

Een zeepbel van twaalf miljard

In ESB nr. 4479 verscheen een artikel van P.J.N. van den Oetelaar onder de titel 'Splitsingswet energiesector leidt tot miljarden schade'. Sweder van Wijnbergen geeft zijn reactie op dit artikel.

In ESB van 10 februari werden de kosten van de afsplitsing van de distributienetten in de electriciteitssector door Van den Oetelaar op twaalf miljard euro geschat. Ook de California crisis werd erbij gehaald; de splitsing zal volgens Van den Oetelaar hier ook tot Californische toestanden leiden. Uit zorgvuldiger analyse volgt echter dat de splitsing en het dereguleringsproces, waar de splitsing een essentieel onderdeel van is, kosten gaat besparen in plaats van opleveren. De claim van twaalf miljard euro is een pure zeepbel. En de Californische ellende had niets te maken met afgesplitste distributienetten, maar met conflicterende regulering op *wholesale* en *retail*niveau. Dat zou in Nederland met één toezichthouder voor alle marktsegmenten niet kunnen voorkomen.

De zeepbel van twaalf miljard euro

De twaalf miljard claim heeft drie componenten. Allereerst de jaarlijkse kosten van 350 miljoen vanwege het wegvallen van een vergoeding voor in het netwerk aangewend vermogen. Vervolgens de schatting van Deloitte dat de splitsing 350 à 460 miljoen extra gaat kosten door verdubbeling van ondersteunende departementen zoals personeel en management. Deze jaarstromen worden verdisconteerd via een niet toegelichte disconteringsfactor tien¹, waarmee de 350 en 350 à 460 miljoen per jaar tot een verdisconteerd bedrag van zeven à 8,1 miljard opgewerkt worden. En daar komt vijf miljard bij vanwege volgens de auteur te verwachten claims van investeerders in de Cross Border Leases. Bij elkaar twaalf miljard euro met uitloop naar 13,1 miljard.

Netwerk kapitaalvergoeding geen kosten post

De 350 miljoen euro (volgens Van den Oetelaar nu 250 miljoen, maar in anticipatie van toekomstige tariefverhogingen komt er honderd miljoen bij) is een interne transfer van netwerkbedrijf naar holding. Essent zal na splitsing die vergoeding inderdaad niet meer ontvangen, maar daartegenover staat een even grote winst van de nieuwe netwerkaandeelhouders. Voor de consument maakt het niets uit: die betalen redelijke netwerkkosten zoals bepaald door de DTe en hebben niets te maken met welke aandeelhouders kapitaalvergoedingen ontvangen. Deze 350 miljoen, na verdiscontering 3,5 miljard, kan dus van de zeepbel af.

¹ Zonder indexatie en met een oneindige horizon impliceert de gebruikte factor tien een nominale rente van tien procent; met indexatie en een kortere horizon komen er uiteraard andere impliciete rentes uit.

Personeelskosten omhoog of omlaag?

Van den Oetelaar's tweede zeepbelcomponent is een schatting van Deloitte in een rapport over personeelskosten. Deloitte heeft mechanisch doorgerekend wat er gebeurt als je twaalf geïntegreerde bedrijven opsplijt in een gescheiden netwerk en een distributiebedrijf. Deloitte verwacht dubbel management en dubbele *human resource* afdelingen, voor jaarlijks 350 à 460 miljoen euro extra, na verdiscontering 3,5 à 4,6 miljard euro.

De eerste deuk in dit verhaal slaat het ministerie van Economische Zaken zelf, door middel van een onderzoek van Roland Berger consultants naar te verwachten consolidatie. Sommige distributiebedrijven zullen door Nederlandse bedrijven overgenomen worden die hun bestaande structuren inzetten, waardoor er geen verdubbeling van management en support komt. Ook komt er consolidatie van afgesplitste netwerken, zoals al voorgesteld door NRE en Intergas. Hiermee dalen de kosten van ongeveer 400 miljoen naar 250 miljoen per jaar, oftewel na kapitalisatie nog eens 1,5 miljard van de zeepbel af.

Maar we zijn er nog niet. Allereerst de onwaarschijnlijke aanname dat buitenlandse eigenaren geen opschoning zullen houden bij de distributiebedrijven. In een op mijn verzoek in 1998 uitgevoerde analyse van de Nederlandse electriciteitssector concludeerde een Wereldbankexpert dat productie en netwerk naar internationale maatstaven wel goed waren maar dat distributie dertig procent te duur was wegens overtollig personeel. Cap Gemini verwacht geen extra personeelskosten, integendeel: het proces van marktliberalisering, waarvan de splitsing een essentieel onderdeel is, zal volgens hen leiden tot 7.000 arbeidsplaatsen minder. Vandaar het fanatieke verzet van de ondernemingsraden van de distributiebedrijven. Dat doen ze niet uit angst voor meer banen...

De uit het banenverlies volgende kostenverlaging zal uiteraard banenscheppend werken in de rest van het Nederlandse bedrijfsleven. Duidelijk is verder dat de wet zelf geen effecten heeft op werkgelegenheid. De wet zegt dat de netwerkbedrijven niet met de distributiebedrijven in een holding mogen. De feitelijke economische scheiding heeft al plaatsgevonden in anticipatie van het inwerkingtreden van de bepaling in de Interventie & implementatiewet van 2004 over economische splitsing (het 'vette netwerk model'). Zo er aan splitsing al kosten verbonden zijn, hebben we die al gemaakt vanwege de 'vette netwerk' richtlijn van de DTe, en dat gaat volgens Cap Gemini hoogstens over een paar honderd banen. Extra kosten voor IT en facturering zijn er niet meer: er wordt al gescheiden gefactureerd en geadministreerd. Het laatste stapje, de eigendomssplitsing van de voorliggende wet, heeft na de al gezette stap naar een vette netwerkbeheerder, geen werkgelegenheidseffecten. Kortom, ook die zeepbelcomponent verdwijnt; blijft alleen nog de vijf miljard claim ten aanzien van de *Cross Border Leases* (CBLs.).

Cross Border Leases

De CBLs arbitrerend tussen verschillen in definitie van operationele en financiële leases (huur en huurkoop) in de fiscale wetgeving van de VS en Nederland. Eerst worden activa, bijvoorbeeld een distributienet, als financiële lease verkocht aan een Amerikaanse Trust. Deze lease, meestal voor vijftig of honderd jaar, is zowel in de VS als in Nederland een financiële lease, dus het economische risico en eigendom ligt bij de Amerikaanse partij, die ook afschrijfrechten verwerft.

Vervolgens worden dezelfde activa weer teruggeleased aan de Nederlandse partij, met na vijftwintig jaar een koopoptie voor die Nederlandse partij. Dit is waar het allemaal gebeurt: onder Nederlandse wetgeving komt het eigendom en economisch risico terug naar Nederland (het is weer een financiële lease) en krijgt de Nederlandse partij weer afschrijfrechten. Maar in de VS betekent het feit dat de optie wel mag maar niet hoeft uitgeoefend te worden, dat lease twee als operationeel beschouwd wordt. Hierdoor houden de Amerikanen ook afschrijfrechten; er wordt nu dus twee keer over dezelfde activa afgeschreven.

Voor Nederland is er niets aan de hand, de activa zijn in Nederlandse handen, worden in Nederland gebruikt en er wordt in Nederland over afgeschreven. Maar in de VS wordt ook afgeschreven, onder een juridische constructie die geen verband toont met de economische realiteit. In 2004 heeft de VS met de job-creations act van 2004 een eind gemaakt aan dit soort constructies, al hebben de meeste Amerikaanse partijen uitonderhandeld dat bestaande rechten uitgeoefend kunnen blijven.

In een CBL wordt 85 procent van het bedrag onder de eerste lease van een bank geleend, terwijl de Nederlandse partij 85 procent van het ontvangen bedrag weer bij dezelfde bank deponeert als onderpand voor lease twee. Daar gebeurt netto dus niets. Met de vijftien procent equity wordt aan de Nederlandse kant deels een discount bond gekocht die in twintig jaar tot de uitoefenprijs van de optie (minus de 85 procent op deposito) aangroeit. De rest (circa vijf procent) wordt als pure winst van de transactie uitgedeeld aan de Nederlandse partij.

Aangezien die *discount bond* nu de waarde van over twintig jaar nog niet bereikt heeft, is er bij een tussentijdse 'default' een risico voor het verschil. Dit is waar alle gekrakeel over gaat. De grote vraag is of bij een splitsing een 'event of default' plaatsvindt. Van den Oetelaar neemt dat zonder verdere toelichting aan en komt met een totaalschade van vijf miljard. Maar een claim indienen is nog geen claim toegewezen krijgen. En de ervaring tot nu toe geeft aan dat het wel zal meevallen.

Onlangs werd distributiebedrijf NRE gesplitst en verkocht in delen, precies het scenario van de splitsingswet. Ook NRE had CBLs, maar de Amerikaanse investeerders deden niets. NRE speelde het zorgvuldig: het distributiebedrijf werd uit de oude holding gehaald, het netwerk bleef achter, dus de CBL contractpartij bleef hetzelfde en er verdween geen significant onderpand uit de onderneming. Deze procedure kan iedereen toepassen, zolang het grootste deel (minimaal vijftig procent) van het bedrijf achterblijft. Als dat niet zo is, omdat bijvoorbeeld het netwerk minder dan de helft van het bedrijf is, komen er misschien kredietwaardigheidsproblemen waardoor aanvullende garanties gevraagd kunnen worden. Maar ook bij de recente verkoop van elektriciteitsproducent UNA door Reliant aan Nuon,

met CBLs over de centrales, ging alles goed, zonder dat Nuon concern-garanties afgaf.

Kempen, die dit voor het ministerie van Economische Zaken onderzocht, geeft aan dat alleen bij Essent een probleem speelt omdat daar zowel over de netwerken als over de centrales CBLs bestaan. De kans dat de vijftig procentregel overschreden wordt is dan groot. Maar Kempen maakt ook duidelijk dat de vijf miljard onzin is. Er zijn alleen bij Essent problemen, en het ergste wat daar kan gebeuren is dat er over het verschil tussen begin- en eindwaarde van de discount bond extra garanties gegeven moeten worden. Het gaat hoogstens om vijf procent van één miljard oftewel vijftig miljoen en daar zeventig basispunten over; dat is maximaal 3,5 miljoen per jaar, verdisconteerd niet meer dan dertig miljoen euro en dat daalt bovendien naar nul naarmate de optiedatum uit de leasecontracten dichterbij komt omdat er dan steeds minder ongedekt is. Dus ook van deze zeepbelcomponent blijft helemaal niets over: we zijn ondertussen op nul euro verwachte kosten van de Splitsingswet aangeland, geen twaalf miljard euro. En daarmee is het nog niet afgelopen, er zijn ook voordelen.

Voordelen van de Splitsingswet

De voordelen komen uit efficiëntieverbeteringen en winstmargeverlaging vanwege verhoogde competitie. Het CPB gaf na analyse van landen met vergelijkbaar beleid, vooral Nieuw Zeeland, aan te verwachten dat elektriciteitsprijzen vanwege margecompressie met maximaal vijf procent zouden dalen, ongeveer dertig euro per klant. Dat geldt voor de ruim zes miljoen Nederlandse gezinnen. Dan wordt dat 200 miljoen per jaar besparing. Voeg daarbij de jaarlijkse besparing van ongeveer vijftig miljoen die KEMA verwacht van netwerkintegratie na het doorschuiven van netwerkcomponenten boven 50 kV (het transmissienetwerk) zoals na de Splitsingswet zal gebeuren, dan krijgen we een jaarlijkse besparing van 250 miljoen.

Daarbovenop komen alle kostenvoordelen door verhoogde efficiency bij de bedrijven zelf: de 7.000 banen die Cap Gemini ziet verdwijnen. Slecht nieuws voor de betrokkenen, al leveren deze kostenbesparingen weer banen op in de rest van de economie. Deze sanering bespaart jaarlijks circa 700 miljoen (neem aan dat een gemiddeld weggesaneerde werknemer 50.000 euro per jaar kost en dat totale arbeidskosten dubbel salaris zijn). In totaal dus 700 plus 250 is 950 miljoen euro kostendaling per jaar. Met discountfactor tien wordt dat 9,5 miljard euro winst, geen twaalf miljard euro negatief! ■

Sweder van Wijnbergen

*De auteur is hoogleraar Macro-Economie aan de Universiteit van Amsterdam
S.J.G.vanWijnbergen@uva.nl*

Referenties

- Cap Gemini (2006) Onderzoek naar de werkgelegenheidseffecten van liberalisering, splitsing en privatisering.
- Centraal Plan Bureau (2006) Vertical separation of the energy-distribution industry, CPB Document 84.
- DeLoitte Consultancy BV (2005) Reorganisatiekosten splitsing energiebedrijven.
- Kema (2004), Transportnetten in Nederland: 50 kV en hoger; rapport aan TenneT.
- Kempen & Co (2006) Gevolgen van splitsing voor kosten van letters of credit voor Essent en Nuon.
- Roland Berger (2005) Reorganisatiekosten splitsing in dynamisch perspectief. Alle rapporten zijn toegankelijk via www.minez.nl, splitsingsdossier.

