

Vergaderjaar 2001–2002

28 000 IXB

Vaststelling van de begroting van de uitgaven en de ontvangsten van het Ministerie van Financiën (IXB) voor het jaar 2002

Nr. 21

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 5 februari 2002

In het algemeen overleg over KPN d.d. 29 november 2001 (Kamerstuk 28 000 IXB, nr. 15) heb ik u beloofd om een historisch overzicht te geven van de investeringsbeslissing van KPN in E-plus, de ontwikkeling van de financiële positie van KPN sedertdien en de betrokkenheid van de Staat bij KPN over de afgelopen twee jaar. Gaarne los ik mede namens de Staatssecretaris van Verkeer en Waterstaat deze belofte door middel van deze brief in. Achtereenvolgens schets ik de belangrijkste gebeurtenissen, de betrokkenheid van de Staat daarbij en een oordeel over die betrokkenheid.

1. Chronologie van de belangrijkste gebeurtenissen

De E-plus transactie

Op 9 december 1999 na beurs maakte KPN bekend een belang te zullen nemen in het Duitse mobiele telecombedrijf E-plus. De hoofdlijnen van deze complex gestructureerde transactie waren als volgt. E-plus was voor 22,51% in handen van BellSouth, dat een optie had op het belang van de andere twee aandeelhouders Vodafone en RWE-Veba (samen 77,49%). BellSouth heeft deze optie vlak voor de expiratiedatum uitgeoefend onder een gelijktijdige afspraak met KPN dat KPN Mobiel dit 77,49% belang in E-plus van BellSouth zou overnemen. BellSouth zou de resterende 22,51% in E-plus voorlopig nog in bezit houden. Overigens was ook France Telecom in de race voor dit belang in E-plus, zodat sprake was van een competitief biedingsproces.

KPN en BellSouth spraken af dat zij E-plus door middel van een joint venture zouden exploiteren en dat de zeggenschap over E-plus in de joint venture gelijk verdeeld zou zijn. KPN kwam met BellSouth overeen dat BellSouth de mogelijkheid kreeg om – na 18 maanden, maar binnen 48 maandende resterende 22,51% in E-plus te converteren voor een vast aantal aandelen KPN of een vast aantal aandelen KPN Mobiel, dus ongeacht de toekomstige waarde daarvan (behoudens aanpassingen in de aantallen als gevolg van verwatering). KPN Mobiel heeft voor de over-

name van het meerderheidsbelang 9,1 miljard euro contant aan BellSouth betaald. Dit is ook het bedrag waarvoor France Telecom dit belang van Vodafone en RWE-Veba wilde kopen. Voor het restbelang van 22,51% zou KPN dan wel KPN Mobiel eventueel op termijn in aandelen betalen. De waarde van deze aandelen bedroeg op basis van de slotkoers van 9 december 1999 (voor aankondiging van de transactie) ongeveer 6,6 miljard euro.

Hoewel het niet verantwoord is om koersbewegingen louter en alleen te relateren aan bedrijfsbeslissingen, kan toch wel worden gesteld dat de transactie destijds door de financiële markten verwelkomd is. De koersstijging van KPN op de dag na aankondiging bedroeg zo'n 12%, en tot de dag van de «closing» van de transactie op 24 februari 2000 in totaal ongeveer 80% (ter vergelijking, de AEX steeg van 9 december tot 24 februari circa 6%). Ook in de analistenrapporten en media is de transactie bestempeld als een zakelijk verantwoorde strategische zet. Met de overname van E-plus werd de geloofwaardigheid van KPN, dat de ambitie had geformuleerd om een grote speler op de Europese markt te worden, in de ogen van velen in de markt bewezen.

Financiering en geplande herfinanciering van de transactie

Een deel van het totale bedrag dat met de transactie was gemoeid werd contant betaald (9,1 miljard euro) en een deel van de transactie zou worden «betaald» met rechten op aandelen, die op enig moment in de toekomst zouden kunnen worden omgezet in aandelen. Om de overname van E-plus in eerste instantie te financieren is door een consortium van banken een overbruggingskrediet ter beschikking gesteld van 13 miljard euro dat in februari 2000 gereduceerd werd tot 11,5 miljard euro. Dit bedrag is hoger dan de 9,1 miljard euro die KPN contant aan BellSouth zou betalen vanwege bestaande leningen en additionele uitgaven van E-plus. Overbruggingskredieten zijn, zoals de naam zegt, uitdrukkelijk bedoeld als een tijdelijke financiering. KPN heeft aan de verstrekkers ervan aannemelijk gemaakt dat zij binnen een klein jaar deze lening zou kunnen aflossen dan wel voor een groot deel aflossen en voor een kleiner deel herfinancieren.

In dit licht is het belangrijk dat de herfinanciering dan wel de mogelijkheid tot aflossing in grote mate reeds in de eerste helft van 2000 verzekerd leek, omdat KPN het voornemen had om dan een beursgang van KPN Mobiel te effectueren. Tevens had KPN het voornemen om een aantal niet-strategische activa te verkopen. De eerste schreden op het pad van het verkopen van niet-strategische activa waren reeds gezet op het moment dat de E-plus transactie werd aangekondigd en het overbruggingskrediet werd gearrangeerd. KPN had op 29 november 1999 de verkoop van het belang in Eircom aangekondigd.

KPN Mobiel was kort voor de E-plus transactie intern verzelfstandigd waarmee een aparte beursnotering mogelijk was gemaakt. KPN prefereerde een beursgang van KPN Mobiel boven een aandelenemissie op holdingniveau. De gedachte daarachter was dat juist middels een beursgang de waarde van KPN Mobiel transparanter zou worden gemaakt (KPN had recentelijk daarvan een succesvol voorbeeld laten zien met de aparte notering en daaropvolgende waardeinstijging voor KPN-Qwest) en dat op mobiel vlak de grootste kansen lagen, zodat de belangstelling van investeerders dan ook vooral op het mobiele vlak lag.

De beursgang van KPN Mobiel zou een gedeeltelijke beursgang moeten zijn, omdat KPN een meerderheidsbelang (en dus «control») wilde houden in KPN Mobiel. Dit laatste was van belang voor de aandeelhouders KPN,

omdat deze aandeelhouders anders een aandeel zouden hebben in een holding die geen zeggenschap heeft over zijn meest waardevolle actief (in casu KPN Mobiel, met daarin E-plus). Bovendien moest er bij een beursgang van KPN Mobiel rekening worden gehouden met het feit dat een deel van de aandelen KPN Mobiel aan BellSouth zou kunnen toevallen indien BellSouth ervoor zou kiezen om – in ruil voor zijn restbelang in E-plus – in KPN Mobiel te converteren.

Fusie met Telefonica

De voorbereidingen voor de beursgang van KPN Mobiel waren in volle gang (in een grootschalig publiciteitsoffensief was al aangekondigd dat de inschrijving op 2 mei 2000 zou beginnen) toen KPN en Telefonica in het vroege voorjaar van 2000 in het diepste geheim gezamenlijk de mogelijkheden voor een fusie onderzochten. Toen deze gesprekken voldoende serieus bleken te zijn voelde KPN zich gedwongen de voorbereidingen voor de beursgang van KPN Mobiel te heroverwegen. Omdat een prospectus namelijk alle voor beleggers relevant zijnde informatie dient te bevatten en het voeren van concrete fusiegesprekken op holdingniveau informatie is die voor beleggers relevant is was het voor KPN onmogelijk om KPN Mobiel naar de beurs te brengen zolang de fusiegesprekken nog (vertrouwelijk) gaande waren. KPN had eventueel bekend kunnen maken dat zij in gesprek was met Telefonica over een fusie op holdingniveau, maar het is niet mogelijk om een beursgang van de belangrijkste dochter te effectueren op een moment dat een zo grote onzekerheid bestaat over de richting van de KPN groep als geheel en de toekomst van KPN Mobiel in het bijzonder. KPN besloot tenslotte op 28 april 2000, dus vlak voor het moment waarop de prospectus zou verschijnen en de inschrijving zou beginnen, om voorrang te geven aan de fusiegesprekken met Telefonica.

Uiteindelijk ging op 5 mei 2000 de – in de ogen van KPN en beursanalisten veelbelovende – fusie met Telefonica niet door vanwege onenigheid binnen de Raad van Commissarissen van Telefonica. Slechts 11 van de 20 leden van de Raad van Commissarissen stemden voor de fusie, en dat was naar de mening van KPN een te krappe meerderheid om een fusie succesvol te kunnen laten zijn.

Hoewel de beursgang van KPN Mobiel was uitgesteld ten gunste van de fusie met Telefonica heeft KPN, gelijktijdig met de fusiegesprekken met Telefonica, onderhandeld met het Japanse bedrijf NTT DoCoMo om tot een strategische transactie te komen tussen dit bedrijf en KPN Mobiel zodat KPN op zeer korte termijn een deel van de toenmalige waarde van KPN Mobiel te gelde zou kunnen maken. Tevens zou KPN via de door NTT DoCoMo in te brengen technologie een betere strategische uitgangspositie hebben bij de exploitatie van de nog te verwerven UMTS-licenties. KPN heeft op 9 mei 2000, enige dagen na het afketsen van de fusiegesprekken met Telefonica, aangekondigd dat 15% van KPN Mobiel zou worden verkocht aan NTT DoCoMo. De prijs die NTT DoCoMo betaalde bedroeg 4 miljard euro. De transactie werd in augustus gefinaliseerd.

KPN heeft kort na het afketsen van de fusie met Telefonica wederom een beursgang van KPN Mobiel overwogen, maar daar uiteindelijk toch van afgezien. Een beursgang van KPN Mobiel zou namelijk niet voldoende hebben kunnen opbrengen om de kapitaalbehoefte van KPN te dekken. Immers, niet alleen kon KPN Mobiel maar voor een deel naar de beurs worden gebracht, omdat het onwenselijk was dat de holding geen «control» meer zou hebben over KPN Mobiel, maar ook het markt-sentiment was ondertussen aanzienlijk verslechterd. Een belangrijk argument voor de beursgang van KPN Mobiel, de relatief hoge waardering van

beleggers voor mobiele activiteiten, viel daarmee weg. In plaats daarvan plande KPN een aandelen emissie op holdingniveau (zie verderop).

Investerings in UMTS en emissie op holdingniveau

KPN (en vele andere spelers op de mobiele markten) vond dat het voor de ontwikkeling en de positie van KPN Mobiel noodzakelijk was om in Duitsland en Nederland een UMTS licentie te verkrijgen. De investering in E-plus was mede gedaan met het uitzicht op het aanbieden van UMTS-diensten. De veiling in het Verenigd Koninkrijk had reeds in april 2000 duidelijk gemaakt dat de betaalde bedragen voor een UMTS licentie zeer hoog zouden kunnen uitvallen, maar het was volstrekt onduidelijk hoe de veilingen in Nederland en Duitsland gedurende de zomer van 2000 zouden verlopen. Het was zelfs allerminst zeker dat KPN licenties zou bemachtigen. Uiteindelijk heeft KPN zoals bekend in Nederland begin augustus 2000 ongeveer 700 miljoen euro betaald voor een licentie en in Duitsland eind augustus 2000 ongeveer 6,5 miljard euro (van het totaalbedrag van 8,4 miljard euro heeft BellSouth 1,9 miljard euro betaald). De totale kosten van de licentie in Duitsland zouden 50/50 gedeeld worden met de partner van KPN in dit biedingsproces, Hutchison. Doordat Hutchison zich echter onverwachts terugtrok, kwamen de kosten volledig op de schouders van KPN en BellSouth terecht. Het was KPN duidelijk dat het snel eigen vermogen moest aantrekken om deze investeringen te financieren en het overbruggingskrediet te kunnen aflossen, dat door banken was verstrekt in het kader van de overname van E-plus.

In de zomer van 2000 besloot KPN om zo snel mogelijk na de zomer eigen vermogen aan te trekken op holdingniveau, omdat op holdingniveau (in tegenstelling tot het niveau van KPN Mobiel) wat betreft de omvang van de emissie geen beperking uit een oogpunt van control bestond. Met de emissie die in november 2000 heeft plaatsgevonden is ruim 4 miljard euro binnengehaald aan nieuw aandelenkapitaal en 1,5 miljard euro aan converteerbare obligaties, hetgeen het maximaal haalbare leek onder de toenmalige omstandigheden. Hoewel de emissie een noodzakelijke stap was om de financiële positie van KPN te verbeteren was zij in de ogen van de rating agencies en de markt niet voldoende om de schuldenpositie terug te brengen tot een veilig niveau. De rating van KPN werd in januari en februari 2001 neerwaarts gewijzigd in BBB+ (S&P) en Baa2 (Moody's). De koers van KPN daalde van de emissieprijs van 17 euro verder tot ongeveer 12 euro in december. De waarde van KPN was daarmee tussen 30 november 1999 en 31 december 2000 gedaald met 56%. Ter vergelijking, de AEX is in diezelfde periode met 6% gestegen en de Europese telecomindex gedaald met 28%.

Belgacom en claimemissie

Het was duidelijk dat schuldreductie van KPN ook na de emissie van het najaar 2000 topprioriteit bleef. KPN werkte aan het verkopen van niet-strategische activa maar boekte daarmee geen snelle resultaten, mede omdat KPN het niet in het belang van de aandeelhouders achtte om die activa tegen afbraakprijzen van de hand te doen. Het benaderen van de aandelenmarkt was in de eerste helft van 2001 niet goed mogelijk omdat KPN na de emissie van november 2000 gebonden was aan een lock-up, die in mei 2001 afliep. Direct daarna is KPN kapitaalmarktopties gaan verkennen. Een beursgang van KPN Mobiel was nog immer wenselijk, maar was in de marktomstandigheden van toen geen werkbare optie om de schuldenlast van KPN drastisch te verlagen. In navolging van British Telecom werd begonnen aan het verkennen van een volgende emissie op holdingniveau in de vorm van een claimemissie. Tegelijkertijd onderzocht KPN de mogelijkheden om samen te gaan met het Belgische Belgacom.

Op 1 juni 2001 lekte uit dat KPN een claimemissie overwoog, waarna de koers binnen enkele dagen halveerde naar ongeveer 6 euro. Op 21 juni 2001 drongen ook de fusiegesprekken met Belgacom door tot de markt. Hierdoor steeg de koers kortstondig in lichte mate, om vervolgens dieper en dieper weg te zakken gedurende de zomer van 2001 mede omdat KPN geen definitieve fusie met de Belgen kon aankondigen. KPN ontkende noch bevestigde gedurende die periode het voornemen van een claimemissie omdat KPN nog geen definitieve keuze had gemaakt over de te volgen route (claimemissie versus Belgacom). De kans op het slagen van een claimemissie werd onder de omstandigheid van een koers van 6 euro steeds kleiner, zeker zonder een in de ogen van de markt overtuigende en coherente strategie voor de toekomst. Het was bovendien kort voor de zomer technisch niet meer mogelijk om voor het «zomerreces» op de beurs de emissie te kunnen uitvoeren. De andere hoofdoptie, de fusie met de Belgen, leek op hoofdlijnen aantrekkelijker omdat de financiële positie van de gefuseerde entiteit een stuk gezonder zou zijn. Bovendien zou de groep een zeer goede uitgangspositie in de thuismarkt Benelux hebben.

KPN heeft er zodoende voor gekozen voorrang te geven aan de fusie-poging met Belgacom. Op 21 juni 2001 bevestigde KPN dat Belgacom één van de partijen was met wie gesproken werd. Op 25 juni 2001 werd aan de markt gecommuniceerd dat er op dat moment geen intentie bestond voor een claimemissie. Belgacom en zijn aandeelhouders bleken niet bereid te blijven uitgaan van een omwisseling op basis van een koers van KPN van 12 euro, de koers ten tijde van de aanvang van de gesprekken en vóór het uitlekken van de claimemissie. De koers bleef echter dalen en KPN was niet bereid «uitverkoop» te houden op de laagste koers in zijn historie. KPN en Belgacom hebben vooral op grond van het ontbreken van een compromis over de relatieve waardering van de twee bedrijven eind augustus 2001 gezamenlijk besloten de besprekingen te beëindigen.

Een nieuwe bestuursvoorzitter en een emissie

De koers van KPN daalde na het afketsen van de fusie naar een historisch dieptepunt van 2,03 euro op 6 september 2001. Op 10 september heeft KPN een bestuurswissel aangekondigd en een kredietfaciliteit van 2,5 miljard euro met een consortium van banken. Kort daarna heeft KPN een strategische heroriëntatie, een reorganisatie en een emissie van 5 miljard euro aangekondigd. De Staat heeft deelgenomen aan deze emissie conform het bestaande relatieve belang van 34,69%. Geconcludeerd kan worden dat KPN op dit moment uit de acute zorgen rond zijn schuldpositie is en kan werken aan de implementatie van de nieuw aangekondigde strategie.

Restbelang in E-plus van BellSouth naar KPN

Op 30 januari 2002 heeft KPN aangekondigd dat BellSouth's restbelang in E-plus van 22,51% in handen komt van KPN en dat BellSouth in ruil daarvoor een belang van 9,42% in KPN krijgt. KPN verkrijgt door deze transactie alle aandelen in E-plus en de volledige zeggenschap over E-plus. De «closing» van de transactie wordt in het tweede kwartaal van 2002 verwacht.

De koers heeft zich ondertussen hersteld ten opzichte van het dieptepunt dat in september 2001 was bereikt, ondanks het feit dat het aantal aandelen als gevolg van de emissie in december met ruim 80% is toegenomen en als gevolg van de aangekondigde BellSouth conversie nog verder zal toenemen met ruim 9%.

2. Betrokkenheid van de Staat bij KPN

Algemeen

In zijn algemeenheid is de betrokkenheid van de Staat bij KPN – als aandeelhouder – beperkt tot een aantal belangrijke beslissingen. Zo zijn onder andere besluiten tot juridische fusie en uitgifte van (rechten op) aandelen onderhavig aan de goedkeuring van de Staat als houder van het bijzonder aandeel. Daarnaast heeft de Staat als houder van het bijzonder aandeel een beperkte betrokkenheid bij investeringsbeslissingen (waarover hieronder meer). Als gewoon (groot)aandeelhouder heeft de Staat dezelfde rechten als andere aandeelhouders. In dit kader is daarbij relevant het al dan niet goedkeuren van een statutenwijziging.

Zoals ook in de brief van de Staatssecretaris van Verkeer en Waterstaat van 26 september 2001 is aangegeven behoort het nemen van beslissingen ten aanzien van investeringen binnen een kapitaalvennootschap die onderworpen is aan het structuurregime in beginsel tot de bevoegdheid van het bestuur. Andere organen van de vennootschap worden alleen dan betrokken indien een specifieke wet of de statuten van de onderneming dit voorschrijven. In het geval van KPN zijn de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen verantwoordelijk voor investeringsbeslissingen. De aandeelhouders hebben met betrekking tot de investeringen in beginsel geen bevoegdheden. In de statuten van KPN is hierop voor de houder van het bijzonder aandeel een beperkte uitzondering gemaakt. De Staat heeft als houder van het bijzonder aandeel namelijk de bevoegdheid om al dan niet investeringsbeslissingen goed te keuren die er toe zullen leiden dat het eigen vermogen van de vennootschap volgens haar geconsolideerde balans daalt onder de dertig procent van het totale vermogen.

De rechten verbonden aan het bijzonder aandeel (die veelal van invloed kunnen zijn op de toekomst en strategie van het bedrijf) kunnen leiden tot een lastige spagaat. Immers, de Staat wil als één van de aandeelhouders in een vennootschap onder het structuurregime niet als enige in de positie zijn om afwegingen te kunnen en moeten maken rond de strategie en toekomst van een bedrijf. Daarbij komt dat KPN slechts één van de spelers is in een geliberaliseerde markt; op historische gronden bestaat alleen met deze speler een privaatrechtelijke relatie. De Staat en KPN zijn het er daarom over eens dat de Staat geen positie in KPN meer zou moeten hebben. Het algemeen telecommunicatiebelang is daarbij langs publiekrechtelijke weg reeds afdoende geborgd. De Staat is niet in de positie om de historische afwegingen die gemaakt zijn voor wat betreft strategie en bedrijfsvoering van KPN volledig weer te geven en te verdedigen, omdat de Staat bij die afwegingen maar ten dele betrokken kon worden. De Staat heeft bijvoorbeeld geen zeggenschap over een eventuele beursgang van een dochterbedrijf van KPN, zoals KPN Mobiel. Hieronder wordt de betrokkenheid van de Staat bij verschillende transacties van KPN weergegeven.

E-plus

Omdat de investering in E-plus door KPN Mobiel zou leiden tot een solvabiliteitsonderschrijding volgens de geconsolideerde balans van KPN N.V. (de solvabiliteit zou – ceteris paribus – ongeveer 21% gaan bedragen), was toestemming van de houder van het bijzonder aandeel vereist. Ook voor de uitgifte van rechten op het nemen van aandelen (dus voor aandelenuitgifte op termijn) op het niveau van KPN Holding was goedkeuring van de Staat als houder van het bijzonder aandeel vereist. Immers, het op termijn door BellSouth aan KPN te verkopen restbelang in E-plus en de

door KPN in ruil daarvoor te leveren aandelen KPN of aandelen KPN Mobiel vormde een integraal onderdeel van de transactie met BellSouth. De Staat is als houder van het bijzonder aandeel dus op twee manieren bij de transactie betrokken geweest: vanwege de solvabiliteitsonderschrijving en vanwege de uitgifte van rechten op aandelen KPN aan BellSouth. Wellicht ten overvloede zij opgemerkt dat, indien aan BellSouth door KPN alleen aandelen KPN Mobiel zouden zijn toegezegd in ruil voor het restbelang in E-plus en indien de solvabiliteit niet zou worden onderschreden, de betrokkenheid van de houder van het bijzonder aandeel in de E-plus transactie niet aan de orde zou zijn geweest.

De Staat heeft op 9 december 1999 als houder van het bijzonder aandeel goedkeuring verleend voor de solvabiliteitsonderschrijving onder de voorwaarde dat de solvabiliteit halverwege 2000 weer duurzaam op een niveau boven de 30% zou zijn gebracht. De Staat heeft tevens de voorwaarde gesteld dat KPN zo spoedig mogelijk in 2000 met de Staat over een herpositionering van de positie van de Staat in KPN zou overleggen (waarover verderop meer). De goedkeuring voor de uitgifte van aandelen KPN aan BellSouth is eerst op 29 januari 2002 door de Staat als houder van het bijzonder aandeel verleend, nadat KPN en BellSouth over de conversie overeenstemming hadden bereikt en KPN de Staat om goedkeuring had gevraagd voor de uitgifte van aandelen KPN aan BellSouth.

Een toets op voorstellen van KPN zoals onderhavige kan, zoals hiervoor al is aangegeven, niet anders dan marginaal zijn. De toets viel positief uit. Het perspectief van de telecommunicatie- en ICT-markt was volstrekt anders dan nu. De overname van E-plus bood enorme kansen voor KPN hetgeen een aantrekkelijke propositie voor de aandeelhouders leek te zijn. Verder bood het perspectief op een strategische samenwerking met BellSouth. In de overname zaten uiteraard ook risico's besloten. Eén van de risico's was de herfinanciering van de transactie. De overname werd door KPN immers voor een groot deel contant betaald met een overbruggingskrediet. De primaire reden voor KPN om een aanzienlijk deel aan BellSouth contant te betalen was dat France Telecom ook een bod in contanten had uitgebracht op E-plus. Tevens moest een bod op E-plus in ieder geval voor een aanzienlijk deel contant zijn om E-plus te kunnen verkrijgen, omdat de verkoper tenminste een gedeelte contant wilde hebben. KPN zou voor het restbelang in E-plus, dat het op termijn zou kunnen verkrijgen, in aandelen betalen aan BellSouth. Voor dit restbelang zou door KPN relatief meer betaald worden dan voor het initieel door KPN verworven belang, omdat KPN van mening was dat de te betalen «strategische premie», die gebruikelijk is in strategische transacties en zeker in competitieve biedingsprocessen, pas aan BellSouth zou mogen toevallen op het moment dat BellSouth geen gedeeltelijke zeggenschap meer zou hebben over (en geen gedeeltelijk eigenaar meer zou zijn van) E-plus, dus pas bij de conversie van BellSouth en het aldus uittreden van BellSouth uit de joint venture.

Het bedrag dat KPN heeft geboden was de uitkomst van een biedingsproces waarin moest worden opgeboden tegen France Telecom. Een deel van «de prijs» zou, zoals gezegd, op termijn in aandelen worden betaald door KPN of KPN Mobiel. Aangezien de aandelen pas op zijn vroegst na 18 maanden door BellSouth konden worden verkregen nam BellSouth het risico van een waardedaling van de aandelen KPN en het aldus verdampen van de strategische premie. Het feit dat BellSouth deze constructie accepteerde indiceert dat zij overtuigd waren dat E-plus tegen de «juiste» prijs werd verkocht. Het is immers onverstandig om een optie te nemen op aandelen in een bedrijf dat een overgewaardeerde asset van je overneemt. De prijs die KPN destijds voor E-plus heeft betaald was in lijn met toenmalige waarderingen voor mobiele operators en lag beneden

de prijs die Mannesmann betaalde voor Orange en de relatieve prijs die Vodafone betaalde voor Mannesmann. Onlangs is door KPN aangekondigd dat KPN een «non cash» afwaardering (impairment) overweegt van haar belang in E-plus omdat de regelmatig naar marktomstandigheden geactualiseerde business case en de introductie van nieuwe regelgeving impliceren dat de contante waarde van toekomstige kasstromen wellicht lager zijn dan de huidige boekwaarde. Dat zegt echter niets over de prijs op het moment van aankoop, maar over de gewijzigde omstandigheden sindsdien.

Wat betreft de financiering heeft de Staat zoals gezegd de voorwaarde gesteld – en KPN heeft daarmee ingestemd – dat de solvabiliteit halverwege 2000 weer op orde zou moeten zijn. KPN had daartoe een beursgang van KPN Mobiel voorgenomen in het eerste halfjaar van 2000, hetgeen voldoende zou zijn om de solvabiliteit duurzaam terug te brengen (dus nog afgezien van de verkoop van niet-strategische activa).

Telefonica

De Staat is betrokken geweest bij de fusie met Telefonica, omdat van de Staat gevraagd werd om een deel van zijn bevoegdheden uit hoofde van het bijzonder aandeel prijs te geven en omdat de Staat als houder van een groot pakket gewone aandelen in de aandeelhoudersvergadering zou moeten stemmen over de fusie (via deelsplitsing van activa uit de holding naar een samen met Telefonica nieuw op te richten entiteit), en omdat de statuten zouden moeten worden aangepast. Voorts moest met de Staat een afspraak worden gemaakt over het tijdstip van afschaffen van het bijzonder aandeel op enig moment in de toekomst. Tenslotte was het vanuit de optiek van Telefonica en KPN wenselijk dat met de Staat als grootaandeelhouder afspraken gemaakt zouden worden over het (tempo van) uittreding van de Staat als grootaandeelhouder. De Spaanse overheid was geen aandeelhouder meer in Telefonica, doch was betrokken bij het proces op basis van een Koninklijk Decreet dat de Spaanse regering invloed gaf op het fusieproces. De fusie is, zoals gezegd, niet doorgegaan vanwege een te krappe meerderheid aan voorstemmers in de Raad van Commissarissen van Telefonica. De in de media breeduit besproken theorie dat het aandeelhouderschap van de Staat in KPN en het bijzonder aandeel van de Staat in KPN de Spanjaarden ervan zou hebben weerhouden in te stemmen met een fusie kan door mij niet worden bevestigd. Ik heb per brief en per telefoon aan de verantwoordelijke minister in Spanje uitgelegd dat de regering het voornemen had om de Staat als gewoon en bijzonder aandeelhouder te laten uittreden uit KPN. Daarbij heb ik aangegeven dat de Staat het bijzonder aandeel slechts in beperkte mate kan gebruiken, en dan nog primair ter bescherming van het financiële belang van de grootaandeelhouder Staat in KPN, voor de tijd waarin de Staat nog zou beschikken over dit bijzonder aandeel. Ik heb aan de Spaanse collega zelfs mijn bereidheid aangegeven om te zoeken naar een relatief snelle exit, daarbij rekening houdend met marktomstandigheden en onverwachte gebeurtenissen.

Solvabiliteit en UMTS

Hoewel de beursgang van KPN Mobiel dus niet heeft plaatsgevonden, is de solvabiliteit van KPN halverwege het jaar 2000 weer op een niveau boven de 30% gebracht door de genoemde verkoop van het 15%-belang van KPN Mobiel aan NTT Docomo. Aan de eerder door de Staat in het kader van zijn goedkeuring voor de E-plus transactie gestelde voorwaarde was nu voldaan. Echter, de UMTS-veilingen stonden voor de deur en het was onduidelijk hoe deze precies zouden verlopen. KPN heeft niet vooraf om goedkeuring gevraagd voor een mogelijke solvabiliteitsonderschrij-

ding als gevolg van de UMTS-veilingen. De Staat heeft als houder van het bijzonder aandeel goedkeuring gegeven voor de solvabiliteitsonderschrijving als gevolg van de UMTS-investeringen, maar deze goedkeuring is eerst achteraf (dat wil zeggen na afloop van de veiling in Duitsland) op 28 augustus 2000 door KPN aan de Staat gevraagd en achteraf (op 8 september 2000) verleend, waarbij de Staat de onderschrijving heeft geaccepteerd onder de voorwaarde dat deze weer duurzaam op een niveau boven de 30% zou zijn gebracht voor het einde van het jaar 2000. De Staat is met de goedkeuring achteraf overigens uitdrukkelijk niet getreden in de aard van de investeringen.

Emissie in najaar 2000

Voor de voorgenomen emissie op holdingniveau was goedkeuring van de Staat nodig uit hoofde van het bijzonder aandeel vanwege de uitgifte van nieuwe aandelen. Daarnaast wordt van de grootaandeelhouder bij een emissie over het algemeen gevraagd of hij tijdelijk zou willen afzien van verkoop (lock-up). De verwachting was dat de emissie de solvabiliteit weer duurzaam boven de 30% zou brengen. Aanvankelijk had de Staat het voornemen om een deel van de emissie te gebruiken om zelf bestaande aandelen aan te bieden aan het publiek, waardoor sprake zou zijn van een combinatie van een herplaatsing (aanbieden bestaande aandelen) en nieuw uit te geven aandelen. Doordat in zo'n situatie een deel van de verkoopopbrengst voor de Staat is, haalt KPN zelf minder geld op in de emissie. De Staat heeft op 29 augustus 2000 afgezien van het verkopen van aandelen toen bleek dat KPN in de verslechterende marktomstandigheden moeite zou krijgen met het ophalen van een bedrag dat groot genoeg was om duurzaam aan de financiële verplichtingen te voldoen en de ratings van de erkende ratinginstanties op peil te houden. De Staat heeft vervolgens op 20 november 2000 de formele goedkeuring voor de emissie gegeven.

Eind 2000 kon worden geconstateerd dat de solvabiliteit niet de benodigde 30%, maar 26% bedroeg, ondanks het feit dat KPN in november de grootste emissie van een Nederlands bedrijf deed die tot dan toe was gedaan en dat kon worden gesproken van een geslaagde emissie gegeven de marktomstandigheden. Die marktomstandigheden waren tussen de zomer van 2000 en het najaar van 2000 verder verslechterd, waardoor de in de zomer gemaakte inschatting van de emissiegrootte niet meer haalbaar was. Ook tegenvallende marges speelden KPN parten. De marges op operationele activiteiten liepen in 2000 terug, waardoor KPN in 2000 minder winst maakte dan aanvankelijk gedacht. Zodoende steeg de solvabiliteit ook minder sterk dan aanvankelijk werd verwacht. Voor KPN werd de nadruk op het verkopen van niet-strategische activa wel groter, teneinde daarmee de financiële positie te verbeteren. De verkoop van deze activa verliep echter niet snel, mede omdat KPN niet tegen «te lage» prijzen wilde verkopen in een «kopersmarkt».

Claimemissie en Belgacom

Van mei tot en met augustus 2001 is de Staat betrokken geweest bij twee grotendeels parallele trajecten: de voorbereiding van de claimemissie en de fusie met Belgacom. Voor beide transacties was goedkeuring van de Staat als houder van het bijzonder aandeel vereist. Bij de claimemissie was betrokkenheid vereist vanwege de goedkeuring voor de uitgifte van (rechten op) aandelen en bij Belgacom is de Staat betrokken geweest omdat (vanwege de voorgenomen transactiestructuur) de Staat als houder van het bijzonder aandeel goedkeuring zou moeten geven voor de uitgifte van aandelen aan de aandeelhouders van Belgacom. De claimemissie is, zoals al eerder gememoreerd, op zeker moment door KPN

afgeblazen ten faveure van een mogelijke fusie met Belgacom. Vervolgens zijn de onderhandelingen tussen KPN en Belgacom eind augustus afgebroken. De schuldenlast van KPN was op dat moment nog steeds zeer hoog. Na het afketsen van de fusie met Belgacom hebben de rating agencies de rating van KPN gewijzigd in een niveau net boven «non investment grade».

Emissie en uittreden BellSouth uit E-plus

Onder leiding van de nieuwe topman Scheepbouwer deed KPN een nieuwe emissie in november/december 2001 en deze emissie is met deelname van de Staat half december succesvol afgesloten. In de brief aan de beide Kamers der Staten-Generaal van 21 november 2001, en in het algemeen overleg op 29 november 2001 is reeds ingegaan op de achtergrond hiervan en de motivatie van de Staat om deel te nemen in deze emissie.

Zoals gezegd heeft de Staat als houder van het bijzonder aandeel op 29 januari 2002 goedkeuring verleend voor de uitgifte van aandelen KPN aan BellSouth.

Uittreden Staat uit KPN

Naast de beschrijving van de betrokkenheid van de Staat bij KPN de afgelopen twee jaar in bovengenoemde specifieke transacties speelt de afgelopen twee jaren de heroverweging van de positie van de Staat in KPN. Ik heb u samen met de Staatssecretaris van Verkeer en Waterstaat bij brief van 9 juni 2000 geïnformeerd over het voornemen van de regering om zich volledig terug te trekken uit KPN. In het kader van de wijziging van de Machtigingswet (Kamerstuk 27 604) afgelopen najaar heb ik over de achtergrond en uitwerking daarvan met uw Kamer gesproken. De belangrijkste elementen daarbij zijn dat de Staat zal uittreden uit KPN, waarbij het tempo afhankelijk is van de marktomstandigheden. Te gelegener tijd zal het recht om commissarissen van overheidswege aan te stellen uit de statuten worden geschrapt en ook de optie van de Staat op preferente aandelen zal worden geschrapt. Het bijzonder aandeel zal worden afgestoten op een nader te bepalen moment, wanneer de financiële positie van de Staat in KPN zodanig substantieel is teruggebracht, dat het hebben van het bijzonder aandeel niet meer wordt gerechtvaardigd.

Uiteraard kan de vraag worden gesteld waarom de Staat nog immer een substantieel belang in KPN houdt en waarom de Staat niet eerder (een deel van de) aandelen heeft verkocht. Met de wijsheid achteraf was dan een goede opbrengst per aandeel gerealiseerd.

Uit bovenstaande beschrijving van gebeurtenissen blijkt dat de Staat op veel momenten «insider» geweest is bij KPN, waardoor de Staat op die specifieke momenten niet kon handelen op basis van de wetgeving inzake misbruik van voorwetenschap en dus geen aandelen heeft kunnen verkopen. Indien de Staat zijn goedkeuring zou hebben onthouden aan bepaalde transacties, zou de Staat voor zichzelf wellicht ruimte hebben gecreëerd om aandelen te verkopen. De Staat kan zijn goedkeuring als houder van het bijzonder aandeel echter slechts onthouden als de Staat redelijkerwijs kan aantonen dat het belang van de aandeelhouders in het algemeen (waaronder de Staat) geschaad wordt door de transactie. Echter, ik heb gemeend dat juist het onthouden van goedkeuring niet in mijn belang als aandeelhouder was en derhalve onverstandig was, omdat de door KPN voorgenomen transacties gericht waren op versterking van de financiële en/of strategische positie van KPN. Slechts op één moment was er een directe confrontatie tussen de voornemens van de Staat en van KPN, te weten bij de emissie in het najaar van 2000. De Staat heeft

KPN in het najaar van 2000 uiteindelijk voorrang verleend toen zowel de Staat als KPN de kapitaalmarkt wensten te benaderen, omdat de Staat van mening was dat het niet in haar belang als aandeelhouder was om ruimte af te dwingen op een moment dat het helder was dat KPN de totale opbrengst van de emissie nodig had. Achteraf gezien was deze inschatting juist.

Uit het voorgaande blijkt dat de Staat sinds de aankoop van E-plus door KPN geen kansen heeft gehad om te verkopen. De Staat heeft theoretisch twee korte momenten gehad («windows of opportunity») waarop zij aandelen heeft kunnen verkopen (namelijk maart 2000 en juni 2000), maar als deze twee momenten nader worden beschouwd kan om een aantal redenen geconcludeerd worden dat dit geen echte kansen waren. De E-plus transactie werd pas formeel eind februari 2000 afgerond, waardoor een verkoop van aandelen door de Staat tussen december 1999 en februari 2000 niet mogelijk was. Half maart kondigde KPN de beursgang van KPN Mobiel aan in de markt en het was onverstandig voor de Staat om die beursgang in de weg te zitten. Begin april werd de Staat zoals gezegd «insider» bij de fusie met Telefonica. Een reële kans om te verkopen in maart 2000 was er derhalve niet. Na het initiële afketsen van de fusie met Telefonica begin mei 2000 hebben de beide bedrijven tot half juni toch nog pogingen ondernomen om tot een fusie te komen (waar ook de Staat nog bij betrokken was), en begin juli begon vervolgens de UMTS-veiling in Nederland. Een verkoop van aandelen KPN door de Staat twee weken voorafgaand aan de UMTS veiling in Nederland zou plaatsvinden onder grote onzekerheid en zou als onbedoeld signaal kunnen zijn geïnterpreteerd dat de Staat een negatief effect van de veiling op de koers verwachtte. Dus ook in juni was verkoop geen reële optie. Bovendien vergt het verkopen van aandelen voorbereiding en zoals blijkt uit bovenstaande analyse waren deze momenten zo kort dat het verkopen van aandelen door de Staat in een gedegen transactie praktisch onmogelijk was.

Naast het feit dat er voor de Staat geen mogelijkheden in de markt zijn geweest om te verkopen bestond met KPN een ten tijde van de beursgang in 1994 gemaakte afspraak (de «Afspraken op Hoofdlijnen»), die indertijd vertrouwelijk aan de Kamer zijn overlegd) dat de Staat het belang in KPN niet voor 2004 verder terug zou brengen dan tot één derde van het stemgerechtigd kapitaal plus het bijzonder aandeel. De Staat en KPN hebben in het late najaar van 1999 en in het voorjaar van 2000 intensief onderling overleg gevoerd over de herpositionering van de Staat in KPN om te komen tot nieuwe afspraken daaromtrent. Vlak voor de start van de gesprekken over de voorgenomen fusie met Telefonica waren de Staat en KPN er informeel uit, maar de formalisering van de nieuwe set afspraken is pas kort na het afbreken van de gesprekken met Telefonica tot stand gekomen. Pas vanaf juni 2000 was de Staat derhalve jegens KPN in de gelegenheid om zijn totale belang in KPN te vervreemden. Echter, de Tweede Kamer zou moeten instemmen met de positiewijziging van de Staat in KPN, als conditie van de overeenstemming met KPN. In het kader van de beursgang in 1994 hebben de toenmalige betrokken bewindslieden namelijk aan de Tweede Kamer toegezegd dat een totale exit uit KPN een zodanige positiewijziging van de Staat in KPN zou impliceren, dat deze niet eerder kon worden gedaan dan nadat daarover met de Tweede Kamer zou zijn gesproken. De brief van 9 juni 2000 was de invulling van deze toezegging. Een debat hierover vond plaats op 4 oktober 2001 in het kader van de wijziging van de Machtigingswet. Hoewel ondergetekenden dus eind 1999 al hadden geconcludeerd dat de Staat zou kunnen uittreden uit KPN, kon van het belang dat de Staat toen in KPN bezat (ongeveer 44%), maar ongeveer 11% worden verkocht zonder over de herpositionering van de Staat in KPN eerst met het parlement van gedachten te wisselen.

Conclusie

De Staat heeft zich naar mijn mening als zakelijk, rationeel en verantwoordelijk aandeelhouder in KPN opgesteld, door op ieder moment in de tijd die beslissingen te nemen die op dat moment logisch en verdedigbaar waren vanuit het perspectief van de houder van het bijzonder aandeel en van een verantwoordelijke (groot)aandeelhouder. Recentelijk heeft de Staat vanuit zijn aandeelhoudersbelang nieuwe aandelen KPN gekocht. Nu kan voorzichtig geconstateerd worden dat de neerwaartse trend in de waarde van het aandeel is omgebogen in een positieve trend. De overname van E-plus heeft door met name zijn financiële consequenties een grote impact op KPN gehad. Ondernemen is echter niet zonder risico's, en ook dat zal in de toekomst zo blijven. Dat geldt evenzeer voor het bezitten van aandelen. Dit is eens te meer een illustratie van de stelling dat de Staat geen belegger is en dat door de Staat gehouden aandelen in bedrijven in beginsel op termijn verkocht dienen te worden, dus ook de KPN-aandelen.

De Minister van Financiën,
G. Zalm