

Vergaderjaar 2005–2006

25 435

Vervreemding aandelen Schiphol

Nr. 9

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 21 oktober 2005

Bij brief van 13 september jl. heb ik uw Kamer gemeld een voorkeur te hebben voor een beursgang als vervreemdingswijze van een minderheidsbelang in NV Luchthaven Schiphol («NVLS»)¹. Dit op basis van een analyse van de zakenbank Lazard. In een procedurevergadering van de Vaste Kamercommissie voor Verkeer en Waterstaat is een rapport van het financieel adviesbureau Sequoia ingebracht door de heer Haverkamp (CDA). Vervolgens is in diezelfde vergadering gesuggereerd om een derde deskundige in te schakelen.

Voordat uw Kamer eventueel de stap zet om aanvullend onderzoek door een derde te laten verrichten, denk ik dat het goed is indien uw Kamer met mij nader van gedachte zou willen wisselen over mijn brief van 13 september en de daarbij gehanteerde uitgangspunten voor de vervreemding van aandelen NVLS door de overheid. Een nader onderzoek leidt tot vertraging en aanvullende kosten. Een derde deskundige zal bovendien eerst naar de te hanteren uitgangspunten vragen, dus ook om die reden lijkt een gedachtewisseling daarover met uw Kamer zinvol. Ik acht het zeer wel mogelijk dat er op basis van deze gedachtewisseling een keuze omtrent de vervreemdingswijze gemaakt kan worden zonder verdere inschakeling van adviseurs.

Uitgangspunten

Het lijkt mij zinvol om voordat verdere stappen worden genomen de uitgangspunten waarop ik mij baseer met betrekking tot de vervreemdingswijze nog eens helder op papier te zetten, omdat het vanzelf spreekt dat andere uitgangspunten tot andere voorkeuren wat betreft vervreemdingswijze zouden kunnen leiden. De twee belangrijkste uitgangspunten uit het oogpunt van de Staat bij vervreemding van een minderheidsbelang in NVLS zijn dat:

1. NVLS een solide kredietwaardigheid behoudt.
2. De overheid, die een meerderheidsbelang behoudt, geen blokkerende zeggenschap geeft aan de minderheidsaandeelhouders.

¹ Kamerstukken 2005–2006, 28 165 nr. 26.

Deze uitgangspunten, die ik hieronder nader toelicht, acht ik consistent met de breed gedeelde wens om de continuïteit van Schiphol als mainport te borgen en met de redengeving achter het door de Tweede Kamer aanvaarde amendement, waarmee wettelijk is vastgelegd dat de overheid een meerderheidsbelang dient te behouden in NVLS.

Eventueel zou een derde uitgangspunt kunnen gelden, namelijk dat er voor Schiphol een goede toegankelijkheid tot kapitaal moet zijn. Dit punt hangt echter samen met de eerder genoemde twee uitgangspunten: bij een solide kapitaalstructuur en indien de minderheidsaandeelhouders niet de mogelijkheid hebben het aantrekken van nieuw kapitaal te blokkeren, mag worden verondersteld dat de wijze van vervreemding een betrekkelijk gering effect heeft op de toegang tot kapitaal. Dus indien beide eerdergenoemde uitgangspunten worden gehanteerd, acht ik een aanvullend uitgangspunt ten aanzien van de toegang tot kapitaal niet nodig.

Kredietwaardigheid en kapitaalstructuur

Zowel Lazard als Sequoia achten een herfinanciering van NVLS raadzaam, gegeven de huidige balansverhoudingen die worden gekenmerkt door een relatief klein aandeel vreemd vermogen. Een herfinanciering wil zeggen dat de onderneming extra leningen aantrekt en de ontvangen gelden in de vorm van een éénmalige extra uitkering aan de aandeelhouders uitkeert. Dit resulteert in een goedkopere wijze van financiering (het aandeel van relatief goedkoop vreemd vermogen neemt immers toe ten opzichte van relatief duur eigen vermogen), waardoor een hogere totaalopbrengst mogelijk is.

Er zit echter ook een keerzijde aan het vergroten van de schulden van NVLS. Het eigen vermogen – de buffer voor moeilijke tijden – wordt daardoor verminderd en de financiële flexibiliteit en stabiliteit van NVLS neemt af (ofwel: de financiële risico's worden groter). De vraag is daarom niet zozeer of een herfinanciering opportuun is, maar vooral wat de optimale omvang daarvan is. Wat de optimale kapitaalstructuur voor NVLS is, is niet éénzijdig door een deskundige adviseur te bepalen. Het is vooral een kwestie van preferentie ten aanzien van de risico's. In eerdergenoemde brief heb ik u meegedeeld dat ik een voldoende solide kapitaalstructuur prefereer. Alhoewel het maximeren van de schuldpositie uit opbrengstperspectief aantrekkelijk lijkt, acht ik het maximaal oprekken van de financiële risico's niet prudent. Anders gezegd: hoewel de mooiste bloemen groeien aan de rand van het ravijn wil ik daar niet plukken.

Zeggenschap

Het Kabinet heeft het advies van de Raad voor Verkeer en Waterstaat overgenomen om een meerderheidsbelang te handhaven, onder meer om in een situatie waarin de continuïteit van Schiphol als vitale schakel in de mainport bedreigd zou worden en waarin het publiekrechtelijk instrumentarium (de exploitatievergunning) geen soelaas zou bieden, te kunnen ingrijpen door het heenzenden van de raad van commissarissen¹.

Het behoud van een meerderheidsbelang heeft ook steun gevonden in de Tweede Kamer, die dit via een amendement ook wettelijk wil verankeren. Het is naar mijn oordeel met die gedachte strijdig om zeggenschap over te dragen die er bijvoorbeeld toe kan leiden dat de overheid niet langer zelfstandig de bevoegdheid heeft om te besluiten de raad van commissarissen weg te sturen of om al dan niet in te stemmen met voor de mainport belangrijke strategische investeringen. Ik ben derhalve van mening dat ongeacht de wijze van vervreemding uitgangspunt zou moeten zijn

¹ Kamerstukken 2004–2005, 25 435, nr. 8.

dat geen overdracht van zeggenschap in de vorm van blokkerende zeggenschapsrechten plaatsvindt.

De analyse van Lazard (en impliciet ook die van Sequoia) wijst uit dat een onderhandse plaatsing normaal gesproken wel gepaard gaat met overdracht van zeggenschap. Dit is ook logisch aangezien een minderheidsaandeelhouder in geval van een onderhandse plaatsing geen makkelijke exitmogelijkheid heeft als de gang van zaken in de onderneming hem niet bevalt. De aandelen zijn immers niet vrij verhandelbaar zoals bij een beursnotering. Dit gebrek aan een gemakkelijke exitmogelijkheid zal de minderheidsaandeelhouder willen compenseren met bepaalde zeggenschapsrechten, zodat hij invloed kan uitoefenen op de onderneming. Indien geen zeggenschap wordt overgedragen zal dit zich dus automatisch vertalen in een lagere opbrengst aangezien de minderheidsaandeelhouder geen bescherming heeft – exit noch zeggenschap – en dus hogere risico's loopt.

De overdracht van zeggenschap gaat in de praktijk vooral via vetorechten, onder meer ten aanzien van grote investeringen, strategische besluiten, financiële structuur en dividendbeleid. Aangezien dergelijke overdracht van zeggenschap niet hoeft plaats te vinden en bij een beursgang in de praktijk ook niet plaatsvindt (de minderheidsaandeelhouders kunnen daar immers «stemmen met de voeten» door hun aandelen te verkopen), lijkt het voor de hand te liggen om – ceteris paribus – op het punt van zeggenschap een beursgang te prefereren.

Het is vanzelfsprekend niet zo dat een meerderheidsaandeelhouder volstrekt naar willekeur kan handelen ten opzichte van de minderheidsaandeelhouder(s). Uiteraard geldt het algemene redelijkheidsvereiste ten opzichte van andere bij de vennootschap krachtens wet en statuten betrokkenen. Het is echter niet zo dat voor een meerderheidsaandeelhouder een wettelijke plicht geldt om altijd te handelen in overeenstemming met de belangen van de vennootschap (zoals die bijvoorbeeld wel geldt voor de raad van commissarissen). Het redelijkheidsvereiste is een wezenlijk andere toets dan te handelen naar het vennootschappelijk belang en vormt geen obstakel om in genoemde situatie effectief te kunnen ingrijpen, zeker niet als van tevoren ook uit het prospectus blijkt dat een dergelijke situatie zich kan voordoen. Bovendien zal dit vereiste ook in geval van een onderhandse plaatsing van toepassing zijn.

Conclusie

Graag zou ik met u nader van gedachten te wisselen over de door mij geformuleerde uitgangspunten die relevant zijn voor de keuze over de vervreemdingswijze van Schiphol. Ik hoop van harte dat een verduidelijking van de uitgangspunten kan bevorderen dat de opvattingen ten aanzien van voor- en afkeuren voor verschillende vervreemdingsvormen dichter bij elkaar komen te liggen.

Mocht in overleg met u blijken dat de uitgangspunten zoals door mij in deze brief aangegeven inderdaad passend worden geacht, dan moge het duidelijk zijn dat ik een beursgang nog steeds het meest voor de hand liggend acht. Ik verwacht dat de biedingen bij een onderhandse plaatsing met het hanteren van deze uitgangspunten lager zullen uitvallen. Omdat een onderhandse plaatsing een wezenlijk risico van een mislukt vervreemdingsproces met zich meebrengt, raad ik dit af. Immers, er is een reële mogelijkheid dat er geen serieuze belangstelling is voor een participatie in een bedrijf zonder eenvoudige exitmogelijkheden en zonder blokkerende zeggenschap. Met een mislukt vervreemdingsproces zou niemand gebaat

zijn; niet goed voor de Staat als aandeelhouder, niet goed voor de onderneming en niet voor de mainport.

Echter, ik onderken dat er ook andere opvattingen bestaan en dat daar andere redeneringen aan ten grondslag liggen. Daarom wijs ik u op de mogelijkheid van een «dual track» proces. Een «dual track» proces houdt in dat gelijktijdig een beursgang en een onderhandse plaatsing worden voorbereid. In de eindfase van het proces kan dan op basis van biedingen in het onderhandse veilingproces worden bepaald of die op een gelijk of zelfs beter niveau liggen dan bij een beursgang te verwachten is. Is dat het geval dan wordt de beursgang afgeblazen en de betreffende bieding geaccepteerd. Zo niet, dan kan de beursgang binnen een zeer kort tijdsbestek daarna worden afgerond.

Ik wijs er wel op dat aan een dergelijk proces haken en ogen zitten, met name vanwege de complexiteit van een «dual track» proces qua technische uitvoering. Bij beide «tracks» zou in ieder geval moeten worden uitgegaan van dezelfde uitgangspunten (solide kredietwaardigheid en geen blokkerende zeggenschap aan minderheidsaandeelhouders). Beide tracks dienen uiteraard volstrekt serieus te worden uitgevoerd en het proces moet in grote mate transparant en voorspelbaar zijn, opdat het vertrouwen van investeerders in beide tracks kan worden behouden.¹

Ik merk verder nog met nadruk op dat ik het niet goed mogelijk acht om tijdens een éénmaal ingezet «dual track» proces hierover tussentijds nog met uw Kamer te overleggen of aanpassingen te plegen. De afbreukrisico's voor een goed eindresultaat alsmede de reputatieschade voor de Staat zullen dan groot zijn. Dit betekent dat ik op basis van biedingen in het veilingproces afgezet tegen te verwachten opbrengsten in het beursgangtraject de definitieve keuze zal maken, de transactie zal afronden en daarover achteraf verantwoording zal afleggen. Dit is overigens in wezen niet verschillend van de situatie waarin of een competitief onderhands proces zou worden gestart of een beursgang. Dit zijn beide uitvoeringsprocessen die qua procedure en informatievoorziening zeer strak georganiseerd moeten worden om een optimaal (onderhandelings)resultaat voor de Staat te kunnen boeken en afbreukrisico's te minimaliseren. Vanwege de grotere complexiteit is dit bij een dual track echter nog pregnanter. De reden dat ik hierop zo nadrukkelijk wijs, is dat de dual track geen verstandige keuze zou zijn indien de Tweede Kamer er aan hecht voorafgaand aan de daadwerkelijke transactie zekerheid te willen hebben over de uiteindelijk te kiezen vervreemdingsroute.

Alles overziend blijft een beursgang mijn eerste voorkeur, maar een dual track acht ik onder genoemde condities eveneens begaanbaar.

De Minister van Financiën,
G. Zalm

¹ In een private setting wordt een «dual track» anders aangepakt. Dan wordt een beursgang aangekondigd, terwijl in het geheim gelijktijdig een competitief veilingproces wordt georganiseerd. De geheimhouding ten aanzien van de onderhandse plaatsing wordt daar toegepast om te voorkomen dat potentiële investeerders reeds vooraf teveel gaan twijfelen aan de slagingskansen van een beursgang, waardoor er een self-fulfilling prophecy kan ontstaan: de slagingskansen van de beursgang vermindert *vanwege* het de twijfel van investeerders. Een dergelijke «geheime» aanpak is voor de Staat echter geen optie. Dus zal juist door voldoende transparantie en voorspelbaarheid getracht moeten worden om beide «tracks» toch geloofwaardig te houden.