



Ontbundeling energiebedrijven leidt tot verminderde kredietwaardigheid

Auteur(s):

P.J.N. van den Oetelaar

De auteur is freelance internationaal financieel adviseur in de energiesector. pvanoetelaar@12move.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4440, pagina 390, 20 augustus 2004

Rubriek:

energiemarkt

Trefwoord(en):

De ontbundelingsvoorstellen van de minister van Economische Zaken leiden tot een afwaardering van de kredietwaardigheid van de Nederlandse elektriciteitsbedrijven. Dit heeft grote gevolgen voor hun concurrentiepositie.

Het voornemen van de minister van Economische Zaken om tot ontbundeling van de energiebedrijven over te gaan, heeft tot grote discussie geleid. Cruciaal in de motivering van de minister is de stellingname dat de regulering eenvoudiger wordt indien een netwerkbedrijf afgesplitst is van het productiebedrijf. Daarom mogen de netwerkbedrijven niet langer deel uitmaken van één onderneming met productie- en leveringsbedrijven. Bij de totstandkoming van de plannen tot ontbundeling zijn de financiële aspecten onvoldoende aan de orde gekomen. In de eindconclusie van de minister is onvoldoende aandacht besteed aan de financiële risico's van een splitsing.

Grensoverschrijdende leasetransacties

In de periode van 1994 tot 2002 zijn op de meeste centrales en netwerken van de energiebedrijven in Nederland ongeveer zestig grensoverschrijdende leasetransacties afgesloten. Deze staan beter bekend als US Cross Border Lease-transacties (cbl's). cbl's zijn financieringstransacties voor de lange termijn, waarin de gebruiksrechten van de betreffende vaste activa door een dochteronderneming (zoals gas-, electriciteits- en warmtenetwerken, alsmede elektriciteitscentrales) van een Nederlands energiebedrijf voor een lange periode tegen marktwaarde worden verhuurd of verkocht aan Amerikaanse investeerders. Deze activarechten worden direct weer voor een relatief kortere leaseperiode (20 tot 25 jaar) door de betreffende dochteronderneming teruggehuurd van de Amerikaanse investeerder. Aan het einde van deze leaseperiode heeft deze dochter het recht om de volledige gebruiksrechten van de investeerder terug te verwerven tegen een overeengekomen prijs (koopoptie). Het concern of de holding waartoe de dochter behoort, garandeert de nakoming van alle verplichtingen van het dochterbedrijf uit deze transacties.

De structuur van de cbl's is gericht op het behalen van een fiscaal voordeel door de investeerder in Amerika. Na aftrek van de transactiekosten wordt de contante waarde van dit voordeel gedeeld met het Nederlandse bedrijf. Gedurende de leaseperiode ligt het fiscale risico in de vs van deze transacties bij de investeerder. Alle andere risico's, zoals de financiële, juridische en economische risico's, liggen bij het Nederlandse energiebedrijf. De financieel-economische situatie van het energieconcern is van groot belang bij cbl's. Het energieconcern, dat de verplichtingen heeft gegarandeerd, dient namelijk gedurende de gehele leaseperiode, te voldoen aan de overeengekomen criteria, zoals voldoende kredietwaardigheid, een positief bedrijfsresultaat en/of minimale balansratio's. Daarenboven kunnen door de Amerikaanse investeerders garanties van gekwalificeerde externe banken worden geëist. Bij een normale continuïteit van de eigendomstructuur zijn de genoemde risico's zeer beperkt van omvang.

Het door de Nederlandse energiebedrijven behaalde voordeel uit deze transacties in de periode vanaf 1994 kan berekend worden op ruim € 900 miljoen.¹ De totale transactiewaarde van alle cbl's in Nederland bedraagt ruim \$ 22 miljard, waarvan gemiddeld 15 procent gefinancierd is door de Amerikaanse investeerders en 85 procent door - voornamelijk Nederlandse - banken (Asset Finance International magazine). De jaarlijkse huurverplichtingen van de dochterbedrijven zijn afgedekt door het grootste deel van de ontvangen transactiewaarde te beleggen in deposito's en de vrijkomende rente hiervoor aan te wenden. Om te zijner tijd de koopopties eventueel te kunnen uitoefenen, zijn speciale fondsen gevormd. De nakoming van alle verplichtingen uit deze transacties is, gedurende de gehele leaseperiode, gegarandeerd door de betreffende Nederlandse holdingmaatschappij. Indien niet of niet voldoende aan deze verplichtingen kan worden voldaan, heeft de Amerikaanse investeerder het recht om de overeenkomst tussentijds te beëindigen en de overeengekomen vergoeding op te eisen bij de garantieggever: de betreffende holding. De hoogte van deze vergoeding is gebaseerd op het - vooraf berekende - te behalen belastingvoordeel door de investeerder in Amerika.

Gevolgen van ontbundeling

Door de ontbundeling van de netwerken en de afgesloten cbl's kunnen Nederlandse energiebedrijven in financiële problemen komen. Voor de ontbundeling is medewerking noodzakelijk van de Amerikaanse investeerders en de banken. Door de ontbundeling zullen immers activa en bedrijven worden overgedragen en zullen ook noodzakelijk nieuwe garanties moeten worden afgegeven door de nieuw te vormen (gesplitste) entiteiten en concerns. Conform de voorwaarden uit de cbl-overeenkomsten dienen de investeerders en de banken en eventuele andere partijen voorafgaande aan de overdracht hun goedkeuring te geven. Bij deze afweging zal de beoordeling van de financiële positie van deze nieuwe entiteiten centraal staan.

Gezien de onzekerheid over de financiële posities van deze nieuwe gesplitste bedrijven is te verwachten dat de investeerders zeer terughoudend zullen zijn bij het afgeven van deze goedkeuringen. In dit verband is de brief van de credit ratingbureau Standard & Poor's (s&p) van 1 april 2004 van groot belang. Deze brief is een directe financiële reactie op het voornemen van de minister tot ontbundeling. De zogenoemde outlook van Essent, nuon en Eneco is hierin bijgesteld van 'stable' naar 'negative'. S&p stelt dat de gevolgen van de beoogde herstructurering van de sector ingrijpend zullen zijn. De credit ratings (shadow ratings) van de gesplitste productie- en handelsbedrijven zullen volgens s&p several notches lager zijn dan de huidige ratings. Momenteel zijn deze ratings a+. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de ratings van de afgesplitste productie- en leveringsbedrijven uitkomen op een b-niveau.

Verslechterde creditrating

Door de verzwakking van de kredietwaardigheid voor de afgesplitste productie- en handelsactiviteiten zal een normale voortzetting van de huidige cbl's op de Nederlandse centrales twijfelachtig worden. Voor de Amerikaanse investeerders is zekerheid over de continuïteit van de onderliggende activiteiten in combinatie met een sterke financiële garantieverstrekker de belangrijkste voorwaarde om de transacties voort te zetten. Zij zullen het verhoogde risico die de ontbundeling veroorzaakt zeer waarschijnlijk niet willen lopen en daaron niet meewerken aan ontbundeling. Als gevolg van de toename van de financiële risico's is de continuïteit niet meer voldoende gewaarborgd, waardoor de te behalen fiscale voordelen voor de investeerders in Amerika in gevaar komen. Bij een faillissement zijn de transacties in Amerika immers niet langer rechtsgeldig. Om deze reden is het voor de investeerders waarschijnlijk aantrekkelijker om de cbl's vóór implementatie van de wettelijke ontbundeling op te zeggen. Op dat moment zullen zij de overeengekomen vergoeding direct opeisen bij de huidige garantieverstrekkers: de holdings van de Nederlandse energiebedrijven.

Bij de afwegingen van de Amerikaanse investeerders speelt tevens een rol dat de opvattingen in Amerika over de fiscale behandeling van cbl's aan het verschuiven zijn. Sinds medio 2003 discussieert het Amerikaanse Congres om de voorwaarden van de leasetransacties te verzwaken zodat nieuwe transacties feitelijk onmogelijk worden gemaakt. De uitkomst hiervan is dat het Amerikaanse ministerie van Financiën dit voorstel als een bezuinigingsmaatregel heeft overgenomen in haar begrotingen. Hierdoor zijn investeerders nog terughoudender geworden om aanpassingen in bestaande leasevoorwaarden door te voeren. Door wijzigingen in de leaseovereenkomst kan een investeerder het risico lopen dat de Amerikaanse belastingdienst deze transacties opnieuw zal beoordelen. Daardoor kunnen de nieuw op te tuigen overeenkomsten onder de nieuwe strenge wet of regelgeving vallen. In dit verband is het vermeldenswaardig dat sinds november 2003 geen nieuwe cbl's afgesloten zijn, noch herstructureringen bij bestaande cbl's zijn doorgevoerd.

Cascade-effect

De maximaal overeengekomen vergoedingen (de zogenoemde termination values) bij de cbl's van de Nederlandse energieproductiesector kunnen geraamd worden op ongeveer \$ 2 miljard.² Het is te verwachten dat de Amerikaanse investeerders dit bedrag zullen claimen bij de bestaande energieconcerns. Door de grote omvang van dit bedrag zal de kredietwaardigheid van de Nederlandse energieconcerns (dus nog vóór ontbundeling) verslechteren. Hierdoor zullen de ratings naar beneden worden bijgesteld. Het is dan niet langer uitgesloten dat de gehele energiesector in Nederland uiteindelijk op een b-niveau zal uitkomen.

Door deze nieuwe relatief lage ratingniveau's zal de kredietwaardigheid van de holdings als garantieverstrekker voor de cbl-transacties op de netwerken ook onvoldoende worden. Net als bij de productie, zal dit er waarschijnlijk toe leiden dat ook de investeerders in de netwerken uiteindelijk voor de maximale zekerheid kiezen en hun overeenkomsten vroegtijdig zullen opzeggen. De maximale overeengekomen vergoedingen bij de totale Nederlandse netwerkbedrijven, waarop cbl's zijn afgesloten, kan geraamd worden op circa \$ 3 miljard.³ De totale potentiële claim, die zowel op de productie-eenheden als op de netwerken betrekking heeft, kan hiermee oplopen tot circa \$ 5 miljard.

Door de lagere creditratings zullen ook de gewone financieringskosten van de energiesector toenemen. Het geschatte nadeel voor de gehele sector bedraagt circa € 150 tot € 200 miljoen per jaar (uitgaande van de huidige rentedragende schulden van de sector en een hogere rente van 0,6 tot 1 procent). Eveneens dient de genoemde totale claim gefinancierd te worden, hetgeen zal leiden tot een additioneel nadeel ('verliesfinanciering') van circa € 300 miljoen per jaar voor de sector (uitgaande van het verhoogde renteniveau). Als gevolg van de implementatie van de beoogde wettelijke ontbundeling komt de continuïteit van de netwerk- en productiebedrijven sterk onder druk te staan.

Daarnaast zal de ontbundeling leiden tot een ongelijk speelveld. Buitenlandse bedrijven in Nederland worden immers niet met een verhoogd risicoprofiel geconfronteerd. Hun activiteiten blijven gebundeld en daarmee is hun risicoprofiel lager en worden hun financieringskosten op een laag niveau gecontinueerd.

Conclusie

De ontbundeling van de Nederlandse energiebedrijven zal de waarde van deze bedrijven sterk verminderen vanwege de toename van de directe en indirecte financieringslasten. Deze risico's zijn zo groot, dat de continuïteit van de gehele energiesector in Nederland in gevaar kan komen. De rekening hiervan zal bij de Nederlandse consumenten en bedrijven in Nederland terecht komen.

Indien de overheid haar ontbundelingsplannen wil doorzetten, moet zij de gevaren voor de discontinuïteit als gevolg van de verslechterde financiële positie van de energiesector in Nederland onderkennen. Een mogelijke oplossing voor de verminderde kredietwaardigheid is dat de overheid rechtstreeks garanties verstrekt aan de Amerikaanse cbl-investeerders voor nakoming van de leaseverplichtingen door de betreffende bedrijven gedurende de resterende leaseperiodes van de lopende transacties (tien tot twintig jaar). Naast de afweging of de overheid hiertoe bereid zal zijn, is het de vraag of deze garanties door de Europese Commissie zullen worden goedgekeurd. n

Peter van den Oetelaar

Asset Finance International Magazine; published by Euromoney Institutional Investor; diverse nummers.

ela 's publications, information, task force reports; by Equipment Leasing Association of America (ela), Arlington.

Global Finance Magazine, New York; diverse nummers.

Essent, Nuon and Eneco *Outlooks revised*; *Standard & Poor's*, April 1, 2004.

Debt Ratings and Utility Europe; Citigroup NY, October 2002.

1 Bron: eigen berekeningen op basis van de jaarverslagen van de energiebedrijven vanaf 1994.

2 Bronnen: *Asset Finance International Magazines*, ELA reports, *Global Finance Magazines* en berekeningen door de Amerikaanse CBL-arrangers.

3 Zie voetnoot 2.