

Vergaderjaar 2008–2009

28 165

Deelnemingenbeleid Rijksoverheid

Nr. 88

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 6 oktober 2008

Naar aanleiding van het notaoverleg over staatsdeelnemingen dat op maandag 16 juni jl. plaatshad in uw Kamer, heeft uw vaste commissie voor Financiën mij per brief van 8 juli 2008 verzocht «zoveel mogelijk openbaar te informeren over de vermogenspositie van staatsdeelnemingen». Met deze brief beoog ik hieraan invulling te geven.

In deze brief zal ik een aantal aspecten van het onderwerp «vermogenspositie van staatsdeelnemingen» aan de orde stellen. Allereerst schets ik belangrijke overwegingen die ten grondslag liggen aan de gewenste vermogenspositie van ondernemingen. Vervolgens schets ik u mijn beleidsbenadering ten aanzien van de vermogenspositie van de staatsdeelnemingen. Tot slot maak ik inzichtelijk op welke wijze dit beleid wordt toegepast op de staatsdeelnemingen.

Zoals ik ook eerder in woord en schrift¹ heb aangegeven, kan ik niet publiekelijk in detail treden over beleidsopties en voornemens met betrekking tot de vermogensposities van afzonderlijke staatsdeelnemingen. De inrichting van de vermogensstructuur kan voor de ondernemingen een onderscheidende concurrentiekracht zijn, waardoor informatie hierover met veel vertrouwelijkheid is omgeven. Daarbij kunnen uitlatingen hierover speculaties voeden die ongewenste effecten kunnen hebben op bijvoorbeeld de financieringslasten of bedrijfsactiviteiten. Zoals ik later in deze brief zal beschrijven, beschikken veel staatsdeelnemingen over zogenoemde «*credit ratings*». Die *ratings* zouden onder druk kunnen komen staan, wanneer «*rating agencies*» uitlatingen over de vermogenspositie van individuele staatsdeelnemingen als zorgelijk kwalificeren. Dat risico vind ik niet aanvaardbaar.

Achtergrond

Toezien op de omvang van de vermogenspositie van staatsdeelnemingen vormt een belangrijk bestanddeel van het deelnemingenbeleid. Met het toezien op het bezoldigingsbeleid, strategiebepaling en grote investerings-

¹ Uitgesproken tijdens het notaoverleg van 16 maart jl.

beslissingen, vormt het toezien op de vermogensstructuur de invulling van het actieve publiek aandeelhouderschap, zoals dat is beschreven in de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid¹ die ik in december 2007 naar uw Kamer zond.

Veelal wordt met vermogenspositie de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen bedoeld. Ondernemingen financieren hun bezittingen en activiteiten door het vermogen dat de aandeelhouders beschikbaar stellen, het zogenoemde «eigen vermogen», en vermogen dat door derde financiers (zoals banken) wordt verstrekt, het «vreemd vermogen». Een groot aantal overwegingen kan verder van invloed zijn op de gewenste en «optimale» verhouding tussen eigen en vreemd vermogen.

Eigen vermogen wordt in de regel aangehouden als een buffer voor volatiliteit in winstresultaten. In tegenstelling tot rentelasten op verstrekt vreemd vermogen, bestaat immers geen verplichting om jaarlijks een rendement op regulier eigen vermogen uit te keren. Het kan echter in het belang van de aandeelhouder zijn om de «buffer» van eigen vermogen niet groter dan noodzakelijk te laten zijn.

Door financiering met vreemd vermogen kan het vrijgevalen, schaarse eigen vermogen voor andere doeleinden worden benut. De aandeelhouder kan hierdoor zijn rendement op eigen vermogen verbeteren en het risicoprofiel van zijn investeringsportfolio verlagen door risicospreiding. Daarnaast drukken bij financiering met vreemd vermogen de rentelasten op het boekhoudkundige resultaat. Dit kan leiden tot lagere belastingdruk dan bij financiering met eigen vermogen (zogenoemde *tax shield*). Een ander aspect van financiering met vreemd vermogen is dat de verstrekkers daarvan, meestal banken, de ondernemingen waaraan ze lenen scherp in de gaten houden. Ze willen immers een goed beeld hebben van het risicoprofiel van hun leningen en het vereiste rendement dat daarbij hoort. In dit verband wordt wel gesproken over de «disciplinerende van de markt» bij financiering met vreemd vermogen (waarbij verstrekkers van vreemd vermogen uiteraard oog houden voor de omvang van de «buffer» van eigen vermogen).

De «optimale» vermogensstructuur behelst meer dan alleen de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen en is van een aantal factoren afhankelijk. Relevante factoren omvatten de aard van bezittingen en bedrijfsactiviteiten, het belasting- en reguleringsregime, de *corporate governance* en uiteraard het aanbod van de financieringsmogelijkheden. Deze factoren verschillen vervolgens weer per sector en per onderneming. Dit betreft maatwerk. Dat geldt ook voor de huidige portefeuilles van staatsdeelnemingen.

Beleid

Staatsdeelnemingen zijn traditioneel met relatief veel eigen vermogen gefinancierd. Mede vanuit mijn verantwoordelijkheid doelmatig met gemeenschapsgeld om te gaan, behoort toezien op de vermogenspositie van staatsdeelnemingen tot de speerpunten van het deelnemingenbeleid. Als na zorgvuldige analyse blijkt dat de omvang van de vermogenspositie van een staatsdeelneming ruimer is dan noodzakelijk is als buffer voor resultaten van reguliere activiteiten en eventuele uitbreidingsinvesteringen, zal de Staat een uitkering ten laste van het eigen vermogen voorstellen om de vermogenspositie tot passende proporties terug te brengen. Het vermogen dat niet nodig is vanuit optiek van gezonde solvabiliteit en noodzakelijke investeringen komt dan ten goede aan het algemene belang. Zo wordt het financieel belang van de Staat als aandeelhouder geborgd binnen de ruimte die borging van het publieke belang biedt.

¹ Tweede Kamer der Staten-Generaal, Kamerstuk 2007–2008, 28 165, nr. 65.

Meer principieel vind ik dat staatsdeelnemingen, opgericht vanuit publiek belang, zo efficiënt mogelijk met schaars gemeenschapsgeld moeten omgaan. Zoals ik als minister van Financiën in algemene zin toezie op doelmatige besteding van overheidsmiddelen, zullen ook deze organisaties het beschikbaar gestelde vermogen op doelmatige wijze moeten inzetten.

Zoals in de bijlage wordt toegelicht, vormen *credit ratings* interessante indicatoren voor de vermogenspositie van de staatsdeelnemingen en een belangrijk element van mijn beleid ter zake. Hierbij sta ik een prudent beleid voor. De *credit rating* van staatsdeelnemingen dient een vermogenspositie te reflecteren, die ruimte laat voor noodzakelijke investeringen en voldoende kredietwaardigheid biedt om tegen aanvaardbare kosten kapitaal te kunnen aantrekken. Dit moet blijken uit zorgvuldige analyse van de vermogenspositie waarbij *credit ratings* als indicator kunnen worden gebruikt. De vermogenspositie van staatsdeelnemingen die niet over een *credit rating* beschikken, in de regel de kleinere staatsdeelnemingen, kan op basis van minder geaggregeerde indicatoren dan een *credit rating* geanalyseerd worden, zoals solvabiliteitsratio's en rentedekkingspercentages.

De categorisatie van ratings door de verschillende *rating agencies* verschilt enigszins, maar overeenkomstig is de scheidslijn tussen «*investment grade*» en «*non-investment grade*». Algemeen wordt verondersteld dat ondernemingen met een *investment grade* prima in staat zijn hun verplichtingen te voldoen. De scheidslijn ligt bij een *BBB rating*. Een *non-investment grade* duidt op een groter risico dat een onderneming niet kan voldoen aan haar betalingsverplichtingen.

Voor de financiële instellingen in de portefeuille van staatsdeelnemingen hanteer ik als uitgangspunt het behoud van de huidige AAA ratings. Voor de «niet-financiële» staatsdeelnemingen (de zogenoemde «*corporates*») is een *A rating* het uitgangspunt van analyse en beleid. Hiermee stel ik mij prudenter op dan de veelgebruikte minimumeis van *investment grade*, hetgeen mij gepast lijkt gezien de noodzakelijke continuïteit in de uitoefening van publieke taken door staatsdeelnemingen.

Bij een enkele deelneming heeft dit beleid al geleid tot uitkeringen ten laste van het eigen vermogen. Vanwege eerder genoemde bezwaren zal ik niet in detail uitwijden over lopende en toekomstige trajecten. Met die beperking probeer ik in algemene termen de gevolgen voor staatsdeelnemingen en de achtergrond van die gevallen, waarin een uitkering heeft plaatsgehad, te schetsen.

Onderstaande tabel geeft weer welke staatsdeelnemingen over een *credit rating* beschikken.

Staatsdeelneming	S&P's	Moody's	Fitch
Bank Nederlandse Gemeenten (BNG)	AAA	Aaa	AAA
FMO	AAA	-	-
Nederlandse Waterschapsbank (NWB)	AAA	Aaa	-
Nederlandse Spoorwegen (NS)	AA	-	-
Gasunie	AA-	Aa2	-
Schiphol	A1	A	-

Op instigatie van het ministerie van Financiën hebben BNG en NWB in voorbije jaren voorstellen gepresenteerd voor herfinanciering van eigen vermogen. BNG voert een meerjarig uitkeringenbeleid dat heeft geleid tot

uitkeringen aan aandeelhouders van EUR 500 mln in 2006 en 2007. In 2007 hebben aandeelhouders van NWB ingestemd met een uitkering van EUR 250 mln.

Hierbij gold uitdrukkelijk als randvoorwaarde dat hun *AAA ratings* behouden zouden blijven. Die *ratings* zijn cruciaal voor de goede inkooppositie op de internationale kapitaalmarkten die beide banken in staat stelt scherp geprijsde kredieten te verschaffen aan de (semi-)publieke sector.

De netwerkbedrijven Gasunie en Tennet waren in de voorbije jaren met relatief veel eigen vermogen gefinancierd. Dit gegeven, in combinatie met activiteiten die stabiele kasstromen genereren, suggereert mogelijkheden tot herfinanciering. Deze sector en daarmee beide ondernemingen worden gekenmerkt door grote investeringsprogramma's. Zo investeert Gasunie veel in de realisatie van de «gasrotonde». Als dergelijke omvangrijke investeringen van Gasunie met vreemd vermogen worden gefinancierd neemt het aandeel eigen vermogen af. Ook Tennet kent een intensief investeringsprogramma dat grotendeels met vreemd vermogen wordt gefinancierd. Tegen de achtergrond van de omvangrijke investeringsprogramma's van beide bedrijven, waarvan de belangrijkste aan mij als aandeelhouder ter goedkeuring worden voorgelegd, zal worden bezien of er mogelijkheden zijn voor uitkeringen ten laste van het eigen vermogen.

Eerder is uw Kamer geïnformeerd over de verkoop van 67% van de aandelen Connexxion aan een consortium dat wordt geleid door Transdev. Ten tijde van deze transactie gaf Transdev aan dat de vermogenspositie van Connexxion mogelijkheid bood tot uitkering ten laste van het eigen vermogen. Dit heeft geleid tot een superdividend aan de Staat van EUR 25 mln. De Staat is momenteel minderheidsaandeelhouder in Connexxion.

In goed overleg met de onderneming en medeaandeelhouders zijn afspraken gemaakt over herfinanciering van het vermogen van Schiphol. Dit heeft geleid tot een superdividenduitkering voor de Staat en de overige aandeelhouders ten bedrage van EUR 500 mln. Een tweede tranche wordt voorzien in 2009. De omvang daarvan is afhankelijk van de bedrijfseconomische ontwikkeling van Schiphol en het behoud van de huidige *A rating*.

Dit najaar vinden gesprekken plaats tussen NS en haar aandeelhouder over een superdividenduitkering. Uw Kamer wordt geïnformeerd zodra die gesprekken hebben geleid tot uitkomsten.

De minister van Financiën,
W. J. Bos

Voor het toekennen van *credit ratings* wordt een verscheidenheid van aspecten van de onderneming beoordeeld, die zowel van financieel-economische als ondernemingsbestuurlijke («*corporate governance*») aard zijn.

Credit ratings worden verstrekt door *rating agencies*, waarvan Standard & Poor's («S&P») en Moody's tot de bekendste en invloedrijkste behoren. *Rating agencies* beoordelen het risico dat een uitgever van schuldpapier (bijvoorbeeld een onderneming die geld leent op de kapitaalmarkt) zijn verplichtingen jegens de kapitaalverstrekkers niet nakomt. *Rating agencies* hebben de laatste tijd behoorlijk onder vuur gelegen vanwege het afgeven van te goede *ratings* bij gecompliceerde gesecuritiseerde producten. De ervaring in de markt is dat in reactie op deze kritiek, de *agencies* nog scherper zijn gaan kijken naar de kredietwaardigheid van ondernemingen.

Ondernemingen waarvoor het risico op het in gebreke blijven als klein wordt beoordeeld, hebben goede *ratings*. Beleggers verlangen van die ondernemingen in de regel een minder hoge rente dan van ondernemingen met een minder goede *rating*. De *ratings* zijn dus van invloed op de kosten van vreemd vermogen en kunnen voor uitgevers van schuldpapier de toegang tot de kapitaalmarkt verbeteren. Enkele staatsdeelnemingen beschikken over dergelijke *credit ratings*. Deze zijn ook voor de staat als aandeelhouder, de verstrekker van eigen vermogen, interessante indicatoren voor de kwaliteit van de balans en de kredietwaardigheid van de onderneming.

Een aantal eigenschappen van *credit ratings* sterkt mij om deze te gebruiken voor beleid ten aanzien van vermogensposities van staatsdeelnemingen. Eerder noemde ik al dat *rating agencies* in hun beoordeling niet slechts de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen betrekken, maar ook vele andere financiële en niet-financiële parameters. Hiermee wordt de gehele constellatie van de betreffende onderneming door *rating agencies* beoordeeld. Niet alleen de huidige stand van parameters wordt betrokken in de analyse, maar ook de vooruitzichten. Zo kunnen (onzekerheden over) voorziene veranderingen in de constellatie van ondernemingen leiden tot aanpassing van *ratings*. Toegevoegd kan worden dat het belang van *credit ratings* toeneemt: er is een groeiende behoefte aan deskundige beoordeling van de kredietwaardigheid vanwege de toenevende informatieasymmetrie als gevolg van de toenemende complexiteit en mondialisering van kapitaalmarkten.