

Notat 11 – Balance mellem finansiering med egenkapital og fremmedkapital i vandsektoren

Dette notat beskriver samfundsøkonomiske og politiske hensyn for og imod et højere niveau af lånefinansiering af investeringer i vandsektoren. Derudover beskrives den forrentningsramme, som havde til formål at styrke incitamentet til lånefinansiering i det tidligere lovforslag om justeret økonomisk regulering, som blev trukket tilbage i august 2023.

Ifølge kommissoriet for Vandreguleringsudvalget skal reguleringen give selskaberne tilskyndelse til at finde en hensigtsmæssig balance mellem gæld og egenkapital. Det bemærkes, at justeringer, der tilskynder en ændring i selskabers balance mellem egenkapital og gæld, kan have fordelingspolitiske effekter mellem nutidige og fremtidige forbrugere, jf. nedenstående.

En kombination af egenkapitalsfinansiering og lånefinansiering medfører, at selskaberne i større grad kan sprede deres udgifter ud over en længere periode. Selskaberne kan dermed reducere likviditetspresset ved at kombinere finansiering via egenkapital og fremmedkapital. Dermed vil selskaberne i nogen grad blive mere robuste overfor uforudset behov for likviditet mv.

Usynlig forbrugerpris ved egenkapitalfinansiering

Selskabsøkonomisk vil det for vandselskaberne være billigst at egenkapitalfinansiere investeringer, hvilket primært skyldes, at selskaberne ikke betaler for, at kapitalen stilles til rådighed. I private virksomheder udloddes overskuddet til ejeren, som forventer et afkast og vil lægge pres på ledelsen, hvis egenkapitalen ikke anvendes effektivt.

En højere grad af lånefinansiering i sektoren kan reducere vandselskabernes behov for opsparing, som de forvalter på vegne af forbrugerne. Samtidig er der en skjult omkostning ved, at selskaberne ved egenkapitalfinansiering "låner" penge rentefrit af forbrugerne til fremtidige investeringer. Dette beløb kunne i stedet være blevet brugt til andre formål eller forrentet bedre af forbrugerne i den mellemliggende periode. Da denne skjulte pris på finansiering med egenkapital ikke er synlig for selskaberne, kan der opstå et uhensigtsmæssigt højt incitament til egenkapitalfinansiering. Om egenkapitalfinansiering eller lånefinansiering er at foretrække afhænger således dog rent samfundsøkonomisk af forholdet mellem selskabets renteomkostning og forbrugerens alternative forrentning.

Branchen har ofte argumenteret for, at lånefinansiering af selskabernes investeringer øger de samlede takster, som forbrugerne skal betale. Det skyldes, at renteomkostningen ved at lånefinansiere afspejles direkte i taksterne. Denne

forståelse overser dog den skjulte alternativomkostning ved egenkapitalfinansiering.

Samtidighed mellem takst og ydelse

Investeringer indregnes i indtægtsrammerne med deres afskrivninger over aktivernes forventede levetid. De årlige afskrivninger er et mål for den slitage, der årligt er på aktiverne. Det betyder, at forbrugerne hvert år betaler for slitage på aktiverne, som de konkrete forbrugere bidrager til. Dette er tilfældet uagtet, om en investering finansieres med egenkapital (opsparing eller årets indtægter) eller fremmedkapital.

Udgifterne – eller pengestrømmen - forbundet med en investering vil imidlertid være fordelt forskelligt afhængigt af, hvordan et selskab vælger at finansiere en investering. Ved egenkapitalfinansiering ligger hele udgiften på anlægstidspunktet, mens udgiften vil være fordelt over lånets løbetid ved fremmedkapitalfinansiering. Selskabernes likviditet påvirkes dermed forskelligt i de to finansieringsformer.

Selskaber, der historisk har egenkapitalfinansieret deres investeringer, men som overgår til delvis fremmedkapitalfinansiering, vil opbygge et likviditetsoverskud, hvis de opkræver deres indtægtsrammer. Selskaberne kan vælge at nedsætte deres takster – og dermed ikke opkræve deres indtægtsrammer – i en periode frem mod tidspunktet for investeringen, selskabet lånefinansierer. Hvis likviditetsoverskuddet anvendes hertil, vil det dog medføre, at en del af regningen for slitage i perioden skydes fra de nuværende forbrugere til fremtidige forbrugere. Dette vil bryde med samtidigheden i hvilke forbrugere, der hhv. betaler for afskrivningerne eller får gavn af dem.

Skalafordele

Lånefinansiering medfører teoretisk en samfundsøkonomisk billigere finansiering, idet vandselskaberne bør have adgang til billigere finansiering end den enkelte forbruger. For eksempel kan kommunalt ejede forsyningsselskaber have mulighed for at låne i Kommunekredit til en relativt lav rente, idet ejerkommuner kan give en kommunal garanti for lånet.

Samtidig har selskaberne den fordel, at deres fremadrettede indtægtsgrundlag som monopolvirksomheder er forholdsvis sikkert. Selv i tilfælde, hvor en meget stor aftager af vand lukker, kan vandselskabet som udgangspunkt øge opkrævningerne fra de øvrige forbrugere, da vandselskabets indtægtsramme ikke ændres, med mindre det konkret vurderes at være en væsentlig ændring i vandselskabets aktivitet, hvorefter Vandsektortilsynet kan justere i indtægtsrammen.

Derudover kan selskaber, som ikke har tilstrækkelig likviditet til at dække deres udgifter til renter og afdrag, søge om et supplerende investeringstillæg, der øger deres indtægtsramme. Sandsynligheden for at selskaberne misligholder deres gæld, vurderes derfor meget lille. Lav risiko for misligholdelse af gæld medfører lave renter og dermed lave udgifter til gæld.

Tidligere forsøg på at øge incitamentet til at balancere låne- og egenkapitalfinansiering

I *aftale om justeret økonomisk regulering af vandsektoren* (2018) stod bl.a., at selskaberne skulle have en økonomisk ramme på baggrund af en gennemsnitlig risikojusteret finansieringsomkostning (WACC), som skulle anvendes til at opkræve finansieringsomkostninger hos forbrugerne. Dette skulle give selskaberne bedre mulighed for at finansiere deres kapitalbehov til fremtidige investeringer og et retvisende prissignal om omkostningen ved at anvende egenkapital til investeringer. Formålet med anvendelsen af WACC var at sikre, at selskaberne havde et incitament til at opretholde en passende balance mellem lånefinansiering og egenkapital, uanset deres oprindelige finansieringsstruktur.

I udkastet til lovforslag om justeret økonomisk regulering af vandsektoren, som blev sendt i høring i juni 2022 og trukket tilbage i august 2023, blev der foreslået en *forrentningsramme* til opkrævning af finansieringsomkostninger. Denne ramme skulle fastsættes på baggrund af selskabernes faktiske fremadrettede investeringer, en WACC og en pris (et afdrag) for egenkapitalfinansiering for at imødegå problemet med usynlig forbrugerpris, jf. ovenfor. Denne pris var et udtryk for den tidligere beskrevne alternativomkostning ved egenkapitalfinansiering og det politiske ønske om et retvisende prissignal for omkostningen ved at anvende egenkapital til investeringer.

Forrentningsrammen var udformet således, at selskaberne forventligt ville kunne opnå en økonomisk fordel ved at lånefinansiere en andel af deres fremtidige investeringer, såfremt denne andel oversteg en statsligt fastsat grænse, den såkaldte *target-gearing*. I drøftelserne med branchen var denne target-gearing sat til 70 pct. Læs mere om den konkrete udformning af forrentningsrammer i *Bilag 1* sidst i dette notat.

Branchen udtrykte modstand mod incitamenterne til øget lånoptagelse, da branchen mente, at det øgede renterisiko. Incitamentet i target-gearingen blev af dele af branchen opfattet som et ønske om at gennemtvinge en bestemt grad af lånefinansiering af nye investeringer. Der var derfor et ønske fra branchen om at targetgearingen blev fastsat i lovforslaget for at gennemtvinge en politisk drøftelse af niveauet. I lovforslaget var der lagt op til, at niveauet ville blive fastsat af tilsynet. Samtidig blev fradraget for brug af egenkapital af branchen opfattet som en "straf" for at anvende opsparing eller årets opkrævede midler til finansiering. Budskaberne var en del af den modstand fra kommuner og selskaber, der førte til, at lovforslaget blev trukket.

Der findes dog selskaber, som allerede i dag i høj grad benytter lånefinansiering til deres investeringer, jf. *notat 10*. Generelt er der dog stor spredning, og der findes således også selskaber, som næsten ingen gæld har. Nogle selskaber har givet udtryk for, at de betragter gæld som tegn på en økonomi, der ikke er robust.

Bilag 1: Beskrivelse af forrentningsrammen i lovudkast fra 2022

I lovforslaget fra 2023 blev det foreslået, at selskaberne skulle have en indtægtsramme som omfattede en forrentningsramme. Forrentningsrammen skulle fastsættes på baggrund af et vægtet gennemsnit af kapitalomkostningerne ved at finansiere med hhv. fremmed- og egenkapital (WACC). Dermed skulle selskaberne have mulighed for at opkræve de samlede effektive finansieringsomkostninger hos forbrugerne. Samtidig skulle prisen på egenkapital afspejles direkte i forrentningsrammen. Den samlede forrentning skulle udgøres af en fremadrettet aktivbase (forrentningsgrundlag) og en fastsat forrentningssats af selskabets fremadrettede aktivbase.

Således blev det foreslået, at der i de nye indtægtsrammer skulle indarbejdes en forrentningsramme ud fra følgende formel:

$$FR_t = FG_t \times WACC - FG_t \left(1 - \frac{G_t}{FG_t}\right) \times R_E$$

Hvor FR_t er forrentningsrammen i år t , FG_t er forrentningsgrundlaget som indeholder den fremadrettede aktivbase og $WACC$ er den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning. G_t er den samlede restgæld i selskabet knyttet til fremtidige investeringer og R_E er egenkapitalforrentningssatsen opgjort ud fra CAPM-teorien. Anden del af ligningen svarer til selskabets aktivbase, der er egenkapitalfinansieret ganget med prisen på egenkapitalfinansiering.

Det var hensigten, at forrentningsrammen skulle gælde for alle fremtidige investeringer, efter reglerne var trådt i kraft. Det var hensigten, at historiske finansieringsomkostninger skulle dækkes via en overgangsordning, og gradvist udfases.

Fastsættelse af forrentningsgrundlag

Forrentningsgrundlaget skulle opgøres ud fra selskabernes nedskrevne anlægsværdi, dvs. anlægsværdien primo året tillagt årets tilgange og fratrasket årets afskrivninger. Det betød, at forrentningsgrundlaget kunne opgøres som:

$$FG_t = \sum_{i=1}^t (I_i - A_i),$$

hvor I_i er faktiske afholdte investeringer i år i foretaget efter skæringsåret mellem den gamle og den nye regulering. A_i er lineære afskrivning på anlægsinvesteringerne foretaget efter skæringsåret, hvor afskrivninger er baseret på afholdte investeringsudgifter og standardlevetider fra POLKA.¹

¹ Pris- og levetidskatalog, som indeholder en række standardlevetider for vandselskabernes investeringer i en række vandaktiver, herunder pumper, renseanlæg, ledninger og bassiner.

Forrentningsgrundlaget skulle opgøres årligt. Den vigtige skelnen mellem den foreslåede og den gamle regulering var, at det ikke var nødvendigt at opgøre om en investering var tillægsberettiget eller ej. I den nye forrentningsramme var det alene et spørgsmål om, hvorvidt investeringen havde fundet sted efter skæringsåret for den nye regulering.

Fastsættelse af forrentningssatsen – WACC

Det blev foreslået, at forrentningsrammen skulle tage udgangspunkt i en nominel vægtet gennemsnitlig kapitalomkostning (WACC) opgjort før skat. Hertil skulle egenkapitalforrentningen tage udgangspunkt i CAPM (Capital Asset Pricing Model). Forrentningssatsen skulle fastlåses for en hel reguleringsperiode (fire år ifølge lovudkastet). Der var dermed tale om en metode for forrentningssatsen, som også kendes fra reguleringen af el- og gasdistribution. Den foreslåede forrentningssats skulle således i udgangspunktet være:

$$WACC = g_t \cdot r_{G,t} + (1 - g_t) \cdot r_{E,t}$$

hvor $WACC$ var den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostningssats imens g_t var andelen af fremmedkapital – altså gearingen. $r_{G,t}$ og $r_{E,t}$ er forrentningsatsen for henholdsvis fremmedkapital og egenkapital.

Forrentningssatsen for egenkapitalen skulle tage udgangspunkt i en CAPM, og derfor skulle egenkapitalen opgøres ud fra følgende formel:

$$r_{E,t} = r_F + \beta_A \cdot \left(1 + \frac{TG}{1 - TG}\right) \cdot MRP$$

Hvor $r_{E,t}$ var egenkapitalforrentningssatsen i år t og r_F var en risikofri rente baseret på 4-årige nulkuponrenter for danske statsobligationer. β_A var en ugearet risikovariabel, som skulle fastsættes som på et fælles brancheniveau og MRP var en markedsrisikopræmie. TG var en sektorspecifik belåningsgrad (*target gearing*).

Det var hensigten med den foreslåede model, at target-gearingen skulle tilskynde vandselskaberne til en hensigtsmæssig fordeling mellem egenkapital- og fremmedkapitalsfinansiering.

Pris på egenkapitalfinansiering

Det var foreslået, at forrentningsrammen skulle indeholde en pris ved egenkapitalfinansiering, da denne pris ikke er synlig for selskaberne. Det er forbrugerne, der stiller den kapital til rådighed for selskaberne, som selskaberne anvender til egenkapitalfinansiering. Forbrugerne stiller kapitalen til rådighed via deres betaling af vandregning. Fradraget i forrentningsrammen er derfor en direkte betaling til forbrugerne for at stille kapital til rådighed. Fradraget fungerer ved en nedsættelse af forrentningsrammen og dermed en lavere opkrævning fra forbrugerne, hvis selskaberne egenkapitalfinansierer.

Vandreguleringsudvalget

Selskaberne får således dækket deres effektive finansieringsomkostninger via forrentningsrammen, og skal betale kreditor eller forbrugerne for at stille kapital til rådighed afhængigt af om de fremmed- eller egenkapitalfinansierer. Selskaberne får således incitament til at vælge den billigste finansieringsform i deres konkrete tilfælde.

Uden fradragselementet vil forbrugerne skulle betale en rente til vandselskabet for at stille kapital til rådighed for selskabet. Det betyder, at forbrugerne i det tilfælde både har en omkostning ved at binde kapital i selskabet, og derudover en udgift ved højere vandtakster som følge af forrentningsrammen.

Fradragselementet tager udgangspunkt i selskabernes reelle belåningsgrad. Det enkelte selskabs belåningsgrad opgøres som selskabets egen gæld delt med den nedskrevne værdi af selskabets aktiver (akkumulerede investeringer fratrasket akkumulerede afskrivninger)

$$\text{Belåningsgrad} = \frac{\text{Restgæld vedr. fremadrettet investeringer}}{\text{Nedskrevet værdi af fremadrettet investeringer}} = \frac{G_t}{FG_t}$$

Det var alene afholdte investeringsudgifter og optaget gæld fra og med skæringsåret, der skulle indgå i opgørelsen af belåningsgraden. Belåningsgraden skulle opgøres årligt. Det var væsentligt, at opgørelserne af henholdsvis tælleren og nævneren i udtrykket var konsistente med hinanden. Med andre ord skulle provenuet fra den gæld der indgik i tælleren, faktisk gå til at dække investeringsudgifter forbundet med anskaffelsen af de aktiver, hvis værdien ligeledes skulle tælles med i nævneren.

Frdraget blev opstillet på en måde, hvor et øget gearingsniveau (højere gældsandel) gav vandselskabet en højere forrentningsramme. Det betød, at selskaber med et højt gearingsniveau fik indregnet en højere forrentningsramme per lånte krone, end et vandselskab med en lavere gearingsniveau. Det afspejler, at forrentningsrammen allerede afspejler betalingen til forbrugerne for at stille kapital til rådighed. Derfor er der mindre behov for opkrævning til finansiering af fremmedkapital, hvis selskabet har brugt mindre fremmedkapital. I tilfælde hvor gælden var lav, kunne forrentningsrammen reelt blive negativ, fordi det måtte antages, at $R_E > WACC$. Ligeledes ville forrentningsrammen forventeligt overstige finansieringsudgifterne, hvis gælden var høj. På den måde kunne selskaberne opnå et overskud i forrentningsrammen.

Overgangsordning og udfasning af historiske finansieringsomkostninger

Da forrentningsrammen alene skulle give forrentning på selskabets fremtidige investeringer blev der foreslået en overgangsordning for historiske finansielle omkostninger. Overgangsordningen skulle udfase finansielle omkostninger fra den tidligere regulering. Ordningen indebar, at finansielle omkostninger afholdt i året inden ny

Vandreguleringsudvalget

regulering trådte i kraft, skulle lægges til de nye indtægtsrammer som et beløb, der efterfølgende ville blive reduceret lineært over en beregnet afbetalingsperiode. Afbetalingsperioden skulle baseres på restløbetiden på selskabernes individuelle lån.

$$\text{historiske finansieringsomkostninger} = HFO_{t=0} = \sum_{j=1}^J (H_j \cdot r_j)_{t=0}$$

Hvor $HFO_{t=0}$ angav de samlede historiske finansieringsomkostninger afholdt i året inden ny regulering. J angav det samlede antal af lån som indgik i historiske finansieringsomkostninger i året inden ny regulering. H_j angav hovedstolen på lån j , imens r_j angav renten eller finansieringsomkostningen på lån j .

Hertil skulle der beregnes en vægtet restløbetid, som skulle anvendes til at bestemme udfasningsperioden for det enkelte selskabs historiske finansielle omkostninger. Det var hensigten, at de historiske finansieringsomkostninger skulle udfases lineært over den selskabsspecifikke vægtede restløbetid på eksisterende lån.

Efter udfasningsperioden ville historiske finansieringsomkostninger ikke længere indgå i rammerne, og det ville derefter alene være forrentningsrammen, som kompenserende vandselskaberne for effektive finansieringsomkostninger.