

Vergaderjaar 2005–2006

25 435

Vervreemding aandelen Schiphol

Nr. 12

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 17 januari 2006

Conform het verzoek van 15 december jl., geef ik in deze brief een reactie op het rapport van Prof. Dr. K. Cools met betrekking tot de privatisering van N.V. Luchthaven Schiphol (NVLS). Ik geef tevens een toelichting op de punten waarvan de heer Cools heeft aangegeven dat deze nog verduidelijking behoeven. Bovendien zal ik hier in het kort de belangrijkste uitgangspunten nogmaals benoemen zoals gedaan in eerdere brieven. Voorts treft u aan de beantwoording van de schriftelijke kamervragen die ik 16 december jl. van u ontving (kamerstuk 25 435, nr. 13).

In de hoorzitting van 14 december jl. heeft u onder andere aan de heer Cools en aan Lazard vragen gesteld over de voor de privatisering te volgen weg. Tijdens de hoorzitting kwam met name naar voren dat de mate waarin de Staat zeggenschap zou willen overdragen aan (een) nieuwe aandeelhouder(s) bepalend is voor de keuze van de vervreemdingswijze.

Gezien de wettelijke verplichting (Amendement Haverkamp) tot behoud van de meerderheid van de aandelen NVLS, kan naar mijn mening geen substantiële zeggenschap worden overdragen aan (een) nieuwe investeerder(s). Dit zou in strijd zijn met de ratio van het amendement: het behoud van (substantiële) zeggenschap door de overheid. Onder substantiële zeggenschap versta ik met name blokkerende vetorechten, maar ik kan mij eveneens vinden in de iets ruimere benadering van de heer Cools die onder substantiële zeggenschap die aan private aandeelhouders kan worden overgedragen verstaat: blokkerende vetorechten, benoeming van commissarissen en managementcontracten.

Zoals ik ook in eerdere brieven aan de Tweede Kamer heb aangegeven is het uitgangspunt derhalve dat de overheid geen blokkerende vetorechten geeft aan de minderheidsaandeelhouders. Een private aandeelhouder met een minderheidsbelang zal dus zelfstandig geen besluiten kunnen doordrukken of tegenhouden; in de algemene vergadering van aandeelhouders zullen de overheidsaandeelhouders gezamenlijk een doorslagge-

vende stem hebben. Evenmin zullen benoemingsrechten voor commissarissen of managementcontracten aan de nieuwe aandeelhouder(s) worden gegeven. Qua overdracht van zeggenschap wil ik niet verder gaan dan een passende invloed op de samenstelling van de Raad van Commissarissen. Hierbij kan men denken aan een voordrachtsrecht voor één of meer commissarissen.

De heer Cools geeft in zijn rapport aan dat wanneer de overheid bereid is substantiële zeggenschap (met name vetorechten) af te staan aan een minderheidsaandeelhouder, de kans aanzienlijk is dat een onderhandse plaatsing tot een hogere opbrengst leidt. Echter, de kans op een hogere opbrengst is naar zijn mening niet groot wanneer de overheid geen substantiële zeggenschap af wil staan. Bovendien zal naar verwachting het aantal geïnteresseerde partijen afnemen. Dit is in lijn met de eerdere analyse van Lazard. Gegeven de wettelijke verplichting om een meerderheidsbelang te behouden en de logische consequentie om geen substantiële zeggenschap over te dragen, bevestigt de analyse van de heer Cools dat een onderhandse plaatsing niet de voor de hand liggende vervreemdingswijze is.

Een beursgang ligt op grond van de gewenste zeggenschapsverdeling meer voor de hand. Een dual track is echter eveneens een optie. Ik heb in mijn brief van 15 november 2005 uiteengezet hoe een dual track proces als vervreemdingwijze zou kunnen verlopen. De heer Cools merkt hierover op «dat een dual track tot een beter inzicht leidt, aangezien op die manier de precieze opbrengst van beide tracks en de kopende partij in het onderhandse plaatsingstraject (en haar lange-termijn intenties) bekend zijn op het moment dat de keuze tussen beide opties gemaakt moet worden.»

Wel stelt de heer Cools in zijn rapport nadrukkelijk dat sprake is van meer uitvoeringsrisico's bij een dual track proces in vergelijking met een beursgang alleen. Omdat de kans op een hogere opbrengst door een dual track aanpak niet veel groter is dan bij uitvoering van een beursgang sec, is het de vraag of de procesrisico's van een dual track opwegen tegen de beperkte kans op een hogere opbrengst. Zuiver inhoudelijk zou ik die vraag negatief beantwoorden. Echter, aangezien in de Tweede Kamer een groter draagvlak aanwezig lijkt voor een dual track dan voor een rechtstreekse beursgang verklaar ik mij opnieuw bereid de route van een dual track te bewandelen.

In hoofdstuk 3 «Keuze voor een privatiseringsroute» merkt de heer Cools op dat de basisafweging gaat om de afruil tussen zeggenschap en disciplining versus financiële opbrengst. Zoals hierboven aangegeven wijst deze basisafweging, vanwege de keuze voor geen substantiële overdracht van zeggenschap aan private minderheidsaandeelhouders, naar een beursgang, maar kan ook een dual track worden ondernomen. In hetzelfde hoofdstuk noemt de heer Cools daarnaast enkele «Overige overwegingen». Dit zijn de volgende overwegingen, die ik hierna zal verduidelijken:

- de verhouding tussen de drie overheidsaandeelhouders
- welke partijen deelnemen aan het biedingsproces en de eisen die aan hen gesteld worden
- de mate van zeggenschap en exit-afspraken voor minderheidsaandeelhouder(s)
- omvang en aantal te verkopen aandelenpakketten

Onderlinge verhouding overheidsaandeelhouders

De heer Cools acht het wenselijk dat duidelijkheid bestaat hoe de verhouding tussen de overheidsaandeelhouders in een aandeelhoudersovereenkomst is geregeld. Aangezien thans nog geen definitief besluit is geno-

men over de wijze van vervreemding kunnen nog geen definitieve afspraken met de andere overheidsaandeelhouders worden gemaakt. In dit verband wijs ik ook naar de brief van wethouder Griffith aan de Vaste Kamercommissie voor Verkeer en Waterstaat van 14 december jl., die er op neerkomt dat de gemeente Amsterdam pas inhoudelijk wil reageren nadat de Staat definitief besloten heeft over de vervreemdingswijze. Een aandeelhoudersovereenkomst kan worden opgesteld nadat een besluit over de vervreemdingswijze is genomen, maar wel kunnen op dit moment de belangrijkste elementen van te maken afspraken in beeld worden gebracht. De verhouding tussen de overheidsaandeelhouders is daarbij niet alleen afhankelijk van een eventuele aandeelhoudersovereenkomst, maar ook van een op basis van het amendement Haverkamp (artikel 8.2a van het wetsvoorstel) op te stellen Ministeriële Regeling, die er in zal voorzien dat de overheidsaandeelhouders een meerderheidspositie in de exploitant van de luchthaven zullen behouden om blijvend invulling te kunnen geven aan de continuïteit van de Mainport.

Hieronder zal ik nader ingaan op de belangrijkste elementen in de afspraken die gemaakt zullen moeten worden, die de verhouding met de mede-overheidsaandeelhouder(s) bepalen. Daarbij hanteer ik de veronderstelling dat de grootste mede-aandeelhouder van de Staat, de gemeente Amsterdam, zijn aandelenbelang (21,8%) in overwegende mate zal aanhouden. Indien dat niet het geval is, heeft een verhandeling over met medeaandeelhouders te maken afspraken weinig zin. Indien de gemeente Amsterdam geen, of een significant beperkter aandelenbezit zou willen aanhouden, zou het voor de Staat meer voor de hand liggen om te besluiten dan zelf 50,1% te blijven aanhouden in plaats van een meerderheidsbelang door middel van aanvullende afspraken te waarborgen.

De belangrijkste elementen die in de Ministeriële Regeling en aandeelhoudersovereenkomst moeten worden vastgelegd (hierna gezamenlijk «afspraken») zijn:

- behoud meerderheidsbelang
- besluitvorming/samenwerking
- looptijd

ad behoud meerderheid

De afspraken zullen moeten waarborgen dat een meerderheidsbelang in overheidshanden behouden blijft. Vastgelegd zal moeten worden dat:

- in geval van uitgifte van nieuwe aandelen de overheidspartijen gebruik kunnen maken van bestaande voorkeursrechten zodat ook op die wijze het relatieve belang van de overheid niet kan worden verwaterd. Indien één van de mede-overheidsaandeelhouders niet van deze rechten gebruik zou willen maken, zouden deze rechten moeten kunnen worden overgenomen door de Staat.
- de mede-overheidsaandeelhouders, indien zij op later moment toch zouden willen vervreemden, hun aandelen aan de Staat zullen aanbieden. Tegenover deze aanbiedingsplicht ben ik bereid om een aanvaardingsplicht te accepteren. Dit houdt in dat de Staat verplicht zal zijn om aandelen van de resterende overheidsaandeelhouder(s) tegen marktconforme voorwaarden over te nemen indien die in de toekomst een gedeelte van haar/hun belang zou(den) willen vervreemden en het gezamenlijke aandeel van de overheid daardoor onder de 50,1% zou dreigen te dalen.

Op deze wijze is geregeld dat het overheidsbelang niet tegen de zin van de Staat onder de 50,1% kan komen.

ad besluitvorming/samenwerking

Ten aanzien van de uitoefening van stemrecht bij «normale» besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering (bezoldigingsbeleid voor directie en raad van commissarissen, winstbestemming, etc) is het mijns inziens wenselijk om in beginsel geen (stem)afspraken te maken. Los van het feit dat het moeilijk is vooraf precies te bepalen in welke omstandigheden op welke wijze zou moeten worden gestemd, zou op die manier een onwenselijk strak keurslijf ontstaan. In beginsel zouden de overheidsaandeelhouders dus elk afzonderlijk hun vrijheid behouden, zoals ook thans het geval is, om voor of tegen bepaalde besluiten van de directie te stemmen op basis van het gezonde corporate governance beginsel «one share one vote». Wat betreft de «normale» besluitvorming zou wel in procedureafspraken kunnen worden vastgelegd dat voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering over een aantal zaken vooroverleg plaatsvindt waarbij de overheidsaandeelhouders kunnen streven naar een gemeenschappelijk standpunt.

Het is te verwachten dat normaliter de belangen van de verschillende overheidsaandeelhouders, waar het de continuïteit van de mainport betreft, veelal parallel zullen lopen. Bovendien wordt het mainportbelang primair geborgd door middel van publiekrechtelijke instrumenten, met name de exploitatievergunning. Desalniettemin ben ik, om invulling te geven aan het amendement Haverkamp, voornemens vast leggen dat wanneer de Minister van Verkeer en Waterstaat dit in het belang van de continuïteit van de luchthaven nodig oordeelt, hij de overheidsaandeelhouders, na consultatie, ervan in kennis kan stellen dat een gezamenlijk besluit van de overheid in de aandeelhoudersvergadering noodzakelijk is. Hierbij kan met name worden gedacht aan een besluit tot het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen, hetgeen is genoemd door de Raad voor Verkeer en Waterstaat in haar advies over de voorgenomen aandelenvervreemding. Indien een dergelijke noodzaak aanwezig is, zal moeten zijn vastgelegd dat de mede-overheidsaandeelhouders, voorzover aangewezen in de Ministeriële Regeling, hun stemrecht in overeenstemming met de Staat dienen uit te oefenen.

Het voorgaande beschrijft de belangrijkste hoofdpunten ten aanzien van de besluitvorming en samenwerking tussen de overheidsaandeelhouders. Ter aanvulling zij hierbij nog opgemerkt dat, voorzover redelijk, tevens afspraken gemaakt kunnen worden om de gemeente Amsterdam in staat te stellen om in enige mate «oude rechten» te behouden. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de tot 2005 geldende bevoegdheid om overheidscommissarissen te benoemen (vanwege wetswijziging is deze bevoegdheid vervallen).

ad looptijd

De afspraken zullen ten minste voor de duur van de Ministeriële Regeling gelden. Immers, op grond van het amendement Haverkamp en de daaruit voortvloeiende Ministeriële Regeling is van belang dat zolang de wet dat bepaalt, gewaarborgd is dat er een meerderheidsbelang in overheids handen blijft. Indien hierover met de medeaandeelhouder(s) afspraken worden gemaakt, zal ik er op toezien dat de looptijd van deze afspraken geldend blijft zolang de wet dit meerderheidsbelang verplicht stelt.

Bovenstaande elementen zijn niet afhankelijk van de te kiezen vervreemdingswijze; de afspraken hierover zullen in beide gevallen materieel niet wezenlijk verschillen.

Welke partijen en welke eisen

Gegeven dat de nieuwe aandeelhouders geen substantiële zeggenschap krijgen, is naar mijn mening de identiteit c.q. het beleggersprofiel van de aandeelhouders van beperkt belang. In beginsel worden alle marktpartijen die geïnteresseerd zijn in een aandelenbelang NVLS en kunnen aantonen dat zij over de middelen beschikken om het aangeboden pakket te financieren, toegelaten tot het proces. Als eis zal wel worden gesteld dat de investeerder een lange termijn beleggingshorizon heeft, hetgeen zal worden zeker gesteld door de conditie dat een exit niet binnen 7 jaar zal plaatsvinden. Hoewel het verder niet de bedoeling is om beperkende eisen aan de identiteit te stellen, zal wel rekening worden gehouden met mogelijke mededingingsrechtelijke belemmeringen van bepaalde partijen. Bij een beursgang is het uiteraard onmogelijk om eisen te stellen aan investeerders die de aandelen willen kopen.

Zeggenschap en exit clause

Zoals de heer Cools in zijn rapport opmerkt, wordt de zeggenschap voor beleggers in een beursgenoteerde vennootschap primair bepaald door bestaande wet- en regelgeving. Bij een onderhandse plaatsing (binnen het bestek van een dual track) is meer maatwerk mogelijk. Zoals ook eerder in deze brief genoemd, bepaalt de wettelijke verplichting voor de overheid om een meerderheidsbelang te behouden het kader waarbinnen de over de te dragen zeggenschap valt. Substantiële zeggenschap wordt daarom niet aan de private minderheidsaandeelhouders overgedragen, met dien verstande dat ik voordrachtsrechten voor één of meer commissarissen niet bezwaarlijk acht.

Dit laat onverlet dat minderheidsaandeelhouders uiteraard steeds in de vergadering van aandeelhouders hun stemrecht zullen kunnen uitoefenen op hun aandelen alsook dat zij gebruik zullen kunnen maken van de rechten die de wet hen toekent. Voor besluiten die door de vergadering van aandeelhouders genomen worden, zal in beginsel een gewone meerderheid van stemmen voldoende zijn, tenzij de wet anders bepaalt. Hierbij geldt one-share-one-vote. Aangezien maximaal 49,9% van de aandelen in private handen zal zijn, kan een aandeelhoudersbesluit niet worden genomen zonder instemming van minimaal één van de overheidsaandeelhouders. De bevoegdheden van de vergadering van aandeelhouders zullen in beginsel niet anders zijn dan die de wet stelt voor NV's. Hierbij moet men onder meer denken aan besluiten over statutenwijziging, winstbestemming, vaststelling van de jaarrekening, bezoldigingsbeleid, en besluiten over belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de onderneming. Zoals bekend, is sprake van toepasselijkheid van het structuurregime. Hoewel de Nederlandse Corporate Governance Code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen niet wettelijk is voorgeschreven, zal ook in het geval van onderhandse plaatsing NVLS deze Code wel dienen toe te passen.

Zoals hiervoor uiteengezet, zal de private minderheidsaandeelhouder geen vetorechten krijgen ten aanzien van bovengenoemde aandeelhoudersbesluiten. Wel zal vooraf duidelijk worden gemaakt wat de investeerder(s) kunnen verwachten. Inhoudelijk zullen de uitgangspunten op hoofdlijnen gelijk zijn aan de uitgangspunten die in de beursgang aan investeerders zullen worden gepresenteerd. Wat betreft de kapitaalstructuur zal als streefniveau een single A credit rating gelden. De heer Cools heeft in zijn rapport aangegeven dat dit een redelijk niveau lijkt. De dividenduitkeringen zullen marktconform en consistent met de kapitaalstructuur dienen te zijn. Wat betreft het investeringsbeleid zal de onderneming in beginsel zijn huidige beleid voortzetten.

Voor wat betreft exit afspraken met aandeelhouder(s) in een onderhandse plaatsing, verwacht ik dat deze aandeelhouders ruime exit mogelijkheden zullen willen overeenkomen, waaronder die van een beursgang. Beperkte exit mogelijkheden hebben ook een waardedrukkend effect op de te verkopen aandelen. In geval van een onderhandse plaatsing binnen het kader van een dual track zou ik als enige exitbeperking willen opleggen de verplichting om de aandelen minimaal zeven jaar vast te houden. Verder wil ik vastleggen dat de afspraken die voor de kopende minderheids-aandeelhouder(s) zullen gelden ook toepasselijk zullen zijn voor een nieuwe toetredende aandeelhouder (kettingbeding), indien de exit door middel van een onderhandse (door)verkoop geschiedt.

Hoeveel aandelenpakketten en welke omvang

Bij een beursgang kan het te plaatsen aandelenpakket in kleine pakketten worden geplaatst bij een zeer groot aantal investeerders. Bij een onderhandse plaatsing is dit in beginsel (juist) niet het geval. Indien in een onderhandse plaatsing het minderheidsbelang wordt opgeknipt in meerdere pakketten, bijvoorbeeld pakketten van 10%, zal het stemrecht dat kan worden uitgeoefend per individuele investeerder navenant afnemen en wordt de investering vermoedelijk daardoor minder aantrekkelijk dan wanneer de aandelen kunnen worden verkregen in een blok van 49%. Gezien het feit dat de overheid een meerderheidsbelang behoudt, zie ik vanuit overheidsperspectief geen goede redenen om maatregelen te treffen die erop gericht zouden zijn te voorkomen dat één bieder een groot pakket verwerft. Voor de goede orde merk ik nog op dat indien bij onderhandse plaatsing – tegen de verwachting in – zou blijken dat juist veel investeerders belangstelling hebben voor een beperkt aandelenpakket, ik daar uiteraard geen bezwaar tegen heb.

Conclusie

Met betrekking tot de basisafweging (zeggenschap versus opbrengst) luidt mijn conclusie, gebaseerd op de bevindingen van Lazard en van de heer Cools, dat een beursgang voor de hand ligt en dat een dual track tevens overwogen kan worden. De verschaft informatie over de «overige overwegingen» brengt geen wijziging in deze conclusie.

Ik ben van mening dat er thans voldoende informatie op tafel ligt om een keus voor de definitieve vervreemdingswijze te kunnen maken en wil daarover graag met uw Kamer inhoudelijk van gedachten wisselen.

De Minister van Financiën,
G. Zalm