

Vergaderjaar 2005–2006

25 435

Vervreemding aandelen Schiphol

Nr. 10

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 15 november 2005

Op verzoek van de Vaste Kamercommissie voor Verkeer en Waterstaat zet ik hierbij nader uiteen hoe een dual track voor de verkoop van een minderheidsbelang in N.V. Luchthaven Schiphol (NVLS) zou plaatsvinden, indien dit als vervreemdingswijze wordt gevolgd.

In deze brief worden achtereenvolgens het dual track proces, de te hanteren uitgangspunten en de rol van de Tweede Kamer behandeld. De spelregels voor een dual track die deze brief bevat, zijn mede op basis van advies van Lazard en Allen & Overy, respectievelijk financieel en juridisch adviseur van de Staat, bepaald met het doel een proces te creëren dat competitie tussen beide tracks mogelijk maakt waarbij de prijs per aandeel uiteindelijk de doorslag geeft, mits aan bovengenoemde te hanteren uitgangspunten wordt voldaan. Het is van belang voorafgaand aan het proces duidelijk de spelregels vast te stellen en met alle betrokken partijen te delen, zodat daar later gedurende het proces geen verwarring over kan ontstaan.

Beschrijving van het dual track proces

Met een «dual track proces» wordt bedoeld het tegelijkertijd voorbereiden en vervolgen van een aandelenvervreemding door middel van zowel een beursgang als een onderhandse plaatsing. Pas op het allerlaatste moment wordt besloten welke variant uiteindelijk leidt tot aandelenvervreemding.

Grofweg zijn er in het proces vier fasen te onderscheiden; (i) voorbereiding, (ii) benaderen van kandidaat-kopers voor het traject onderhandse plaatsing en selectie van het bankensyndicaat voor de beursgang¹, (iii) due diligence (of boeken) onderzoek en premarketing, en (iv) keuze en implementatie.

¹ Voor de onderhandse plaatsing zijn de kandidaat-kopers de belangrijkste partijen in het proces waarmee de verkopende aandeelhouders te maken hebben. Bij de beursgang zijn dat de begeleidende syndicaatsbanken, die de te verkopen aandelen plaatsen bij de nieuwe aandeelhouders. In praktische zin zijn de syndicaatsbanken dan ook op te vatten als potentiële kopers.

In deze fase wordt alle informatie verzameld en geordend die nodig is om potentiële aandeelhouders zo juist en compleet te informeren over het bedrijf. Het gaat dan om informatie zoals jaarverslagen en gegevens over de strategie of over belangrijke contracten tussen het bedrijf en derden. Voor geïnteresseerde partijen die zullen meedingen in de onderhandse plaatsing wordt een informatie memorandum samengesteld waarin de activiteiten, strategie en financiële resultaten gedetailleerd worden beschreven. Mogelijke kandidaat-kopers worden benaderd voor de onderhandse plaatsing en zullen het informatiememorandum, na ondertekening van een geheimhoudingsverklaring, ontvangen. De kandidaat-kopers worden vervolgens in de gelegenheid gesteld om op basis van het informatie memorandum een indicatief bod op de aandelen te doen. Tevens wordt in deze fase ter voorbereiding op het due diligence onderzoek de dataroom samengesteld die in de volgende fase toegankelijk zal worden gemaakt voor zowel de kandidaat-kopers als ook aan het bankensyndicaat dat, in geval van de beursgang, de aandelen zal plaatsen. In de dataroom bevindt zich de informatie ten aanzien waarvan het due diligence onderzoek zal worden uitgevoerd. In deze voorbereidingsfase wordt ook bepaald welke banken de beursgang zullen begeleiden. Ook zullen voorbereidingen worden getroffen voor het vervaardigen van een prospectus dat in het geval van een beursgang aan de potentiële investeerders de benodigde informatie moet verschaffen.

Due diligence onderzoek en premarketing

In deze fase hebben zowel een aantal kandidaat-kopers, dat op basis van de indicatieve biedingen is uitgekozen voor de volgende fase van de onderhandse plaatsing, als het bankensyndicaat en hun respectievelijke adviseurs toegang tot de dataroom en zal het management van Schiphol het bedrijf aan alle betrokken partijen presenteren. De kandidaat-kopers in de onderhandse plaatsing zullen zelf een due diligence onderzoek mogen uitvoeren. De kandidaat-kopers zullen ook in de gelegenheid worden gesteld vragen aan het management te stellen. Na afloop van deze fase zullen de kandidaat-kopers in staat zijn hun definitieve, bindende bieding uit te brengen. De banken die een beursgang begeleiden, zullen eveneens een due diligence onderzoek uitvoeren om hun eigen risico's te minimaliseren en vanwege de verplichting om te onderzoeken of het prospectus juist en volledig (in de zin van niet misleidend) wordt opgesteld, zodat beleggers op basis van dit prospectus een goed oordeel kunnen vormen over Schiphol. Voordat het prospectus gereed is, zal het bankensyndicaat institutionele beleggers polsen (de zogenaamde premarketing). Op basis van deze informatie zal het syndicaat in staat zijn om een bandbreedte van de prijs van het aandeel te geven die voor de beursgang zal worden gehanteerd. Dus pas na deze fase wordt een besluit genomen over welke vervreemdingswijze wordt doorgezet, tenzij al eerder in het proces duidelijk zou zijn geworden dat één van de varianten afvalt.¹ Dan wordt dus met de andere variant doorgegaan.

Keuze en implementatie

Hoewel de eerste drie fasen elkaar enigszins kunnen overlappen zal pas na afronding van de derde fase, de due diligence fase, duidelijk zijn geworden hoe hoog de opbrengst is die de beursgang en de onderhandse plaatsing kunnen genereren. Pas dan zal de Staat bepalen welke wijze van vervreemding wordt vervolgd. De hoogste prijs per aandeel geldt daarbij als criterium. In het geval de onderhandse plaatsing wordt gekozen bete-

¹ Bijvoorbeeld indien het beursklimaat sterk wijzigt of als er onvoldoende belangstelling zou blijken te zijn voor de onderhandse plaatsing.

kent dit dat het verkoopcontract zal worden ondertekend waarna zo snel mogelijk de overdracht kan plaatsvinden.

Indien de beursgang wordt gekozen zal het prospectus worden gepubliceerd en zal de inschrijving op de aandelen beginnen (de zogenoemde bookbuilding). Aan het einde van de bookbuilding periode wordt de uiteindelijke prijs vastgesteld en worden de aandelen geleverd.

Bij de besluitvorming over de uiteindelijke vervreemdingswijze zij nog opgemerkt, dat de Staat uiteraard voldoende oog moet hebben voor de haalbaarheid van iedere bieding alsmede de beursgang. Het kan bijvoorbeeld zijn dat een kandidaat-koper weliswaar een aantrekkelijk bod neerlegt, maar niet in staat lijkt te zijn uiteindelijk aan zijn verplichtingen te voldoen of (achteraf) onaantrekkelijke voorwaarden aan het bod verbindt. Aan de andere kant dient er een grote mate van waarschijnlijkheid te zijn dat het bankensyndicaat een reële bandbreedte voorstelt die niet later moet worden bijgesteld. Het toepassen van het criterium prijs betekent dus wel dat tevens steeds op basis van zakelijke overwegingen moet worden getoetst of de voorliggende route haalbaar zal blijken te zijn.

Om een zo hoog mogelijke prijs per aandeel te kunnen verwezenlijken is vertrouwelijkheid en met name snelheid van handelen van het grootste belang. In een dergelijk competitief proces zullen partijen (kandidaat-kopers en het bankensyndicaat) gedwongen worden hun beste prijs op tafel te leggen om de kans op succes zo groot mogelijk te maken. Partijen zullen dat echter alleen doen, indien ze er vertrouwen in hebben, dat de verkoper ook vertrouwelijkheid en snelheid kan garanderen. Zonder een grote mate van vertrouwelijkheid bestaat bijvoorbeeld het risico dat partijen niet het achterste van hun tong laten zien, omdat ze vrezen dat de informatie bij derden terecht komt en misbruikt kan worden of erger, dat partijen zelfs weglopen van het proces. Biedingen zijn om die reden in de regel ook voor een uiterst beperkte tijd geldig, zeker indien men weet dat er een alternatief (beursgang) boven de markt hangt. In het kader van dit spanningsveld is het duidelijk dat de Staat op bepaalde momenten snel zal moeten handelen om te voorkomen dat gevoelige informatie uitlekt en ook om geen momentum te verliezen. Verder is een strakke tijdsplanning en voortgangsbewaking van groot belang, om te waarborgen in dat beide processen gelijktijdig de gewenste prijsinformatie beschikbaar komt.

De uitgangspunten

Het is de bedoeling om, zoals uiteengezet in mijn brief d.d. 21 oktober 2005 (kamerstuk 25 435, nr. 9), twee heldere uitgangspunten te hanteren ten aanzien van kapitaalstructuur en zeggenschap. Deze uitgangspunten, die zowel in de beursgangvariant als in de onderhandse plaatsing van toepassing zijn, bepalen voor een zeer groot deel het vervreemdingskader dat aan toekomstige aandeelhouders wordt aangeboden. Naast deze twee uitgangspunten wordt hieronder ter verduidelijking van het dual track proces nog een aantal andere belangrijke uitgangspunten genoemd, die tevens gehanteerd zullen worden. De uitgangspunten zullen in het geval van een beursgang neerslaan in de statuten van de vennootschap en in het prospectus. In het geval van een onderhandse plaatsing worden de uitgangspunten verwerkt in de statuten en in een aandeelhouders-overeenkomst.

Kapitaalstructuur

Schiphol zal met een solide kapitaalstructuur worden verkocht en de toekomstige aandeelhouders zullen die structuur voor langere termijn nastreven. De nieuwe kapitaalstructuur zal solide moeten zijn, maar minder conservatief dan de huidige. Het streefniveau zou in mijn optiek

een kredietwaardigheid van «single A» zijn. Dit betekent dat er ruimte is voor een forse (eenmalige) uitkering ten laste van het eigen vermogen van Schiphol. Om deze uitkering aan de huidige aandeelhouders ten goede te laten komen, zal de financiële herstructurering voorafgaand aan vervreemding moeten plaats te vinden.¹

Zeggenschap

Conform eerdergenoemde brief van 21 oktober jl. is het uitgangspunt dat de overheid, die een meerderheidsbelang behoudt, geen blokkerende zeggenschap geeft aan de minderheidsaandeelhouders. Een private aandeelhouder met een minderheidsbelang kan dus in beginsel geen besluiten doordrukken of tegenhouden; in de algemene vergadering van aandeelhouders zal de overheid die immers een meerderheid behoudt een doorslaggevende stem hebben.

Andere uitgangspunten die zowel voor de beursgang als de onderhandse plaatsing zouden gelden:

- Minimaal 25% en maximaal 49,99% van de aandelen zal worden verkocht².
- Op NVLS is het volledig structuurregime van toepassing.
- De toepasselijkheid van de Nederlandse Corporate Governance Code (comply or explain).
- Er zal een redelijk dividendbeleid worden gevoerd, passend bij het streefniveau van de kapitaalstructuur.
- Verondersteld wordt dat de onderneming zijn investeringsbeleid baseert op bedrijfseconomische merites.
- Er zullen in het kader van de vervreemding geen financiële incentives aan de Raad van Bestuur van Schiphol worden gegeven bovenop het thans geldende bezoldigingsbeleid.
- Investeerders worden geacht bekend te zijn met relevante wet- en regelgeving ten aanzien van de exploitant.
- De commissarissen zullen zich conform de wet bij de vervulling van hun taak richten naar het belang van de vennootschap³. De Staat is voornemens zijn huidige praktijk ten aanzien van commissarissen-benoemingen voort te zetten. Dat wil zeggen: de Staat benoemt geen overheidscommissarissen.

Bijzondere uitgangspunten ten aanzien van onderhandse plaatsing:

- Er zal gezocht worden naar kandidaat-kopers met lange-termijn horizon, die bereid zijn het aandelenbelang voor lange tijd aan te houden en die niet de mogelijkheid wensen van een exit op korte of middellange termijn.
- De financiële soliditeit en reputatie van de kandidaat-kopers zal worden getoetst.
- De private minderheidsaandeelhouder(s) zal een passende invloed op de samenstelling van de Raad van Commissarissen krijgen.
- De private minderheidsaandeelhouder(s) krijgt de gelegenheid bij kapitaaluitbreidingen door de onderneming zijn relatieve aandelenbelang op peil te houden.

Andere relevante randvoorwaarden

Om de kans op een goede, succesvolle dual track te vergroten wil ik een aantal randvoorwaarden hanteren. Deze randvoorwaarden dienen er aan bij te dragen dat beide «tracks» een serieuze, onbevooroordeelde uitvoering krijgen:

- De marktpartijen in de onderhandse plaatsing krijgen in beginsel dezelfde informatie ten behoeve van een due diligence als de syndicaatsbanken ter voorbereiding van de beursgang ontvangen.

¹ Bij een onderhandse plaatsing zou dit in principe in een laat stadium kunnen plaatsvinden, waarbij ook naar de voorstellen van de kandidaat-kopers kan worden gevraagd. In het geval van een beursgang moet dit echter geruime tijd van tevoren plaatsvinden, omdat het prospectus accurate informatie moet bevatten over de kapitaalstructuur die van toepassing is op moment van beursgang. Dit betekent dat ook bij de dual track een herstructurering en uitkering van superdividend tijdig voorafgaand aan de transactie dient plaats te vinden (in de 1e of 2e fase).

² De Staat houdt thans 75,8% van het aandelenkapitaal. Op basis van het door uw Kamer aanvaarde wetsvoorstel zal een Ministeriële Regeling nodig zijn indien de Staat meer dan 25,8% wil vervreemden.

³ BW 2:140 lid 2.

- Het Schiphol-management zal managementpresentaties geven voor kandidaat-kopers, vergelijkbaar met presentaties voor financieel-analisten bij de beursgang.
- Om «conflicts-of-interests» te vermijden, zullen de banken die de beursgang begeleiden (de syndicaatsbanken) niet als kandidaatkoper of adviseur/financier van kandidaatkoper(s) in de onderhandse plaatsing kunnen optreden.
- De adviseur van de Staat zal niet optreden als syndicaatsbank voor de beursgang noch als kandidaatkoper of adviseur/financier van kandidaatkoper(s) in de onderhandse plaatsing.

Rol Tweede Kamer

U heeft gevraagd naar de rol van de Tweede Kamer tijdens de dual track. Het kabinet wil graag opmerken dat die rol op weliswaar beknopte, maar juiste wijze is beschreven in de brief d.d. 21 oktober 2005. Ik geef hier een nadere toelichting. Het proces vereist een bijzonder grote mate van vertrouwelijkheid, snelheid van handelen, een strakke tijdsplanning en sterke procesregie. Dit is niet goed verenigbaar met tussentijds overleg met de Tweede Kamer. Uiteraard zal het kabinet de Tweede Kamer wel achteraf verantwoording afleggen, zoals ook de Comptabiliteitswet voorschrijft. De, inmiddels uitvoerige, correspondentie van het kabinet aan de Tweede Kamer over de vervreemdingswijze toont ook wel aan dat het kabinet alle bereidheid toont om de Tweede Kamer van gepaste informatie te voorzien en in de afwegingen te betrekken. Ook achteraf zal geen onnodige terughoudendheid worden betracht in het verschaffen van informatie over het gevoerde proces. Er hoeft derhalve geen aanleiding voor de Tweede Kamer te zijn om te veronderstellen dat zijn rol van toezichthouder in het geding zou komen.

Gegeven de duidelijke beschrijving van het proces vooraf en de uitgangspunten en andere randvoorwaarden zoals aangegeven in onderhavige brief, meen ik dat de belangrijkste spelregels voor de dual track helder vastliggen, zodat het parlement van te voren goed zicht heeft op hetgeen het daarvan kan verwachten. Ik ga er vanuit dat de Tweede Kamer de uitvoering van de dual track met inachtneming van deze spelregels toevertrouwt aan de Minister van Financiën.

Tenslotte

Ik merk nog op dat over de dual track nog slechts beperkt overleg met de onderneming heeft plaatsgevonden. De onderneming heeft in beginsel bereidheid tot medewerking aan het hiervoor beschreven dual track proces uitgesproken, ervan uitgaande dat het proces in samenwerking met de onderneming zorgvuldig zal worden voorbereid. Ook zal de komende tijd uiteraard over het vervreemdingstraject overleg met de medeaandeelhouders moeten plaatsvinden.

Daarnaast heb ik vernomen dat de Tweede Kamer mogelijk toch een contra-expertise wil laten uitvoeren ten aanzien van de rapporten van Lazard en van Sequoia. Eerder merkte ik reeds op dat dit naar mijn mening onnodige kosten en vertraging met zich meebrengt. Zeker indien de dual track wordt uitgevoerd, lijkt de toegevoegde waarde van aanvullend advies beperkt. Door een dual track aanpak wordt in feite de markt gevraagd een «second opinion», of beter, een «final opinion» te geven ten aanzien van de vraag welke route meer oplevert. De praktijk zal dit uitwijzen. Aanvullend advies inwinnen wordt daarmee wellicht een wel erg «academische» exercitie. Daarbij lijkt het mij onwaarschijnlijk dat een derde advies nieuwe informatie op zal leveren die niet in de reeds beschikbare rapporten aan de orde is gekomen. Vanzelfsprekend laat ik het aan uw inschatting over of aanvullend advies opportuun is, maar het

leek me zinvol dit nog aan u ter overweging mee te geven. Wel verzoek ik u met nadruk om de voortgang in het oog te houden en onnodige vertraging te vermijden.

Tenslotte wijs ik er graag op dat de marktomstandigheden voor zowel een beursgang als een onderhandse plaatsing, mede vanwege de lage rentestanden, op dit moment bijzonder goed lijken te zijn. Dat kan over een half jaar, of zelfs sneller, weer anders zijn. Uiteraard wens ik de vervreemding van een minderheidsbelang tegen voor de Staat zo gunstig mogelijke condities te laten geschieden. Daarom zou ik nu in ieder geval de voorbereidingen voor een dual track willen aanvangen. De voorbereidingstijd neemt immers enkele maanden in beslag. Ik heb begrepen dat u mij op korte termijn wil uitnodigen voor een overleg. Dat waardeer ik zeer, aangezien dat het mogelijk maakt om vast te stellen of mijn veronderstelling, dat er voldoende draagvlak voor een dual track bestaat, juist is.

De Minister van Financiën,
G. Zalm