in het gedrang komen waardoor de kwaliteit en de leveringszekerheid van drinkwater in gevaar komt. In beide gevallen is sprake van overheidsfalen: door de regulering raken de publieke belangen in het geding.

Om overheidsfalen zoveel mogelijk uit te sluiten is een gedetailleerde analyse van de vermogenspositie en de geplande investeringsagenda van elk drinkwaterbedrijf belangrijk om zodoende zorgvuldig vast te stellen hoeveel winst nodig is voor de solvabiliteitsopbouw. Daarbij hoort ook een kritische beoordeling van de noodzaak van de investeringsplannen. Gezien de verschillen in investeringsagenda en vermogenspositie van Nederlandse drinkwaterbedrijven lijkt het onwaarschijnlijk dat volstaan kan worden met een uniforme maximaal toegestane winst. Onze inschatting is dat het risico op overheidsfalen groot is door de grote informatiebehoefte van de toezichthouder.

### **Ongewenst strategisch gedrag en toezicht**

Drinkwaterbedrijven die – al dan niet onder druk van de AVA – naar meer dan de maximaal toegestane winst streven zullen onder dit systeem ongewenst strategisch gedrag vertonen. Om te komen tot een adequaat toezichtstelsel is het van belang in kaart te brengen welke ongewenste strategische gedragingen zich zouden kunnen voordoen. Achtereenvolgens komen aan de orde: (a) kostenverschuivingen in de boekhouding en (b) hogere dividenduitkering.

#### *a) Kostenverschuivingen in de boekhouding*

Boekhoudkundig gezien beschikken drinkwaterbedrijven over mogelijkheden om meer winst te behalen dan is toegestaan. Stel dat de gerealiseerde winst bij het opmaken van de jaarrekening hoger blijkt te zijn dan toegestaan. Het teveel aan winst kan worden ‘weggepoetst’ door toekomstige kosten in de tijd naar voren te halen, bijvoorbeeld in de vorm van inhaalafschrijvingen, het verkorten van de afschrijvingstermijnen en/of het vormen van voorzieningen. Op deze manier is het tevens mogelijk om in latere jaren wanneer de gerealiseerde winst lager is dan toegestaan deze kunstmatig te vergroten tot het toegestane maximum. Bijvoorbeeld door de gevormde voorzieningen (gedeeltelijk) te laten vrijvallen.

Dergelijk strategisch gedrag is ongewenst omdat het tarief voor de gebonden klant hierdoor nog steeds onredelijk hoog is. Bovendien ondermijnt het een goede werking van de prestatievergelijking als doelmatigheidsinstrument. Kostengegevens kunnen grote verschillen gaan vertonen en kunnen zelfs van jaar op jaar sterk gaan fluctueren. Zowel de vergelijkbaarheid van drinkwaterbedrijven onderling als de vergelijkbaarheid van jaren neemt hierdoor af.

Om het genoemde strategische gedrag tegen te gaan is extra regelgeving en toezicht nodig. Het gaat hierbij vooral om eenduidige afspraken over (i) de te hanteren boekhoudsystematiek (*ex ante*) en/of (ii) hoe bij de analyse van de door de drinkwaterbedrijven gerapporteerde kostengegevens om te gaan met waargenomen verschillen (*ex post*).

#### *b) Hogere dividenduitkering*

Aandeelhouders van drinkwaterbedrijven die geen genoegen nemen met de door de centrale toezichthoudende instantie bepaalde redelijke vergoeding voor het risico van het geïnvesteerde vermogen kunnen een hogere dividenduitkering eisen. In dat geval wordt (een deel van) de met het oog op de vermogensopbouw toegestane winst door hen in feite misbruikt om een meer dan redelijke vergoeding op het geïnvesteerde vermogen te kunnen incasseren. Dit gedrag is ongewenst, omdat hierdoor de vermogenspositie van de onderneming verslechtert waardoor investeringen uitgesteld (moeten) worden. Dit levert risico's op voor de publieke belangen kwaliteit, leveringszekerheid en de doelmatigheid op de lange termijn.

Extra regelgeving of toezicht kan dit gedrag niet voorkomen, omdat de bestemming van de toegestane winst onder dit systeem de gezamenlijke verantwoordelijkheid van het drinkwaterbedrijf en de AVA is. Als een drinkwaterbedrijf zich op deze wijze zou gedragen, kan de conclusie worden getrokken dat het decentrale toezicht feitelijk niet langer functioneert: aandeelhouders van het betreffende bedrijf stellen niet de publieke belangen voorop, maar de financiële opbrengst van hun aandeelhouderschap.

#### **Ongewenste bijwerking**

In aanvulling op bovenstaande strategische gedragingen geldt dat dit eerste systeem van winstregulering nog een ongewenste bijwerking kan hebben. Drinkwaterbedrijven die voorheen kostenbesparingen hebben gerealiseerd vanwege de hogere winst die dit tot gevolg had, kunnen onder dit systeem niet meer of aanzienlijk minder gemotiveerd zijn om de doelmatigheid te verbeteren. De winst die het drinkwaterbedrijf mag realiseren is immers aan een bovengrens gebonden. Door onverschilligheid en/of gemakzucht kan de integrale kostprijs in de loop van de tijd gaan stijgen. De afwezigheid van (directe) concurrentie zorgt ervoor dat drinkwaterbedrijven inefficiëntie namelijk ongestraft kunnen afwentelen op de consument in de vorm van hogere prijzen. Drinkwaterbedrijven die dergelijk inefficiënt gedrag vertonen zullen slecht scoren in de verplichte prestatievergelijking (benchmark).

## **Kosten**

De kosten van dit systeem van winstregulering zijn aanzienlijk. De uitvoeringskosten zijn hoog vanwege de grote informatiebehoefte van de centrale toezichthoudende instantie. Per drinkwaterbedrijf is immers een gedetailleerde analyse van de vermogenspositie en de investeringsplannen nodig. Aangezien elk drinkwaterbedrijf informatie aan de toezichthouder zal moeten aanleveren, zijn de administratieve lasten voor de bedrijven eveneens hoog. Om ongewenst strategisch gedrag tegen te gaan is extra toezicht noodzakelijk op naleving van de boekhoudkundige spelregels. Bovendien is het mogelijk dat de uitvoeringskosten van de prestatievergelijking toenemen. De hoogte van de uitvoeringskosten zijn mede afhankelijk van de gekozen grondslag (zie paragraaf 5.4). Wat betreft de administratieve lasten en uitvoeringskosten verschilt een systeem waarbij de omvang van de totale winst wordt gereguleerd niet wezenlijk van tariefregulering (zie onderstaand kader).<sup>24</sup>

Bij tariefregulering bepaalt een centrale toezichthouder wat een redelijk tarief voor drinkwater is. Hiervoor dient deze toezichthouder een zorgvuldige inschatting te maken van de noodzakelijke operationele kosten en de kapitaalkosten, gegeven een inschatting van de optimale verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Tot de kapitaalkosten behoren afschrijvingskosten, rentekosten en een redelijke vergoeding voor het geïnvesteerde vermogen. De informatiebehoefte van de toezichthouder is bij tariefregulering dus groot, waardoor ook overheidsfalen niet uitgesloten kan worden.

Een direct gevolg van tariefregulering is dat de centrale toezichthouder bepaalt welke investeringen de komende periode noodzakelijk zijn, want alleen voor die investeringen wordt de financiële ruimte gecreëerd in het tarief. Onder dit systeem zijn de decentrale overheden dus niet alleen gebonden aan de centraal vastgestelde maximumtarieven, maar ook hebben ze niet langer de vrijheid om zelf de investeringsagenda vast te stellen. Het door de toezichthouder vastgestelde tarief geldt als een maximumtarief en wordt periodiek herzien. Om de doelmatigheid te bevorderen kan de toezichthouder een doelmatigheidskorting in het maximumtarief verdisconteren. De doelmatigheidskorting kan gebaseerd zijn op een systeem van maatstafconcurrentie.

## **Samengevat**

Regulering van de maximaal toegestane totale winst is niet per definitie effectief te noemen. Aanvullende regelgeving en toezicht is nodig om eventueel ongewenst strategisch gedrag van drinkwaterbedrijven in reactie op de regulering adequaat tegen te gaan (zie tabel 4.1). Mede hierdoor zijn de uitvoeringskosten en administratieve lasten hoog. Ook is het risico op overheidsfalen groot.

---

<sup>24</sup> Een grove inschatting duidt erop dat de uitvoeringskosten 4 tot 8 miljoen euro per jaar bedragen. Zie E. Dijkgraaf en M. Varkevisser (2004), Kosten en baten van toezicht op de doelmatigheid van drinkwaterbedrijven, OCFEB Research Memorandum 0404, Erasmus Universiteit Rotterdam.



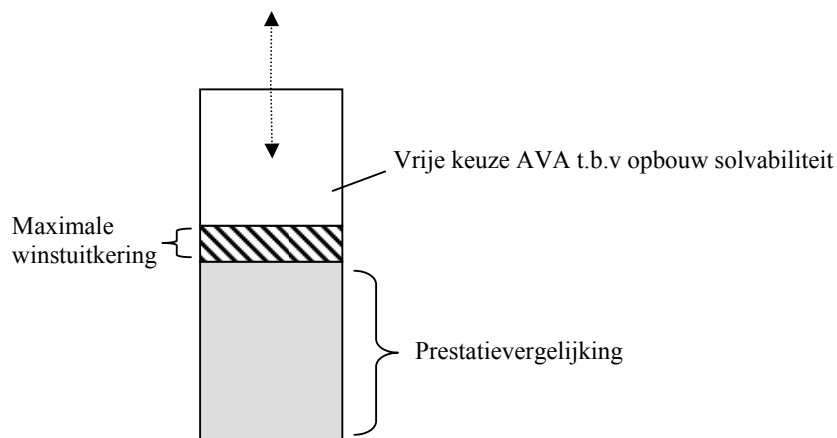
**Tabel 4.1:** Beoordeling systeem maximaal toegestane winst

Risico overheidsfalen	Groot door grote informatiebehoefte centrale toezichhoudende instantie
Effectief	Niet per definitie Mogelijk ongewenst strategisch gedrag: <ul style="list-style-type: none"><li>• Boekhoudkundige kostenverschuivingen</li><li>• Hogere dividenduitkering</li></ul> Mogelijk ongewenste bijwerking regulering: <ul style="list-style-type: none"><li>• Ondoelmatig gedrag</li></ul>
Uitvoeringskosten en administratieve lasten	Hoog

#### 4.4 Maximaal toegestane winstuitkering

Een tweede optie om overwinsten bij drinkwaterbedrijven tegen te gaan is het reguleren van de *winstuitkering*. Een centrale toezichhoudende instantie stelt dan een maximum aan de omvang van de winst die jaarlijks aan de aandeelhouders mag worden uitgekeerd, gedefinieerd als een toegestaan rendementspercentage vermenigvuldigd met een bepaalde grondslag. Bij het vaststellen van de maximaal toegestane winstuitkering houdt de centrale toezichhouder rekening met het risico dat kapitaalverschaffers over hun vermogen lopen. Voor alle duidelijkheid: er wordt geen maximum gesteld aan de omvang van de totale winst. Als in enig jaar meer winst wordt gemaakt dan aan de aandeelhouders mag worden uitgekeerd, dient het resterende bedrag verplicht aan de algemene reserves te worden toegevoegd. De solvabiliteit van de onderneming neemt hierdoor toe. Vergeleken met het systeem waarin de totale winstomvang gereguleerd wordt behoudt het drinkwaterbedrijf en de AVA onder dit systeem dus de vrijheid om bij de tariefstelling rekening te houden met de financiering van toekomstige investeringen (zie figuur 4.3).

**Figuur 4.3:** Maximaal toegestane winstuitkering



### **Risico op overheidsfalen**

Bij het reguleren van de dividenduitkering treedt overheidsfalen op wanneer het maximaal toegestane dividend te hoog wordt vastgesteld. In dat geval kunnen aandeelhouders namelijk meer dividend opeisen dan gezien het bedrijfsrisico redelijk zou zijn met als gevolg dat het drinkwatertarief voor de gebonden klant hoger dan nodig is. Wanneer de maximaal toegestane dividenduitkering door een te conservatieve inschatting van het bedrijfsrisico te laag wordt bepaald, heeft dit geen directe negatieve consequenties voor de publieke belangen. Wel zullen aandeelhouders van drinkwaterbedrijven terecht ontevreden zijn. Mede doordat ze in de praktijk weinig mogelijkheden hebben om hun aandelen van de hand te doen, zullen ze wellicht (ongewenst) strategisch gedrag gaan vertonen (zie verderop).

Om het bovengenoemde overheidsfalen en (ongewenst) strategisch gedrag zoveel mogelijk te voorkomen is een zorgvuldige inschatting van het bedrijfsrisico nodig (zie paragraaf 5.2). Hoogstwaarschijnlijk kan echter volstaan worden met een uniform rendementspercentage voor aandeelhouders, omdat de marktomstandigheden – en dus ook het bedrijfsrisico – voor ieder drinkwaterbedrijf min of meer hetzelfde zijn. Groot voordeel ten op zichte van het reguleren van de totale winst is dan ook dat de toezichhoudende instantie geen gedetailleerde analyse hoeft te maken van de vermogenspositie, de geplande investeringsagenda en de hiervoor benodigde solvabiliteitsopbouw. Doordat de informatiebehoefte van de toezichhoudende instantie onder een systeem van dividendregulering veel beperkter is, is onze inschatting dat het risico op overheidsfalen klein is.

### **Ongewenst strategisch gedrag en toezicht**

Aandeelhouders van drinkwaterbedrijven die een hogere financiële opbrengst van hun aandeelhouderschap willen dan maximaal is toegestaan, zullen onder een systeem waarbij de winstuitkering aan een maximum is gebonden ongewenst strategisch gedrag vertonen. Ongewenste strategische gedragingen die zich zouden kunnen voordoen zijn de volgende: (a) het indirect uitkeren van winst en (b) het doen oplopen van de solvabiliteit naar een onredelijk hoog niveau.

#### *a) Indirecte winstuitkering*

Aandeelhouders van drinkwaterbedrijven die geen genoegen nemen met het door de toezichthouder bepaalde redelijke vergoeding voor het risico van het geïnvesteerd vermogen kunnen op zoek gaan naar andere indirecte manieren dan regulier dividend om geld uit het bedrijf te halen. Voorbeelden hiervan zijn precario waar geen kosten tegenover staan en die rechtstreeks naar de aandeelhouder vloeit, en rente en aflossing van achtergestelde leningen die via het omzetten van (preferente) aandelen gecreëerd zijn (zie ook paragraaf 3.4).

Dergelijk strategische gedrag is ongewenst. Ten eerste omdat de gebonden klant hierdoor nog steeds meer betaalt dan voor een redelijke winstuitkering nodig is. Ten tweede omdat de vermogenspositie van de onderneming hierdoor op korte termijn verslechtert en dit zou

nadelige gevolgen kunnen hebben voor de vanuit het oogpunt van kwaliteit en doelmatigheid noodzakelijke investeringen.

Om het genoemde strategische gedrag tegen te gaan is extra regelgeving en toezicht nodig. In dat kader is het verstandig om een brede definitie van winstuitkering te hanteren en alle financiële middelen die vanuit of via het drinkwaterbedrijf op welke wijze dan ook naar de aandeelhouders vloeien aan te merken als winstuitkering.

*b) Opbouw van solvabiliteit tot onredelijk hoog niveau*

Bij regulering van de winstuitkering behouden drinkwaterbedrijven nadrukkelijk de vrijheid om naar eigen goeddunken een bepaalde solvabiliteit na te streven. Als in enig jaar meer winst wordt gemaakt dan aan de aandeelhouders mag worden uitgekeerd, resulteert dit immers direct in een toename van de solvabiliteit. Tot op zekere hoogte is het verbeteren van de solvabiliteit vanuit het perspectief van de gebonden klant voordelig. De klant profiteert van een gezonde vermogenspositie, omdat dit betekent dat binnen het drinkwaterbedrijf voldoende financiële middelen aanwezig zijn om noodzakelijke investeringen te doen. Daarnaast geldt dat de kosten van vreemd vermogen – bijzondere omstandigheden daargelaten – lager zijn wanneer de betreffende onderneming een laag insolventierisico heeft. Lagere rentekosten betekenen *ceteris paribus* een lagere kostprijs per m<sup>3</sup> drinkwater.

Het verder verhogen van de solvabiliteit boven het niveau waarop de gebonden klant er voordeel van heeft, is op te vatten als ongewenst strategisch gedrag van het drinkwaterbedrijf in kwestie. Een hoge solvabiliteit betekent een grotere ‘bruidschat’ bij een eventuele toekomstige fusie. Ook wanneer eventueel alsnog gekozen wordt voor een privatisering van drinkwaterbedrijven hebben aandeelhouders financieel voordeel van een hoge solvabiliteit. In het meest extreme geval realiseert het drinkwaterbedrijf met het geld van de gebonden klanten uiteindelijk een solvabiliteit van 100%. De activa is dan volledig gefinancierd met eigen vermogen en de onderneming betaalt in het geheel geen rente omdat binnen het bedrijf immers geen vreemd vermogen aanwezig is. Dit is te typeren als ongewenst strategisch gedrag. De gebonden klanten worden op deze manier gedwongen om te investeren in hun regionale drinkwaterbedrijf zonder dat hier nog een voordeel voor hen tegenover staat. Daarnaast is voor hen onduidelijk of, en zo ja op welke manier, huidige overwinsten die aan de reserves worden toegevoegd ooit aan hen worden ‘terugbetaald’.

**Ongewenste bijwerking**

In aanvulling op bovenstaande strategische gedragingen geldt dat dit tweede systeem van winstregulering nog een ongewenste bijwerking kan hebben. Aandeelhouders die voorheen het management aanspoorde tot meer doelmatigheid vanwege de hogere winstuitkering die zij hierdoor konden verwachten kunnen onder dit systeem niet meer of aanzienlijk minder gemotiveerd zijn om op de kosten te letten. Hun winstuitkering is immers aan een maximum gebonden. Door onverschilligheid en/of gemakzucht kan de integrale kostprijs gaan stijgen. Doordat (directe) concurrentie afwezig is kan het drinkwaterbedrijf inefficiëntie namelijk

ongestraft afwentelen op de consument in de vorm van hogere prijzen. Zoals eerder genoemd in paragraaf 4.3 zullen drinkwaterbedrijven die dergelijk inefficiënt gedrag vertonen slecht scoren in de verplichte prestatievergelijking.

### **Kosten**

De uitvoeringskosten van dit systeem van winstregulering zijn relatief laag, omdat de informatiebehoefte van de toezichhoudende instantie beperkt is. Al dan niet per drinkwaterbedrijf dient er een zorgvuldige inschatting gemaakt te worden van het risico dat aandeelhouders over het geïnvesteerde vermogen lopen. De administratieve lasten voor drinkwaterbedrijven zijn nihil. Informatie over het aan aandeelhouders uitgekeerd dividend staat immers vermeld in het jaarverslag van het drinkwaterbedrijf. Wel is enig extra toezicht nodig om te voorkomen dat aandeelhouders profiteren van andere indirecte vormen van winstuitkering. De precieze hoogte van de uitvoeringskosten is mede afhankelijk van de grondslag die gekozen wordt voor het bepalen van de maximaal toegestane winstuitkering (zie paragraaf 5.4).

### **Samengevat**

Ook regulering van de maximaal toegestane winstuitkering is niet per definitie effectief te noemen (zie tabel 4.2). Weliswaar zijn de uitvoeringskosten en administratieve lasten laag en is daarnaast het risico op overheidsfalen klein, maar daar staat tegenover dat drinkwaterbedrijven ongewenst strategisch kunnen gaan vertonen. Met name het opbouwen van een onredelijk hoge solvabiliteit om hier later de (financiële) vruchten van te plukken vormt bij dit systeem van winstregulering een reëel gevaar.

**Tabel 4.2:** Beoordeling systeem maximaal toegestane dividendumuitkering

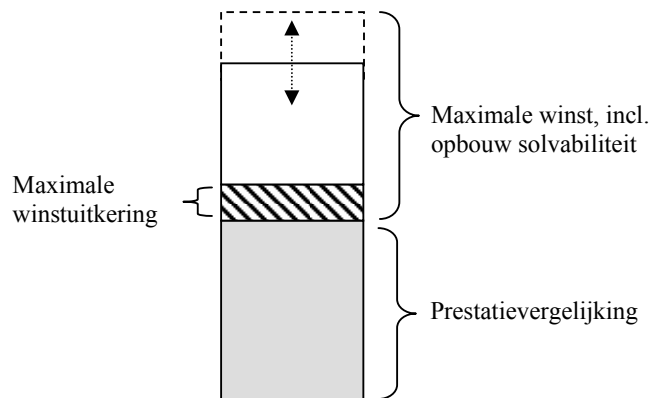
Risico overheidsfalen	Klein
Effectief	Niet per definitie
	Mogelijk ongewenst strategisch gedrag: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Uitkeren indirect dividend</li> <li>• Onredelijk hoge solvabiliteit met het oog op fusie, privatisering</li> </ul>
	Mogelijk ongewenste bijwerking regulering: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ondoelmatig gedrag</li> </ul>
Uitvoeringskosten en administratieve lasten	Laag

### **4.5 Maximaal toegestane winstuitkering en bovengrens aan solvabiliteit**

In deze paragraaf bespreken we een systeem van winstregulering dat zowel tracht te voorkomen dat drinkwaterbedrijven overwinsten realiseren om deze aan aandeelhouders uit te keren als tracht te voorkomen dat drinkwaterbedrijven op kosten van de gebonden klanten een onredelijke hoge solvabiliteit opbouwen. Een centrale toezichhoudende instantie stelt onder dit systeem zowel een maximum aan de omvang van de toegestane winst die (jaarlijks) aan aandeelhouders mag worden uitgekeerd als een bovengrens aan de solvabiliteit. De maximale

dividenduitkering wordt gedefinieerd als een toegestaan rendementspercentage vermenigvuldigd met een bepaalde grondslag. Bij het vaststellen van de maximaal toegestane winstuitkering houdt de centrale toezichthoudende instantie rekening met het risico dat kapitaalverschaffers over het door hun geïnvesteerde vermogen lopen. Bij het bepalen van de maximumsolvabiliteit neemt de toezichthouder mee dat de onderneming financieel gezond moet zijn zodat noodzakelijke investeringen uitgevoerd kunnen worden. Een drinkwaterbedrijf met een solvabiliteit die gelijk is aan het maximum moet bij zijn tariefstelling er rekening mee houden dat de maximale omvang van de totale winst niet meer mag zijn dan de redelijk geachte vergoeding die aan de aandeelhouders mag worden uitgekeerd (zie figuur 4.4). Een drinkwaterbedrijf dat in enig jaar wel meer winst maakt dan aan aandeelhouders mag worden uitgekeerd en/of aan de reserves mag worden toegevoegd, wordt verplicht het restant (zijnde de overwinst) op een of andere wijze aan te klant terug te geven.

**Figuur 4.4:** Maximaal toegestane winstuitkering en bovengrens aan solvabiliteit



### Risico op overheidsfalen

Onder dit systeem treedt overheidsfalen op wanneer de maximaal toegestane winstuitkering te hoog wordt vastgesteld. Aandeelhouders kunnen in dat geval een hogere vergoeding ontvangen dan gezien het bedrijfsrisico redelijk zou zijn met een onnodig hoog drinkwatertarief voor de klant als gevolg. Overigens zijn er geen directe negatieve consequenties voor de publieke belangen te verwachten wanneer de maximaal toegestane winstuitkering door een te conservatieve inschatting van het bedrijfsrisico te laag wordt vastgesteld. Wel zullen aandeelhouders van drinkwaterbedrijven in dat geval terecht ontevreden zijn.

Wanneer de toezichthouder de maximumsolvabiliteit te laag vaststelt, bestaat het risico dat het drinkwaterbedrijf moeilijk of alleen tegen hoge(re) rentekosten vreemd vermogen kan

aantrekken om de noodzakelijke investeringen te financieren. Hierdoor kunnen de kwaliteit en leveringszekerheid evenals de doelmatigheid in het geding komen. Een te hoge maximumsolvabiliteit daarentegen resulteert mogelijk in een onnodig hoog drinkwatertarief voor de gebonden klant.

Om overheidsfalen zoveel mogelijk uit te sluiten is een zorgvuldige inschatting van het bedrijfsrisico cruciaal. Hoogstwaarschijnlijk kan echter volstaan worden met een uniform rendementspercentage voor aandeelhouders, omdat de marktomstandigheden – en dus het bedrijfsrisico – voor ieder drinkwaterbedrijf min of meer hetzelfde zijn. Ook voor de maximumsolvabiliteit geldt dat hoogstwaarschijnlijk volstaan kan worden met een uniforme bovengrens, omdat er geen grote verschillen zijn tussen drinkwaterbedrijven. Onze inschatting is dat het risico op overheidsfalen in vergelijking met het reguleren van de totale winst beperkt is door de beperkte informatiebehoefte van de toezichhoudende instantie. Zo is het niet nodig om van ieder drinkwaterbedrijf een gedetailleerde analyse van de vermogenspositie te maken en om de voorgenomen investeringsagenda kritisch te beoordelen.

### **Ongewenst strategisch gedrag en toezicht**

Drinkwaterbedrijven die streven naar een hogere solvabiliteit dan maximaal is toegestaan en/of hun aandeelhouders meer winst willen uitkeren dan maximaal is toegestaan zullen onder dit systeem ongewenst gedrag vertonen. Ongewenste strategische gedragingen die zich zouden kunnen voordoen zijn: (a) het indirect uitkeren van winst en (b) het boekhoudkundig verlagen van de solvabiliteit.

#### *a) Indirecte winstuitkering*

Aandeelhouders van drinkwaterbedrijven die geen genoegen nemen met de door de toezichthouder bepaalde redelijke vergoeding voor het risico van het geïnvesteerd vermogen kunnen op zoek gaan naar andere indirecte manieren dan regulier dividend om geld uit het bedrijf te halen. Voorbeelden hiervan zijn precario waar geen kosten tegenover staan en die rechtstreeks naar de aandeelhouder vloeit, en rente en aflossing van achtergestelde leningen die via het omzetten van (preferente) aandelen gecreëerd zijn (zie ook paragraaf 3.4).

Dergelijk strategische gedrag is ongewenst. Ten eerste omdat de gebonden klant hierdoor nog steeds meer betaalt dan voor een redelijke winstuitkering nodig is. Ten tweede omdat de vermogenspositie van de onderneming hierdoor op korte termijn verslechtert en dit zou nadelige gevolgen kunnen hebben voor de vanuit het oogpunt van kwaliteit en doelmatigheid noodzakelijke investeringen.

Om het genoemde strategische gedrag tegen te gaan is extra regelgeving en toezicht nodig. In dat kader is het verstandig om een brede definitie van winstuitkering te hanteren en alle financiële middelen die vanuit of via het drinkwaterbedrijf op welke wijze dan ook naar de aandeelhouders vloeien aan te merken als winstuitkering.

#### *b) Boekhoudkundig verlagen van de solvabiliteit*

Daarnaast zouden drinkwaterbedrijven ervoor kunnen kiezen om vanuit strategische overwegingen hun solvabiliteit kunstmatig te verlagen. Zodoende kan in absolute zin namelijk een groter 'winstpotentieel' worden gecreëerd. Meest voor de hand liggende manieren om de solvabiliteit te verlagen zijn (1) het naar beneden herwaarderden van vaste activa en (2) het omzetten van eigen vermogen in vreemd vermogen. Het verdient aanbeveling om alert te zijn op beide gedragingen en deze zoveel mogelijk tegen te gaan. Met name het omzetten van eigen vermogen in vreemd vermogen verdient de aandacht, aangezien die niet alleen tot een lagere solvabiliteit leidt maar eveneens tot (extra) inkomsten voor de publieke aandeelhouders en in strikte zin dus op te vatten is als een indirecte winstuitkering.

#### **Ongewenste bijwerking**

Net als bij de eerdergenoemde winstreguleringsystemen is het risico aanwezig dat de doelmatigheid verslechtert. Drinkwaterbedrijven die voorheen gemotiveerd waren om kosten te besparen, omdat dit resulteerde in een hogere winst kunnen onder dit systeem onverschillig of gemakzuchtig worden. Doordat (directe) concurrentie afwezig is kan het drinkwaterbedrijf inefficiëntie ongestraft afwentelen op de consument in de vorm van hogere tarieven. Drinkwaterbedrijven die dergelijk inefficiënt gedrag vertonen zullen slecht scoren in de verplichte prestatievergelijking.

#### **Kosten**

De uitvoeringskosten van dit winstreguleringsstelsel zijn relatief laag, omdat de informatiebehoefte van de toezichthoudende instantie beperkt is. De administratieve lasten voor drinkwaterbedrijven zijn nagenoeg nihil. Informatie over het aan aandeelhouders uitgekeerde dividend staat immers vermeld in het jaarverslag van het drinkwaterbedrijf. Wel is extra toezicht nodig om te voorkomen dat aandeelhouders profiteren van andere indirecte vormen van winstuitkering. De precieze hoogte van de uitvoeringskosten is mede afhankelijk van de grondslag die gekozen wordt voor het bepalen van de maximaal toegestane winstuitkering (zie paragraaf 5.4).

#### **Samengevat**

Mits indirecte winstuitkeringen en strategische verlagingen van de solvabiliteit voorkomen kunnen worden is regulering van de maximaal toegestane winstuitkering in combinatie met een bovengrens aan de solvabiliteit een effectief systeem van winstregulering (zie tabel 4.2). Daarnaast zijn de uitvoeringskosten en administratieve lasten laag en is ook het risico op overheidsfalen klein.

**Tabel 4.3:** Beoordeling systeem maximaal toegestane dividenduitkering in combinatie met bovengrens solvabiliteit

Risico overheidsfalen	Beperkt
Effectief	Ja, mits voorkomen uitkering indirect dividend en boekhoudkundig verlagen solvabiliteit Mogelijk ongewenste bijwerking regulering <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ondoelmatig gedrag</li> </ul>
Uitvoeringskosten en administratieve lasten	Laag

#### 4.6 Conclusie

Een vergelijking op hoofdlijnen van de drie in dit hoofdstuk beschreven systemen van winstregulering (zie de tabellen 4.1, 4.2 en 4.3) leidt ons inziens tot de volgende conclusies:

- Een reguleringssysteem waarbij binnen het huidige decentrale toezichtmodel de totale winst van drinkwaterbedrijven aan een maximum wordt gebonden, is niet aan te bevelen. Niet alleen is de effectiviteit ervan als gevolg van strategisch gedrag onzeker, maar ook zijn de uitvoeringskosten en administratieve lasten hoog en bestaat een groot risico op overheidsfalen. Met name omdat per drinkwaterbedrijf moet worden vastgesteld hoeveel winst in enig jaar of gedurende een bepaalde reguleringsperiode redelijk is gezien het bedrijfsrisico, de vermogenspositie en de geplande noodzakelijke investeringen.
- Reguleren van de winstuitkering is de geëigende manier om binnen het huidige decentrale toezichtmodel een te hoge winstmarge in het drinkwatertarief te voorkomen. Tegelijkertijd kan een onredelijk hoge solvabiliteit (wat ook leidt tot onredelijke hoge tarieven) voorkomen worden door het stellen van een bovengrens aan de solvabiliteit van drinkwaterbedrijven. Een dergelijke systeem is naar verwachting redelijk eenvoudig vorm te geven. Van groot belang is wel dat een centrale toezichthoudende instantie, gegeven de (markt)omstandigheden binnen de drinkwatersector, tot een juiste inschatting van het bedrijfsrisico en de benodigde solvabiliteit komt.
- Ieder systeem van winstregulering heeft als mogelijke negatieve bijwerking dat de prikkel om kosten te besparen vermindert. Dit geldt dus ook voor het door ons geprefereerde systeem van een maximale winstuitkering in combinatie met een bovengrens aan de solvabiliteit. De verplichte prestatievergelijking vormt in dit kader een belangrijk signaleringsinstrument: het maakt eventueel inefficiënt gedrag van drinkwaterbedrijven zichtbaar. Indien invoering van winstregulering zou resulteren in een (sterke) achteruitgang van de doelmatigheid van een drinkwaterbedrijf dan kan hieruit de conclusie worden getrokken dat de publieke aandeelhouders van het drinkwaterbedrijf in kwestie de hen toebedeelde taak als hoeder van de publieke belangen blijkbaar niet adequaat (kunnen) uitvoeren. In dat geval is het decentrale toezichtmodel niet langer houdbaar en zou overwogen moeten worden om de tarieven van het betreffende bedrijf te reguleren.



**Consultatievraag 1:**

Onderschrijft u de keuze voor het model waarbij de winstuitkering wordt gereguleerd en een bovengrens wordt gesteld aan de solvabiliteit? Zo nee, waarom niet?

**Consultatievraag 2:**

Onderschrijft u de noodzaak om winstuitkering te definiëren als alle financiële middelen die op welke wijze dan ook uit of via het drinkwaterbedrijf naar de aandeelhouders vloeien? Zo nee, waarom niet?

**Consultatievraag 3:**

Onderschrijft u de noodzaak om alert te zijn op het kunstmatig verlagen van de solvabiliteit en dit strategische gedrag zoveel mogelijk tegen te gaan? Zo nee, waarom niet?



## 5. Nadere invulling deelaspecten winstregulering

### 5.1 Inleiding

Uit hoofdstuk 4 is gebleken dat overwinsten in de Nederlandse drinkwatersector het beste kunnen worden voorkomen door zowel de winstuitkering aan aandeelhouders als de solvabiliteit van het drinkwaterbedrijf te maximaliseren. Dit hoofdstuk besteedt aandacht aan de invulling van een aantal aspecten van dit systeem van winstregulering. Achtereenvolgens komen aan de orde: (i) de methode voor het bepalen van het redelijke rendement voor aandeelhouders van drinkwaterbedrijven (ii) de duur van de reguleringsperiode, (iii) de keuze van de grondslag, (iv) overwegingen die van belang zijn bij het bepalen van de te hanteren maximumsolvabiliteit en (v) het wettelijke kader en de rol van een centrale toezichhoudende instantie.

### 5.2 Bepalen redelijk rendement aandeelhouders

Om te bepalen wat een redelijk rendement voor aandeelhouders van drinkwaterbedrijven is, kan gebruikgemaakt worden van het Capital Asset Pricing Model (CAPM).<sup>25</sup> Eén van de veronderstellingen van dit uit de financierings- en beleggingstheorie bekende CAPM is dat beleggers risico-avers zijn. Dit impliceert niet dat beleggers geen risico willen lopen, maar dat zij voor het risico een vergoeding eisen. Hoe hoger het risico, hoe hoger de geëiste risicopremie. De risicopremie is een vergoeding voor de zogeheten systematische risico's (marktrisico's). Risico's die niet samenhangen met het marktrisico, zogenaamde niet-systematische risico's, kan een belegger via het aanhouden van een beleggingsportefeuille met voldoende omvang en spreiding namelijk elimineren.

De formule voor een redelijk rendement voor aandeelhouders (=  $r$ ) luidt dan als volgt:

$$(1) \quad r = r_f + \beta_{EV} (r_m - r_f)$$

waarbij  $r_f$  de nominale risicovrije rente is,  $\beta_{EV}$  de zogeheten equity bèta en  $(r_m - r_f)$  de marktrisicopremie. Om te komen tot een passende inschatting van het toegestane rendement moet geanticipeerd worden op te verwachten ontwikkelingen. Het is dan ook belangrijk aandacht te besteden aan de historische ontwikkeling en, indien mogelijk, prognoses ten

---

<sup>25</sup> Opgemerkt moet worden dat een redelijke vergoeding voor aandeelhouders niet hetzelfde is als de zogeheten Weighted Average Cost of Capital (WACC). De WACC wordt onder andere door DTe gebruikt om de *totale* vermogenskosten te bepalen. De WACC is gelijk aan het gewogen gemiddelde van de kostenvoet van vreemd vermogen en eigen vermogen, waarbij het aandeel van deze vermogenstypen in het totale vermogen als wegingsfactor wordt gehanteerd. In tegenstelling tot tariefregulering is bij winstregulering alleen de kostenvoet van eigen vermogen relevant. DTe bepaalt de kostenvoet voor het eigen vermogen aan de hand van het CAPM. Volgens DTe wordt dit model "door de financiële wereld en toezichhouders als het meest geschikte model voor bepaling van de kapitaalkostenvergoeding beschouwd." Zie DTe (2005), Consultatiedocument vermogenskostenvergoeding regionale netbeheerders, Dienst uitvoering en Toezicht Elektriciteitswet, blz. 29.

aanzien van elke parameter. Om rekening te houden met mogelijke onzekerheid zou per parameter een bandbreedte gehanteerd kunnen worden.

De *nominale risicovrije rente* betreft het geëiste rendement op een investering zonder enige vorm van risico inclusief een vergoeding voor de inflatie. In de praktijk bestaat een volledig risicovrije investering echter niet. De risicovrije rente wordt daarom vaak benaderd door uit te gaan van het geëiste rendement op een staatsobligatie. Doordat het geëiste rendement op kortlopende staatsobligaties meer volatiel is in vergelijking met langlopend schuldpapier wordt bij de bepaling van de hoogte van de risicovrije rente doorgaans een staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar gehanteerd. Het is belangrijk dat de te hanteren referentieperiode representatief is voor de (verwachte) risicovrije rente in de komende periode. De Dienst uitvoering en Toezicht elektriciteitswet (DTe) bepaalt de nominale risicovrije rente door het gemiddeld geëiste rendement door beleggers in de 10-jaars Nederlandse staatsobligatie over de laatste twee tot vijf jaar te berekenen.<sup>26</sup>

De *marktrisicopremie* is het verwachte rendement dat beleggers eisen voor het extra risico dat investeren in de marktportefeuille oplevert in vergelijking met een risicovrije investering. Deze rendementsopslag is niet direct observeerbaar. De marktrisicopremie kan wel geschat worden door gebruik te maken van historisch gerealiseerde marktrisicopremies en verwachtingen ten aanzien van de toekomstige marktrisicopremie. Verwachtingen ten aanzien van de hoogte van de marktrisicopremie zijn meestal gebaseerd op enquêtes onder investeerders en ondernemingen.

De *equity bèta* is een maatstaf voor het risico van de aandelen van een bedrijf ten opzichte van de marktportefeuille. Een waarde van de equity bèta gelijk aan 1 betekent dat een investering in een bedrijf precies hetzelfde risico met zich meebrengt als een goed gediversifieerde marktportefeuille. Een hogere waarde van equity bèta houdt in dat het bedrijf risicovoller is, een lagere waarde staat voor investeringen die minder risico met zich meebrengen. De hoogte van de equity bèta is in de eerste plaats afhankelijk van de vermogenstructuur van de onderneming.<sup>27</sup> Over het algemeen geldt dat naarmate het percentage vreemd vermogen toeneemt, de equity bèta toeneemt. Hoe sterk het effect van de vermogenstructuur is op de waarde van equity bèta kan per sector verschillen. Ten aanzien van de drinkwatersector zou hier nader onderzoek naar gedaan moeten worden. In de tweede plaats is de waarde van de equity bèta afhankelijk van het risico van de activiteiten van een onderneming ten opzichte van het risico van de activiteiten van de markt als geheel. Dit wordt de asset bèta genoemd. De hoogte van de asset bèta hangt af van de onzekerheid omtrent (i)

---

<sup>26</sup> Zie bijvoorbeeld DTe (2005), Consultatiedocument vermogenskostenvergoeding regionale netbeheerders, Dienst uitvoering en Toezicht Elektriciteitswet. Overigens vormt het tweejarige gemiddelde de ondergrens van de bandbreedte, het vijfjarige gemiddelde de bovengrens.

<sup>27</sup> Dit is de zogeheten Miller relatie die gebruikt wordt om asset bèta's om te rekenen naar equity bèta's. De formule hiervoor is  $\beta_{EV} = \beta_{asset} \cdot TV/EV$  In tegenstelling tot de Modigliani-Miller methode corrigeert de Miller methode niet voor vennootschapsbelasting.

de toekomstige afzet, (ii) de toekomstige prijs, (iii) de toekomstige waarde van investeringen en (iv) toekomstige sectorregulering.

Drinkwaterbedrijven kunnen over het algemeen met redelijke zekerheid de toekomstige omzet voorspellen. Er is geen sprake van grote schommelingen in de vraag naar drinkwater en doordat sprake is van wettelijke monopolies in de drinkwatervoorziening weet elke drinkwaterbedrijf met grote zekerheid het aantal aansluitingen te voorspellen. Daarbij komt nog dat er geen sprake is van tariefonzekerheid zolang drinkwaterbedrijven zelf het tarief mogen vaststellen. Een eventuele kostenstijging kan een drinkwaterbedrijf gewoon in het tarief doorberekenen. Als in de toekomst besloten zou worden tot de invoering van centraal tarieftoezicht hebben bedrijven deze vrijheid niet meer. Het bedrijfsrisico neemt in dat geval toe, omdat de hoogte van eventuele toekomstige winsten meer onzeker wordt. De onzekerheid omtrent de waarde van investeringen is zeer beperkt, omdat er geen grote technologische ontwikkelingen in de drinkwatervoorziening plaatsvinden. Op grond hiervan kan geconcludeerd worden dat het risico van drinkwaterbedrijven ten opzichte van andere bedrijven beperkt te noemen is.

**Consultatievraag 4:**

Bent u het ermee eens dat het redelijke rendement voor aandeelhouders van drinkwaterbedrijven bepaald moet worden met behulp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM)? Zo nee, waarom niet?

### **5.3 Duur van de reguleringsperiode**

De uitvoeringskosten van het systeem kunnen beperkt worden door het maximaal toegestane rendement voor aandeelhouders vast te stellen voor een aantal jaren. Aan het begin van een nieuwe reguleringsperiode kan dan worden onderzocht of een aanpassing van het maximaal toegestane rendement vanwege veranderende marktomstandigheden wenselijk is. In principe geldt: hoe stabielere de marktomgeving, hoe langer de reguleringsperiode kan zijn.

Ten aanzien van de lengte van de winstreguleringsperiode kan niet geleerd worden van het buitenland, omdat vooralsnog geen enkel land een systeem van winstregulering hanteert. Wel zijn er sector specifieke toezichthouders in verschillende landen – waaronder Engeland, Australië en de Verenigde Staten – die voor een vaste periode (maximum)prijzen voor drinkwaterbedrijven vaststellen.

Vorig jaar heeft Ofwat (2006) in Engeland een consultatiedocument uitgebracht waarin de lengte van de reguleringsperiode centraal stond<sup>28</sup> Hoewel het oorspronkelijk de bedoeling was om de prijzen telkens voor een periode van 10 jaar vast te stellen, werd sinds de privatisering in 1989 en de oprichting van Ofwat in 1994 in de praktijk gewerkt met een interval van 5 jaar. In het algemeen is Ofwat van mening dat een kortere periode substantiële nadelen kent:

---

<sup>28</sup> Ofwat (2006), Setting water and sewerage price limits: is five years right?, Position paper.

grotere reguleringsonzekerheid voor zowel klanten als investeerders, verstoring van lange termijn investeringen en meer reguleringskosten. Een langere periode betekent weliswaar meer stabiliteit, maar daar staat tegenover dat de verantwoordelijke toezichthouder in staat moet zijn om uiterst accurate voorspellingen te kunnen doen over de voor de prijsstelling van waterbedrijven relevante toekomstige (markt)ontwikkelingen. Ofwat is van mening dat de Engelse waterbedrijven net zo goed als alle andere bedrijven blootstaan aan externe invloeden en veranderingen. Hoe langer de periode waarvoor de maximumprijzen gelden, hoe groter het financiële risico voor de waterbedrijven en hoe kleiner voor de klanten. Wat betreft de vermogenskosten denkt Ofwat niet dat deze zouden veranderen door een verandering van interval: “[W]e do not expect the companies to link their borrowings to the period of the price limits. We think it appropriate that the companies should use a mixture of long- and shorter-term financing of investment as a way of spreading the associated risks.” Om voor waterbedrijven het risico van algemene fluctuaties op de kapitaalmarkt te verminderen verwijst Ofwat naar een eerder gedane suggestie: “It has also been suggested that the risk of general market volatility affecting the cost of capital could be mitigated for companies and investors if it were possible to adjust the cost of capital, in some way linking it to an external index.” Wat betreft de huidige reguleringstermijn van 5 jaar concludeert men uiteindelijk: “In an ideal world, where the future requirements of companies and the forecasts of costs are more certain, the price limits would be set for a longer period than five years, possibly as long as ten. (...) In practice, we consider it extremely unlikely that there will be sufficient certainty about the key elements of operating costs, the capital programs, opportunities for efficiency gains, or revenues and financing costs to make practicable an extension much beyond five years.”

In Australië is geen sprake van een nationale toezichthouder op de watersector, maar zijn er verschillende regionale toezichthouders. De periode waarvoor prijzen – en dus ook de als redelijk beschouwde totale vermogenkostenvergoeding die daaraan ten grondslag ligt – worden vastgesteld varieert van drie tot vijf jaar. Zie bijvoorbeeld de opvatting van de Independent Competition and Regulatory Commission van Canberra: “It is the Commission’s preliminary view that five years would be appropriate as the length of the forthcoming regulatory period. This is one year longer than the current regulatory period.”<sup>29</sup> In een consultatiedocument dat medio december 2006 is verschenen stelt ook de toezichthouder van de staat Victoria – de ‘Essential Services Commission’ – voor om de huidige reguleringsperiode van drie jaar te verlengen tot vijf jaar: “The benefits (...), in particular the reduction in the administrative burdens and costs on the business and the Commission, are likely to outweigh the costs.”<sup>30</sup>

Ook in de Verenigde Staten is het (economische) toezicht op de watersector geen nationale aangelegenheid, maar behoort dit tot de verantwoordelijkheid van de lagere overheden. Zo heeft bijvoorbeeld de staat Wisconsin gekozen voor een systeem van ‘rate-of-return’

---

<sup>29</sup> ICRC (2006), Technical regulatory issues, Water and Wastewater Discussion Paper 1.

<sup>30</sup> ESC (2006), 2008 Water price review consultation paper: framework and approach

regulering, waarbij in ieder geval elke vijf jaar nieuwe (maximum)prijzen worden vastgesteld met het volgende uitgangspunt: “*All investors must receive a fair return on their investments.*”<sup>31</sup>

In een systeem met prijsregulering is de lengte van de reguleringsperiode in belangrijke mate bepalend voor de aanwezige efficiëntiepijkkels: een langere periode betekent, *ceteris paribus*, sterke prikkels voor de betrokken waterbedrijven om doelmatig te opereren. Daar staat tegenover dat mogelijke efficiëntiewinsten pas na langere tijd aan consumenten kunnen worden doorgegeven, bijvoorbeeld in de vorm van opgelegde prijsverlagingen of minder sterke prijsstijgingen. Voor de betrokken drinkwaterbedrijven betekent een langere reguleringsperiode niet alleen voordelen (minder administratieve lasten, meer zekerheid, langere periode om vruchten te plukken van kostenbesparingen), maar ook een risico. Gedurende een reguleringsperiode worden de (maximum)prijzen – bijzondere omstandigheden daargelaten – in de regel immers niet aangepast, zodat een eventuele negatieve kostenontwikkeling en/of tegenvallende omzetontwikkeling door de bedrijven zelf moet worden opgevangen. Wanneer bijvoorbeeld bepaalde kosten harder stijgen (of minder snel dalen) dan vooraf werd verwacht, resulteert een lagere winst.

Binnen het huidige Nederlandse decentrale toezichtmodel is dit risico echter afwezig. Ook bij regulering van de winstuitkering in combinatie met een bovengrens aan de solvabiliteit beschikken de drinkwaterbedrijven nog altijd over de mogelijkheid om – met instemming van de (publieke) aandeelhouders – de prijzen te verhogen als de omstandigheden daartoe aanleiding geven. De periode waarvoor het maximale rendement voor aandeelhouders wordt vastgelegd is onder dergelijke omstandigheden veel minder van belang dan wanneer sprake is van een hierop gebaseerde tariefregulering. Problemen zouden doen zich alleen kunnen voordoen wanneer zich op korte termijn volstrekt onvoorziene veranderingen zouden optreden (i) in het risicoprofiel van drinkwaterbedrijven, (ii) de inflatie en/of (iii) op de kapitaalmarkt. Ons inziens is met een redelijke mate van zekerheid vast te stellen wat de verwachte veranderingen zullen zijn. Er bestaat derhalve geen aanleiding om voor een periode te kiezen korter dan de in het buitenland gebruikelijke vijf jaar.

**Consultatievraag 5:**

Acht u een periode van 5 jaar redelijk voor het vaststellen van het redelijke rendement voor aandeelhouders van drinkwaterbedrijven?

---

<sup>31</sup> Zie Aubert, C. en A. Reynaud (2005), The impact of regulation on cost efficiency: an empirical analysis of Wisconsin water utilities, *Journal of Productivity Analysis*, 23, 383-409

## 5.4 Keuze van de grondslag

Nadat is vastgesteld wat een redelijk rendement voor aandeelhouders van drinkwaterbedrijven is, dient te worden bepaald over welke vermogensgrondslag dit rendement behaald mag worden. Het product van deze twee levert de maximaal toegestane winstuitkering op.

### *Gehele eigen vermogen?*

Strikt juridisch hebben de aandeelhouders in algemene zin als eigenaar van een drinkwaterbedrijf aanspraak op het gehele eigen vermogen. Puur vanuit deze beschikkingsbevoegdheid geredeneerd zouden de aandeelhouders recht hebben op een redelijk rendement over het eigen vermogen. De vermogensgrondslag is dan gelijk aan (i) het geplaatste aandelenkapitaal, (ii) de opgebouwde reserves en (iii) de onverdeelde winst zoals vermeld op de jaarrekening. Merk op dat aandeelhouders op geen enkele wijze aanspraak kunnen maken op het *totale* vermogen van een drinkwaterbedrijf. Hiertoe behoort immers ook het vreemd vermogen. De verschaffers hiervan ontvangen een afzonderlijke rentevergoeding.

Voor een effectief systeem van winstregulering in de Nederlandse drinkwatersector vormt het eigen vermogen van drinkwaterbedrijven ons inziens om twee redenen geen wenselijke grondslag. Ten eerste is de balanswaarde van het eigen vermogen – en daarmee de hoogte van de grondslag – afhankelijk van de gehanteerde boekhoudsystematiek. Drinkwaterbedrijven die hun aandeelhouders zoveel mogelijk winst willen uitkeren zullen het eigen vermogen in de boekhouding zo hoog mogelijk voorstellen. Hiervoor zijn verschillende mogelijkheden. Een drinkwaterbedrijf kan bijvoorbeeld besluiten om te waarderen op basis van (een onrealistisch) hoge marktwaarde in plaats van historische uitgaafprijzen. Ook het verlengen van afschrijvingstermijnen is een manier om boekhoudkundig gezien de balanswaarde van het eigen vermogen te vergroten. Dergelijk strategisch gedrag ondermijnt de effectiviteit van winstregulering en is derhalve ongewenst. Om het zoveel mogelijk tegen te gaan is extra regelgeving ten aanzien van de te hanteren boekhoudsystematiek nodig. Het jaarlijkse toezicht op de naleving van deze regels doet de uitvoeringskosten van het systeem toenemen.

Een tweede, meer fundamenteel bezwaar is dat het eigen vermogen van de Nederlandse drinkwaterbedrijven voor het overgrote deel bestaat uit in het verleden gereserveerde winsten. Deze vorm van eigen vermogen is echter niet ingebracht door de aandeelhouders maar via de drinkwatertarieven afkomstig van de gebonden klanten. Het vermogen dat de decentrale overheden daadwerkelijk zelf in de drinkwatersector hebben geïnvesteerd vormt slechts een (zeer) beperkt deel van het eigen vermogen. Gebruik van de balanswaarde van het gehele eigen vermogen als grondslag zou er dus toe leiden dat de aan aandeelhouders toegestane winstuitkering over het algemeen (veel) groter is dan wat op grond van het door hen geïnvesteerde vermogen als redelijk kan worden aangemerkt.

### *Daadwerkelijk geïnvesteerd vermogen*

Gezien bovenstaande problemen is een andere grondslag dan de jaarlijkse balanswaarde van het eigen vermogen wenselijk. Effectieve winstregulering vereist een grondslag die



ongevoelig is voor ongewenst strategisch gedrag. De waarde van het vermogen dat aandeelhouders daadwerkelijk in een drinkwaterbedrijf hebben geïnvesteerd komt aan deze eis tegemoet. Deze waarde is gelijk aan het door een aandeelhouder in het verleden gestorte aandelenkapitaal *plus* mogelijk niet-uitgekeerde redelijke vergoedingen op het geïnvesteerd vermogen en *minus* eventueel wel ontvangen winstuitkeringen. Het deel van het eigen vermogen dat door de gebonden klanten via het drinkwatertarief is opgebouwd behoort dus niet tot de grondslag. Een voorbeeld ter illustratie. Stel dat een bepaald drinkwaterbedrijf op 1 januari 1958 is ontstaan en dat destijds een aandelenkapitaal ter grootte van 0,5 miljoen euro is gestort. Veronderstel vervolgens dat sindsdien geen enkele winstuitkering heeft plaatsgevonden en dat nu door de toezichhoudende instantie wordt vastgesteld dat gedurende deze gehele periode een winstuitkering van 5% per jaar redelijk zou zijn geweest. De eindwaarde van het in 1958 gestorte aandelenkapitaal is dan gelijk aan  $1,05^{50}$  maal 0,5 miljoen euro ofwel 5,7 miljoen euro.

Het daadwerkelijk geïnvesteerd vermogen heeft als grote voordeel dat wanneer de ‘startwaarde’ ervan eenmaal is vastgesteld, de toekomstige jaarlijkse bepaling van de grondslag nagenoeg geen administratieve lasten met zich mee brengt. Het daadwerkelijk in een drinkwaterbedrijf geïnvesteerde vermogen neemt immers alleen toe wanneer aandeelhouders extra financiële middelen inbrengen (bijvoorbeeld door af te zien van de toegestane winstuitkering) en alleen af wanneer middelen worden onttrokken (bijvoorbeeld door aandelen te verkopen). Voor beide ontwikkelingen geldt dat deze relatief eenvoudig te observeren zijn.

*Daadwerkelijk geïnvesteerd vermogen: bepalen startwaarde*

Om het vermogen dat aandeelhouders gedurende de achterliggende jaren daadwerkelijk in een drinkwaterbedrijf hebben geïnvesteerd vast te stellen zijn onder meer historische gegevens nodig ten aanzien van de in- en uitstroom van financiële middelen, het bedrijfsrisico en de waardering van transacties die in het kader van fusies hebben plaatsgevonden. Onze globale inschatting is dat voldoende informatie beschikbaar is om het daadwerkelijk geïnvesteerd vermogen te kunnen bepalen.

Wanneer blijkt dat dit toch niet goed mogelijk is, dan zal een pragmatische oplossing gekozen moeten worden. In het uiterste geval zou ervoor gekozen kunnen worden om simpelweg een streep onder het verleden te zetten en voor wat betreft de startwaarde van de te hanteren grondslag gebruik te maken van de balanswaarde van het eigen vermogen ultimo 2006. Merk op dat een dergelijke pragmatische oplossing als nadeel heeft dat de aandeelhouders van de drinkwaterbedrijven die in het verleden relatief veel winst hebben gemaakt en gereserveerd – en dus niet alleen de bedrijven waarvoor dat gezien de initiële vermogenspositie wenselijk was – hiervoor worden ‘beloond’ met een hogere toegestane winstuitkering.

**Consultatievraag 6:**

Bent u het eens met het vaststellen van de grondslag op basis van het daadwerkelijk geïnvesteerd vermogen en de voorgestelde berekeningswijze daarvan? Zo nee, waarom niet?

**5.5 Overwegingen bij bepalen maximumsolvabiliteit**

Om een onredelijke hoge solvabiliteit te voorkomen dient een centrale toezichhoudende instantie een maximumsolvabiliteit vast te stellen. Vanzelfsprekend is een te hoge maximumsolvabiliteit weinig effectief, omdat dit mogelijk resulteert in een onnodig hoog drinkwatertarief voor de gebonden klant. Een te laag vastgestelde maximumsolvabiliteit kan als vervelende bijwerking hebben dat het insolventierisico toeneemt zodat vermogensverschaffers een hogere vergoeding gaan eisen. Bij een beoordeling van wat, gezien de institutionele vormgeving, een maximale solvabiliteit is voor de Nederlandse drinkwatersector moet dus niet alleen rekening worden gehouden met de *expliciete* kosten van vreemd vermogen maar ook met de *impliciete* kosten ervan. Financiering van investeringen met eigen vermogen leidt normaliter zowel tot lagere rendementseisen van aandeelhouders als tot lagere rente-eisen voor verschaffers van vreemd vermogen. De impliciete vermogenskosten van eigen vermogen zijn dus negatief, terwijl deze voor vreemd vermogen juist positief zijn. Naarmate de onzekerheid omtrent toekomstige kosten en opbrengsten voor een bedrijf afneemt – en het verwachte bedrijfsresultaat dus redelijk nauwkeurig kan worden voorspeld – neemt het belang van deze zogeheten hefboomwerking van de vermogensstructuur echter af.

**Consultatievraag 7:**

Mist u in het bovenstaande aspecten waarmee rekening moet worden gehouden bij het vaststellen van een solvabiliteitsgrens? Zo ja, welke?

**5.6 Wettelijk kader en centrale toezichhoudende instantie***Wettelijk kader*

Binnen het huidige wettelijk kader is regulering van de winstuitkering van drinkwaterbedrijven strijdig met artikel 105, lid 1 van het Burgerlijk Wetboek (Boek 2). Daar staat namelijk het volgende: “*Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, komt de winst de aandeelhouders ten goede.*” Een voor de hand liggende oplossing zou zijn om – op grond van ‘zwaarwegende argumenten’ zoals de bijzondere institutionele vormgeving – een bepaling in de Drinkwaterwet op te nemen die genoemd artikel uit het BW voor de Nederlandse drinkwatersector buiten werking stelt. Wanneer een dergelijke bepaling juridisch onmogelijk dan wel politiek niet haalbaar blijkt te zijn, is een wijziging van de statuten van drinkwaterbedrijven nodig om te komen tot regulering van de winstuitkering. Drinkwaterbedrijven die hiertoe op vrijwillige basis niet bereid zijn kunnen daar in dat geval niet toe worden gedwongen.

Voor de bedrijven die niet bereid zijn tot een wijziging van de statuten met betrekking tot de winstuitkering zou overwogen kunnen worden om centraal tarieftoezicht in te stellen.<sup>32</sup> Hoewel in dit geval *ex ante* sprake is van uniforme regulering, kan *ex post* asymmetrische regulering tot stand komen. Dit is echter niet het gevolg van een keuze van de toezichthouder, maar van de bedrijven zelf. Overigens is asymmetrische regulering gebruikelijk in binnen- en buitenland voor netwerksectoren. Zo vindt in de Nederlandse post- en telecomsector asymmetrische regulering plaats, omdat niet voor alle bedrijven geldt dat misbruik van een machtspositie is uitgesloten. Ook in de zorgsector behoort preventieve asymmetrische regulering tot de mogelijkheden. Asymmetrische regulering zou er in de Nederlandse drinkwatersector op neerkomen dat een onderscheid gemaakt wordt tussen drinkwaterbedrijven die hun statuten hebben aangepast aan de voorgestelde winstregulering en drinkwaterbedrijven die dat hebben nagelaten. Door alleen deze bedrijven te confronteren met aanvullende regelgeving – zoals centraal tarieftoezicht – kan dan alsnog gewaarborgd worden hun winst(uitkering) niet onredelijk hoog is. Merk op dat de toezichthoudende instantie de kosten van eventueel tarieftoezicht in mindering brengt op de redelijke geachte vergoeding aan de aandeelhouders (de toegestane winstuitkering) van bedrijven die onder dit systeem vallen.

**Consultatievraag 8:**

Bent u het eens met het streven om via een bepaling in de Drinkwaterwet regulering van de winstuitkering mogelijk te maken? Zo nee, waarom niet?

**Consultatievraag 9:**

Bent u het eens met de oplossing dat, indien het onmogelijk blijkt om regulering van winstuitkering via de Drinkwaterwet mogelijk te maken, centraal tarieftoezicht gaat gelden voor drinkwaterbedrijven die hun statuten niet vrijwillig wijzigen? Zo niet, welke andere reguleringsmogelijkheden zouden in dat geval ook effectief kunnen zijn om onredelijke winsten en winstuitkeringen te voorkomen?

*Centrale toezichthoudende instantie*

Om ervoor te zorgen dat drinkwaterbedrijven de gestelde regels met betrekking tot de winstuitkering en solvabiliteit naleven, dient een toezichthoudende instantie hierop toe te zien en daar waar nodig over te gaan tot handhaving en/of het opleggen van sancties (waarschuwingen, boetes, ingrijpen in de tarieven, opleggen van centraal tarieftoezicht). Het zou logisch zijn om deze instantie ook te belasten met de concrete invulling van de regulering. Dit betreft: het vaststellen van een redelijk rendement, het bepalen van de grondslag, het vaststellen van de maximumsolvabiliteit en het eventueel vaststellen van maximumtarieven. Gezien de nauwe samenhang tussen de regulering van winstuitkering en de

---

<sup>32</sup> Ook in dit geval geldt dat bij de berekening van maximumtarieven de door ons voorgestelde grondslag en berekeningswijze voor het redelijke rendement van aandeelhouders gehanteerd zou moeten worden

prestatievergelijking ligt het voor de hand om de toezichhoudende instantie ook hiervoor verantwoordelijk te maken.

**Consultatievraag 10:**

Bent u het eens met het hierboven op hoofdlijnen omschreven takenpakket van de toezichhoudende instantie?

## **Bijlage A**

## **Lijst met afkortingen**

WBGR	Waterbedrijf Groningen
WMD	Waterleidingmaatschappij Drenthe
PWN	PWM Waterleidingbedrijf Noord-Holland
WLB A'dam	Waterleidingbedrijf Amsterdam
DZH	Duinwaterbedrijf Zuid-Holland
Hydron Fl	Hydron Flevoland
Hydron MN	Hydron Midden-Nederland
TWM	Tilburgsche Waterleiding-Maatschappij
WML	Waterleidingmaatschappij Limburg

## Bijlage B

## Statutaire winstbestemmingsregelingen

Drinkwaterbedrijf	Statutaire winstbestemmingsregeling
Brabant Water	Artikel 26.2 De winst staat <u>ter vrije beschikking van de algemene vergadering</u> , met dien verstande dat uitkeringen ten laste van de winst, afwijkend van het voorstel van de directie, slechts kunnen worden gedaan nadat de Raad van Commissarissen in de gelegenheid is gesteld om over deze voorgenomen afwijking schriftelijk zijn oordeel te geven, rekening houdende met het belang van de vennootschap. Bij staking van stemmen over uitkering of reservering van winst wordt de winst waarop het voorstel betrekking heeft gereserveerd.
DZH	Artikel 17: 1. Voor zover het eigen vermogen van de vennootschap kleiner is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden, wordt de winst bestemd ter delging van tekorten en ter vorming van door de wet voorgeschreven reserves. 2. Voor zover het eigen vermogen van de vennootschap groter is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden, wordt de winst aan de algemene reserve toegevoegd, tenzij de raad van commissarissen op voorstel van de directie besluit deze winst geheel of gedeeltelijk anderszins te reserveren. 3. Aan aandeelhouders kunnen <u>geen uitkeringen ten laste van de winst of de reserves</u> van de vennootschap geschieden.
Evides	Artikel 28.1 De Raad van Bestuur stelt voor welk gedeelte van de in het boekjaar behaalde winst zal worden gereserveerd. Na voorafgaand advies van de Raad van Commissarissen besluit vervolgens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders welke gedeelte van de winst zal worden gereserveerd. De daarna overblijvende <u>winst staat ter beschikking van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders</u> .
Hydron Fl	Artikel 34: 1. De directeur kan onder goedkeuring van de raad van commissarissen besluiten de in enig boekjaar behaalde winst geheel of gedeeltelijk te reserveren. 2. Het na toepassing van lid 1 eventueel resterende gedeelte van de winst staat <u>ter vrije beschikking van de algemene vergadering van aandeelhouders</u> . Bij staking van stemmen over uitkering of reservering van de (eventueel) resterende winst wordt de winst waarop het voorstel betrekking heeft gereserveerd.
Hydron MN	Artikel 27 (samenvatting): 1. Dividend kan slechts worden uitgekeerd voorzover het eigen vermogen groter is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de reserves krachtens de wet of de statuten. 2. Van de uitkeerbare winst kan <u>over het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal maximaal een dividend worden uitgekeerd dat 1% meer bedraagt dan het gewogen gemiddelde rendement van de in dat boekjaar uitgegeven langlopende staatsleningen</u> . 3. De resterende winst zal door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders tot een nader te bepalen bedrag worden gestort in een of meer reservefondsen. 4. Hetgeen na voormelde storting nog als <u>onverdeelde winst</u> beschikbaar is, staat ter beschikking aan de <u>Algemene Vergadering van Aandeelhouders</u> .

Oasen	<p>Artikel 27</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. De Algemene Vergadering besluit over de bestemming van de in enig boekjaar behaalde winst, gehoord het advies van de Raad van Commissarissen.</li> <li>2. Van de netto-winst kan, met inachtneming van het bepaalde in 2:105 van het Burgerlijk Wetboek, aan de <u>aandeelhouders ten hoogste dividend worden uitgekeerd, dat overeenkomt met een percentage van het nominaal bedrag van het gestorte aandelenkapitaal, gelijk aan de rente van de tegen het einde van het desbetreffende boekjaar door de N.V. Bank Nederlandse Gemeenten aan openbare lichamen verstrekte vaste geldleningen met een looptijd van 10 jaar.</u></li> <li>3. Dividenden worden binnen een maand na vaststelling van de jaarrekening betaalbaar gesteld. De Algemene Vergadering kan bepalen, dat dividend geheel of gedeeltelijk in andere vorm dan in contanten wordt uitgekeerd.</li> <li>4. De <u>vordering tot uitkering van dividend vervalt vijf jaar na de betaalbaarstelling van het dividend.</u></li> </ol>
PWN	De winstbestemming vindt plaats overeenkomstig artikel 2 van de overeenkomst houdende regelingen en bepalingen naar aanleiding van de verzelfstandiging van het Provinciaal Waterleidingbedrijf van Noord-Holland.
TWM	Overeenkomstig artikel 32 van de statuten en met inachtneming van artikel 2:105 van het Burgerlijk Wetboek staat de winst <u>ter vrije beschikking van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.</u>
Vitens	<p>Artikel 34</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Uit de winst die in een boekjaar is behaald, wordt eerst zo veel mogelijk op elk preferent G-aandeel een dividend uitgekeerd gelijk aan het voor dat boekjaar geldende dividendpercentage berekend over het preferent basisbedrag-G en op elk preferent O-aandeel een dividend uitgekeerd gelijk aan het voor dat boekjaar geldende dividendpercentage berekend over het preferent basisbedrag-O. <u>Het voor een boekjaar geldende dividendpercentage is gelijk aan het rekenkundige gemiddelde over de twintig laatste beursdagen voorafgaand aan de aanvang van het desbetreffende boekjaar van het effectief rendement op die lening binnen de categorie Nederlandse staatsleningen zoals gepubliceerd in Het Financieele Dagblad met een resterende looptijd die de tien jaar het meest benadert, verhoogd met twintig basispunten (0,20%).</u> Indien de vorenbedoelde gegevens niet langer in de Het Financieele Dagblad worden gepubliceerd, wijst de raad van commissarissen een vervangende publicatie aan. <u>Indien de winst over een boekjaar ontoereikend is voor de betaling van vorenbedoeld preferent dividend, wordt het tekort zoveel mogelijk aangevuld ten laste van de vrij uitkeerbare reserves</u> die per ultimo van het boekjaar waarover de dividenduitkering geschiedt in de vennootschap aanwezig waren. Op de preferente aandelen vindt geen verdere uitkering plaats.</li> <li>2. Het dividendbeleid met betrekking tot de gewone aandelen wordt vastgesteld, en kan worden gewijzigd, bij het besluit van de Raad van Bestuur dat is goedgekeurd door de Raad van Commissarissen en de Algemene Vergadering. Met inachtneming van het aldus goedgekeurde dividendbeleid wordt jaarlijks door de Raad van Bestuur, onder goedkeuring van de Raad van Commissarissen, vastgesteld welk deel van de winst overblijvend na betaling van het preferente dividend wordt gereserveerd en welk deel wordt uitgekeerd op de gewone aandelen.</li> <li>3. Uitkering van winst geschiedt na de goedkeuring van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is.</li> </ol>
WBGR	Artikel 31 (samenvatting):

	<p>Jaarlijks wordt door de raad van commissarissen vastgesteld welk deel van de winst wordt gereserveerd. Uit de na toepassing van de vorenstaande <u>resterende winst wordt zo mogelijk aan de aandeelhouders uitgekeerd een percentage van het nominale bedrag hunner aandelen, gelijk aan het per de laatste van dag van het verstreken boekjaar geldende effectief rendement van staatsleningen met een looptijd van tien jaren</u>. Het hierna resterende gedeelte van de winst is ter beschikking van de vergadering van aandeelhouders, met dien verstande dat reservering plaatsvindt tenzij anders wordt besloten.</p>
WMD	<p>Artikel 26</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Van de vennootschappelijke winst kan jaarlijks een door de directie met goedkeuring van de raad van commissarissen te bepalen percentage worden gereserveerd, terwijl daarop voorts in aftrek worden gebracht de niet gedelgde verlies saldi van de voorgaande jaren, alsmede de belastingen die ten laste van de winst geheven zijn of geheven zullen worden, zo nodig door schatting vast te stellen.</li> <li>2. De aldus resterende winst staat ter beschikking van de algemene vergadering. Van deze winst mag slechts een <u>dividend worden uitgekeerd tot een percentage van maximaal de wettelijke rente</u>. Van de vorenstaande kan slechts worden afgeweken door de algemene vergadering op basis van een besluit genomen met drie/vierde van de uitgebrachte stemmen, tenminste vertegenwoordigende meer dan éénenvijftig (51%) procent van het geplaatste aandelenkapitaal, in een vergadering waarin tenminste twee/derde van het geplaatste aandelenkapitaal vertegenwoordigd is. Dit besluit behoeft de goedkeuring van de raad van commissarissen genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin alle commissarissen aanwezig dan wel vertegenwoordigd zijn.</li> </ol>
WML	<p>Artikel 40</p> <p>Indien de goedgekeurde winst- en verliesrekening een bedrag aanwijst als winst, zal deze <u>winst bij voorkeur worden aangewend tot versterking van het bedrijf</u> en verwezenlijking van het doel van de vennootschap. Overigens is het bepaalde in <u>artikel 105 Boek 2 Burgerlijk Wetboek</u> van toepassing.</p>

Bron: Jaarverslag 2005 van het betreffende drinkwaterbedrijf



## **Bijlage C**

## **Lijst met consultatievragen**

1. Onderschrijft u de keuze voor het model waarbij de winstuitkering wordt gereguleerd en een bovengrens wordt gesteld aan de solvabiliteit? Zo nee, waarom niet?
2. Onderschrijft u de noodzaak om winstuitkering te definiëren als alle financiële middelen die op welke wijze dan ook uit of via het drinkwaterbedrijf naar de aandeelhouders vloeien? Zo nee, waarom niet?
3. Onderschrijft u de noodzaak om alert te zijn op het kunstmatig verlagen van de solvabiliteit en dit strategische gedrag zoveel mogelijk tegen te gaan? Zo nee, waarom niet?
4. Bent u het ermee eens dat het redelijke rendement voor aandeelhouders van drinkwaterbedrijven bepaald moet worden met behulp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM)? Zo nee, waarom niet?
5. Acht u een periode van 5 jaar redelijk voor het vaststellen van het redelijke rendement voor aandeelhouders van drinkwaterbedrijven?
6. Bent u het eens met het vaststellen van de grondslag op basis van het daadwerkelijk geïnvesteerd vermogen en de voorgestelde berekeningswijze daarvan? Zo nee, waarom niet?
7. Mist u in het bovenstaande aspecten waarmee rekening moet worden gehouden bij het vaststellen van een solvabiliteitsgrens? Zo ja, welke?
8. Bent u het eens met het streven om via een bepaling in de Drinkwaterwet regulering van de winstuitkering mogelijk te maken? Zo nee, waarom niet?
9. Bent u het eens met de oplossing dat, indien het onmogelijk blijkt om regulering van winstuitkering via de Drinkwaterwet mogelijk te maken, centraal tarieftoezicht gaat gelden voor drinkwaterbedrijven die hun statuten niet vrijwillig wijzigen? Zo niet, welke andere reguleringsmogelijkheden zouden in dat geval ook effectief kunnen zijn om onredelijke winsten en winstuitkeringen te voorkomen?
10. Bent u het eens met het hierboven op hoofdlijnen omschreven takenpakket van de toezichthoudende instantie?