

VRIJHANDELSOPTIEK

Dertiende Jaargang | Week 38 2017 | 18-09-2017 | Pagina 1

Energietransitie is niet afhankelijk van publiek eigendom Eneco

Eind oktober moeten de 53 aandeelhouders van Eneco zich uitspreken over het afbouwen of behouden van hun belang in Eneco. Die keuze heeft voor de aandeelhouders grote financiële consequenties maar diverse partijen claimen dat het vooral gaat om duurzaamheid. Grote woorden worden daarbij niet geschuwd en enkele professoren nemen nogal extreme posities in. Aan de constatering dat de huidige aandeelhouders helemaal geen invloed hebben op de strategie van Eneco wordt welbewust voorbij gegaan. Ook milieuorganisaties Greenpeace en Milieudefensie, in samenwerking met vakbonden, laten inmiddels van zich horen en [roepen](#) de gemeenteraden op om stringente voorwaarden te stellen aan een eventuele verkoop van aandelen. Dat die voorwaarden niet noodzakelijkerwijs bijdragen aan de energietransitie lijkt er niet toe te doen.

Is privatisering werkelijk zo slecht?

Halverwege augustus riep Hans Schenk, hoogleraar en kroonlid van de Sociaal Economische Raad, de aandeelhouders op om Eneco niet te verkopen aan een groot grijs energieconcern. In een uitzending van [Nieuwsuur](#) wees hij op de slechte ervaringen met privatiseringen uit de jaren negentig: slechtere dienstverlening en hogere kosten. Die hogere kosten vloeien vooral voort uit forse stijgingen van de salarissen voor het topmanagement, aldus de hoogleraar. Als voorbeeld noemt hij de Postbank, ooit een zeer succesvol overheidsbedrijf en nu als ING koploper in klimaatschadelijke investeringen. Ook de privatiseringen van Nuon en Essent krijgen van de hoogleraar een dikke onvoldoende. Dat op basis van de onvolprezen Postcodeloterij gesponsorde rangordening van energieleveranciers door consumenten- en milieuorganisaties. Een rangordening op basis van criteria die nauw aansluiten bij de werkwijze van Postcodeloterij-goed-doel deelneming energieleverancier Qurrent die derhalve als vanzelfsprekend een tien scoort!

De flinterdunne en oneigenlijke argumentatie voor de [oproep](#) niet aan een groot grijs concern te verkopen is een hoogleraar onwaardig. Hij houdt namelijk geen rekening met het speelveld waarin energiebedrijven opereren terwijl dat juist essentieel is voor een goede afweging. Zo wijst hij op de neiging van grote bedrijven om innovaties tegen te houden. Zelfs als dat zo is, dan hoeft dat geen bezwaar te zijn voor de verkoop van Eneco. De energiemarkt is namelijk een internationale markt met een groot aantal spelers in tal van gedaanten en formaten. Alleen al in Nederland strijden tientallen leveranciers om de gunst van kleinverbruikers, proberen honderden corporaties en tal van commerciële partijen lokale projecten op te zetten. De snelle prijsdaling van wind op zee laat zien dat ook aan de bovenkant van de

markt innovaties niet stil staan en dat zelfs gedoodverfde grijze reuzen als Shell zich niet onbetuigd laten.

Anders dan Schenk suggereert geldt bij de energiemarkt dat er geen combinatie is geweest van privatisering en deregulering. Integendeel, aan de privatisering is juist eerst een vergaande reguleringsoperatie vooraf gegaan. Niet de aard van het eigendom van energiebedrijven als Eneco maar de details van de regulering zijn essentieel voor de energiemarkt in het algemeen en de energietransitie in het bijzonder. Daarbij komt dat de keuze voor wel of niet duurzaam voor het grootste deel helemaal niet bij de energiebedrijven ligt maar bij de rijksoverheid. Het zijn de 12 miljard euro die minister Kamp dit jaar voor de SDE+ beschikbaar heeft gesteld, de 150 miljoen euro voor monomestvergisters en de nog onbekende bedragen die nodig zijn voor de tenders voor 700 MW/jaar nieuwe wind op zee die de innovaties en verduurzaming aanjagen, niet het feit dat Eneco eigendom is van 53 lokale overheden.

Aandeelhouder heeft nauwelijks zeggenschap in een Structuur NV

Hoogleraar Rotmans wijst er in een [opiniestuk](#) zelf op dat de aandeelhouders van Eneco tot nu toe nauwelijks invloed uitoefenen op de strategie van Eneco. Hij stapt echter snel over die cruciale constatering heen en pleit er voor dat gemeenten in de toekomst juist wel invloed moeten gaan uitoefenen. Dat vereist op de eerste plaats energiedeskundigheid bij de gemeenten, bijvoorbeeld om te kunnen beoordelen of bijvoorbeeld investeringen in windparken in Schotland, Duitse leveranciers van zonnepanelen en Belgische gascontracten wel of niet gewenst zijn. Zelfs als gemeenten zulke deskundigheid verwerven en daarbij tevens meerderheidscoalities kunnen vormen, dan nog lopen de gemeenten kans dat Eneco zijn eigen gang gaat. Wat de tegenstanders van privatisering namelijk verzuimen te melden is dat aandeelhouders in een structuurvennootschap niet of nauwelijks invloed kunnen uitoefenen op het beleid van een structuurvennootschap zoals Eneco.

Eneco is een zogenaamde structuur NV. Dat houdt in dat het bestuur van de vennootschap vooral wordt gecontroleerd door de Raad van Commissarissen. De invloed van de aandeelhouders wordt daardoor sterk beperkt. De Statuten en de Aandeelhoudersovereenkomst bepalen over welke zaken een (kwalificerende) meerderheid van aandeelhouders wel of niet kan beslissen. Dat betreft meestal zaken als het vaststellen van de lange termijn strategie en het ontslaan en benoemen van bestuurders. Soms mogen aandeelhouders een of meerdere leden van de RvC benoemen maar ook voor zulke commissarissen geldt dat ze op de eerste plaats het belang van het bedrijf waarop ze toezicht houden horen te behartigen. Dat houdt in dat als de RvC het bijvoorbeeld

VRIJHANDELSOPTIEK

Dertiende Jaargang | Week 38 2017 | 18-09-2017 | Pagina 2

voor de structuur NV van belang vindt om een directeur een royaal salaris of een mooie vertrekregeling aan te bieden, de aandeelhouders [machteloos](#) staan.

Het staat buiten kijf dat de strategie van Eneco goed aansluit bij de huidige tijdsgeest. Dat is echter niet het gevolg van sturing door de aandeelhouders maar te danken aan de koers die het management van Eneco al jaren geleden heeft ingezet. Bij een ander management of een andere tijdsgeest, had dit dus heel anders kunnen uitpakken. Er is ook geen enkele zekerheid dat Eneco aangesloten blijft op maatschappelijke ontwikkelingen. Dat die aansluiting er momenteel wel is betekent daarom niet dat aandeelhouders vast moeten houden aan de aandelen. Integendeel, juist het feit dat Eneco momenteel als duurzaam energiebedrijf hoge ogen [gooit](#), is bij uitstek een signaal dat de tijd rijp is voor verkoop!

Ruimte voor groei en internationalisering

De Rotterdamse wethouder financiën en voorzitter van de aandeelhouderscommissie, Adriaan Visser, verwoordt terecht dat de aandelen van de gemeente in Eneco vooral gezien moeten worden als een belegging in een mooi commercieel bedrijf. In de afgelopen maanden heeft Eneco honderden miljoenen euro's geïnvesteerd in de overname van 50% van het Duitse Lichtblick met optie (put en call) voor de overige 50%. Daarmee verwierf Eneco in principe 500 medewerkers en 645.000 klanten in Duitsland. In het [halfjaarbericht](#) 2017 meldt Eneco over de acquisitie dat Lichtblick de kracht van de Groep in de West- Europese energiemarkt versterkt. Een verdere versterking vond plaats door een investering van 200 miljoen euro in de Belgische bedrijven Eni Gas & Power en Eni Wind. Volgens Eneco wordt daarmee een belangrijke stap gezet om de Belgische energievoorziening verder te verduurzamen. Zowel de Duitse als de Belgische acquisities worden uitdrukkelijk gepresenteerd als groeimogelijkheden voor verdere investeringen.

De recente aankopen van Eneco passen goed bij de voortgaande eenwording van de West-Europese energiemarkten. Die internationalisering houdt echter ook in dat het voor de aandeelhouders van Eneco lastiger wordt om de deelneming te beschouwen als zijnde in het belang van de lokale energievoorziening. Een gemeente die eigenaar is van een lokaal energiebedrijf kan verliezen bij het betreffende bedrijf mogelijk accepteren, bijvoorbeeld omdat de eigen inwoners en lokale bedrijven profiteren van (te) lage energieprijzen. Die link tussen de locatie waar de lasten en lusten neerslaan is door de liberalisering van de energiemarkt al grotendeels verdwenen. Verliezen op klanten buiten de regio van de aandeelhouders houden dan de facto een waardeoverdracht in van de inwoners van de aandeelhoudende gemeenten naar de inwoners van buiten de eigen regio. Omdat Eneco hard werkt aan de verdere

internationalisering, neemt de kans toe dat inwoners uit bijvoorbeeld Aalsmeer armer worden als Eneco zich veen zeperd maakt met klanten in Berlijn of Brussel. Essentieel daarbij is dat anders dan bij private bedrijven, de inwoners van de aandeelhoudende gemeenten niet in de positie zijn zelf te beslissen of ze de betreffende risico's willen dragen.

Wees terughoudend met stellen van voorwaarden

Pleitbezorgers voor handhaving van het publieke eigendom presenteren Eneco als kampioen duurzaamheid en stellen dat die eigenschap verloren dreigt te gaan als het bedrijf wordt gekocht door een groot grijs energiebedrijf. Ze eisen dat er stringente voorwaarden worden gesteld aan de kopende partij, als onverhoopt toch tot verkoop besloten zou worden. Zelfs Adriaan Visser als verantwoordelijke wethouder van Rotterdam, lijkt daar politiek gevoelig voor te zijn. De kans is echter groot dat juist door voorwaarden aan de kopende partij te stellen de energietransitie geschaad kan worden. Immers, wat politiek een goede keus lijkt te zijn kan in de praktijk slecht uitpakken voor de verduurzaming.

Stel dat alleen een fossiele reus zoals Shell en een groene kampioen zoals het Deense DONG op Eneco bieden. Het moge duidelijk zijn dat het met de duurzaamheid en steun voor energietransitie wel snor zit als een bedrijf met zulke uitdrukkelijke groene doelstellingen als DONG Eneco koopt. Met zo'n bruid kunnen de wethouders wellicht met gerust hart bij de gemeenteraden aankloppen. Als in dit voorbeeld Shell het hoogste bod uitbrengt hebben de wethouders een behoorlijk probleem. In de media is er namelijk al stemming gemaakt tegen een mogelijke overname van Eneco door Shell en sommige aandeelhouders hebben laten zien daar [gevoelig](#) voor te zijn.

Natuurlijk zou in dit voorbeeld Shell Eneco kunnen kopen om het bedrijf weer te laten inzetten op fossiele energie, zoals Amstelveen vreest, maar dat ligt niet voor de hand. En hoe ziet zo'n inzetten op fossiele energie er uit? Niet langer meedingen naar de subsidiepotten voor de productie van duurzame energie? In dat geval vernietigt de koper een belangrijk deel van de waarde van zijn aankoop. Dat geldt ook als Eneco na verkoop, alleen nog maar grijze stroom aan zou bieden. Los van het feit dat lange termijncontracten met diverse (zeer) grote afnemers overstappen op 100% grijs onmogelijk maakt, de productiemix van Nederland verandert niet door de verkoopwijze van groene en/of grijze stroom.

Ook de mogelijkheid dat Eneco na verkoop zijn duurzame productie van de hand doet en investeert in fossiele centrales heeft geen macro-economisch effect op de energietransitie omdat het opgesteld vermogen door zulke koop- en verkooptransacties niet verandert. Dat zou wel het geval zijn als Eneco na verkoop werk maakt van nieuwe gascentrales. In België en de Britse eilanden dreigen

VRIJHANDELSOPTIEK

Dertiende Jaargang | Week 38 2017 | 18-09-2017 | Pagina 3

capaciteitstekorten die mogelijk met gascentrales ingevuld moeten worden. Een bedrijf dat zich volledig richt op duurzame energie begint daar niet aan maar als onder nieuwe eigenaars wordt ingezet op fossiele energie, zou Eneco daar op kunnen inschrijven. Zou dat voor de energietransitie een tegenslag zijn? Nee, absoluut niet want als zulke gascentrales er moeten komen, dan is het juist gewenst als een partij als Eneco de ervaringen met warmte kracht en hoogrenderende gascentrales benut.

Als het niet voor de hand ligt dat een bedrijf als Shell Eneco koopt teneinde fossiele energie beter te laten renderen, waarom zou zo'n grijze reus meebieden? Zou dat kunnen zijn omdat Eneco over kennis en kunde beschikt die het kopende bedrijf goed kan benutten om andere bedrijfsonderdelen te verduurzamen? Zou het kunnen zijn dat acquisitie van Eneco door een grijze reus een versnelling van de verduurzaming teweeg kan brengen?

Zoals reeds opgemerkt lijkt een groene kampioen als Dong voor de politiek een droombruid. Als Dong de hoogste bieder wordt omdat overname van Eneco tot veel synergie en strategische meerwaarde leidt, dan is dat prachtig. Maar wat betekent dat voor de energietransitie? De twee bedrijven zijn bijvoorbeeld bij wind op zee onderlinge concurrenten. Een fusie van de twee duurzaamheidskampioenen komt die concurrentie derhalve niet ten goede. Evenmin is er veel kans op het aanjagen van interesse in duurzaamheid over en weer, juist omdat het met die duurzaamheid wel snor zit. Zodoende zou het heel wel kunnen zijn dat de energietransitie juist weinig baat heeft bij de verkoop van Eneco aan een duurzaamheidskampioen.

In de media wordt verkopen aan de hoogste bieder afgeschilderd als een zeer slechte zaak. Goede argumenten daarvoor ontbreken en de pleidooien lijken meer ingegeven door gevoel dan door verstand. Van belang daarbij is dat de verkopers aandacht hebben voor het speelveld waarin Eneco opereert. Rekening houdend met dat speelveld moeten de verkopers zich afvragen wat er verloren gaat als de kopende partij er werkelijk, bewust of onbewust, een puinhoop van maakt. Omdat het speelveld bestaat uit sterk concurrerende markten voor leveranties, handel, productie en projectontwikkeling, is de kans op onherstelbare schade klein. Daarbij gelden voor kleinverbruikers sterke wettelijke beschermingsmechanismen en kunnen afnemers bovendien met enkele muisklikken van leverancier wisselen.

Paradoxaal neemt de potentiële schade die een overnemende partij kan veroorzaken toe als de verkopers strenge voorwaarden gaan stellen. De beste bescherming tegen oneigenlijk gebruik of misbruik van de overname is het risico op waardevernietiging. Bij verkoop aan de hoogste bieder na een goed geleid verkoopproces is de beste garantie dat de kopende partij weet heeft van de waarde van de diverse activiteiten en onderdelen van het bedrijf. Het ligt

dan voor de hand dat de koper die waarde op zijn minst wil behouden en liefst nog laten groeien. Zodoende kan het heel wel zijn dat juist een fossiele reus een mooi bedrag over heeft voor een duurzaamheidskampioen omdat het hele bedrijf baat kan hebben bij versnelde verduurzaming.

Eventuele voorwaarden die verkopers stellen zullen door geïnteresseerde kopers worden vertaald naar kosten die op het overnamebod in mindering moeten worden gebracht. Dat kan de verkopers een hoop geld schelen zonder zekerheid dat het doel er mee wordt bereikt. Voorwaarden lokken namelijk ook creatief denken uit. Potentiele kopers zullen veel intelligentie stoppen in de vraag hoe zo goedkoop mogelijk aan de voorwaarden kan worden voldaan. Dat kan inhouden dat Eneco niet aan de hoogste bieder wordt verkocht maar aan de meest gewiekste. Of dat uiteindelijk ook de beste partij is voor de energietransitie valt dan nog te bezien.

Energietransitie gebaat bij hoogste opbrengst die verstandig wordt ingezet

De energietransitie is gelukkig niet afhankelijk van een enkel energiebedrijf. De allerbelangrijkste drijfveer voor de energietransitie zijn namelijk de overheids subsidies. Een scala aan bedrijven staat te popelen om met die subsidies aan de slag te gaan. Bovendien spelen de marktsegmenten 'handel in energie' en 'energielevering aan eindverbruikers' slechts een bescheiden rol bij de werkelijke energietransitie. Als handelaar, leverancier en producent van energie levert Eneco een grote bijdrage aan de transitie, maar die bijdrage kan desgewenst door andere partijen worden overgenomen. In dat opzicht is het dus niet nodig dat Eneco in publieke handen blijft. Daarbij komt dat Eneco actief is op een markt waar in een kort tijdsbestek honderden miljoenen euro's gewonnen of verloren kunnen worden. Dat is niet bepaald een sector waar lagere overheden gemeenschaps-geld in zouden moeten investeren. Dit des te meer als de opbrengst van de verkoop van het aandelenbelang in Eneco ook rechtstreeks aangewend kan worden om de energietransitie te bevorderen.

VRIJHANDELSOPTIEK

Dertiende Jaargang | Week 38 2017 | 18-09-2017 | Pagina 4

European Power & Dutch Gas Indications: Mid Market Closing Prices

15 sep 2017	Dutch Baseload Power	Dutch Peakload Power	German Baseload Power	German Peakload Power	UK Baseload Power	Nordpool Baseload Power	Belgian Baseload Power	French Baseload Power
	EUR/MWh	EUR/MWh	EUR/MWh	EUR/MWh	GBP/MWh	EUR/MWh	EUR/MWh	EUR/MWh
Q4 17	43,10	51,11	39,86	50,45	49,66	33,24	50,90	52,89
Q1 18	43,08	51,96	41,31	51,88	51,09	34,78	51,18	56,02
Q2 18	37,84	42,78	32,32	38,24	42,74	27,47	34,54	33,66
Q3 18	36,93	41,74	32,61	38,69	41,16	25,14	33,53	33,07
Q4 18	40,47	48,25	36,80	47,94	45,73	29,80	43,71	45,46
Q1 19	39,38	46,87	37,39	47,71	48,36	31,30		46,57
Q2 19	33,55	39,60	30,14	36,88	39,64	24,52		34,89
Q3 19	33,93	40,38	30,49	36,62	40,17	23,32		34,74
Cal 18	39,57	46,19	35,74	44,20		29,27	40,70	42,00
Cal 19	36,02	43,07	32,98	41,40		26,74	37,44	40,11
	EUR/USD	EUR/GBP	Brent Crude Oil	LS Gas Oil	Rotterdam Coal	TTF Gas	NBP Gas	EUA
			USD/bbl	USD/MT	USD/MT	EUR/MWh	EUR/MWh	EUR/ton
Q4 17	1,1941	0,8797	55,42	519,00	91,32	17,64	18,53	6,95
Q1 18			55,27	508,25	86,80	18,06	19,68	6,97
Q2 18			55,29	503,75	82,73	16,56	16,29	6,97
Q3 18			55,33	505,25	80,95	16,25	15,61	6,97
Q4 18			55,37	504,75	79,10	17,38	18,04	6,97
Q1 19			55,41	505,75	77,22	17,94	19,55	6,99
Q2 19			55,45	505,25	75,92	16,15		7,01
Q3 19			55,56	509,00	75,95	15,81		7,03
Cal 18					82,40	17,06	17,39	
Cal 19					76,25	16,70	17,03	

DISCLAIMER: De prijsinformatie is beschikbaar gesteld door [Anode International Trading SA](#). De informatie vormt in geen enkel opzicht een aanbieding voor koop of verkoop van een of meerdere van de genoemde producten. SLEA BV noch Anode kunnen op de inhoud van de publicatie worden aangesproken. Gelieve bij vragen over prijzen en/of producten rechtstreeks contact op te nemen met Anode International Trading, tel: +41 21 691 24 05, mail: ch@anode.eu