

Actualiteiten

Een inkoop die geen inkoop is

1. Op 8 juli 1998 berichtte Het Financieele Dagblad dat KLM een aantal van de aandelen in deze onderneming die aan de Staat der Nederlanden toebehoren zal gaan inkopen. Ik heb uitgezocht hoe de desbetreffende transactie werkelijk in elkaar steekt. Van inkoop van aandelen blijkt geen sprake te zijn. Wat is er wel aan de hand? De KLM heeft een enigszins ingewikkelde kapitaalstructuur. Zij heeft gewone aandelen, prioriteitsaandelen, cumulatief preferente aandelen A en participatiebewijzen uitstaan. Deze laatste worden gehouden door het Pensioenfonds voor het vliegend personeel der KLM. De Staat houdt gewone aandelen, prioriteitsaandelen en cumulatief preferente aandelen A. Aandelen A zijn in geval van ontbinding van de KLM niet gerechtigd tot het liquidatieoverschot. De KLM kan ook preferente aandelen B uitgeven. Op dit type aandelen heeft de Staat een optie die hij om luchtpolitieke redenen kan uitoefenen. Als de Staat van dit optierecht gebruik maakt, zal 51% van de stemmen op de aandeelhoudersvergadering in Nederlandse handen zijn. Dit is van belang om te bereiken dat de KLM haar positie als Nederlands designated carrier behoudt. Ook de preferente aandelen B geven geen aanspraak op eventueel liquidatieoverschot. Aandelen B staan momenteel niet uit. Hetzelfde geldt voor nog weer een andere soort aandelen, de gewone aandelen C. Deze aandelen zijn overigens weer wel tot het liquidatiesaldo gerechtigd. Preferente aandelen B kunnen onder bepaalde voorwaarden worden geconverteerd in gewone aandelen C; aandelen C op hun beurt in gewone aandelen. Alle hierboven genoemde soorten aandelen hebben een nominale waarde van f 5. (zie hierover mijn eerdere beschouwing Een zwaanzinnige intrekking in TVVS 1997, p. 46-47).

2. KLM zal op korte termijn haar statuten wijzigen. Bij deze statutenwijziging wordt nog weer een nieuw type aandelen gecreëerd: cumulatief preferente aandelen C. Deze aandelen zijn niet gerechtigd tot het eventuele liquidatieoverschot. Bij deze statutenwijziging worden de gewone door de Staat gehouden aandelen omgezet in cumulatief preferente aandelen C. In verband met deze conversie krijgt de Staat een uitkering. Deze uitkering per aandeel is gelijk aan de gemiddelde beurskoers op een aantal afgesproken dagen. Van deze uitkering worden een korting van 1,25% en de nominale waarde van een cumulatief preferent aandeel C (f 5) afgetrokken. De uitkering vindt plaats ten laste van de vrije reserves. Zij moet worden beschouwd als tegenprestatie voor de omstandigheid dat de Staat na de conversie aandelen houdt waaraan minder rechten zijn verbonden dan aan de gewone aandelen die hij oorspronkelijk hield. De Staat hield namelijk aanvankelijk aandelen die bij ontbinding recht geven op een eventueel liquidatieoverschot. Cumulatief preferente aandelen geven geen aanspraak op dit overschot. De Staat heeft zich verbonden de door hem te verkrijgen cumulatief preferente aandelen C over te dragen aan de Stichting Administratiekantoor Luchtvaartbelangen Nederland. Hij zal vervolgens de aldus verkregen certificaten verkopen voor f 5 per certificaat aan een institutionele belegger. Inmiddels heeft de Rabobank zich verplicht de certificaten van de Staat over te nemen.

Een bijzonderheid is nog dat de cumulatief preferente aandelen C slechts volgestort uitgegeven mogen worden. Dit geldt niet voor de aandelen A en B. De cumulatief preferente aandelen C zijn dus wat men wel noemt financieringspreferente aandelen. Deze aandelen zijn slechts beperkt overdraagbaar (alleen aan natuurlijke personen; verder geldt de 1%-regel). Na uitvoering van de hierboven beschreven transacties houdt de Staat nog slechts aandelen A en prioriteitsaandelen in de KLM. KLM voert ook nog een transactie met het hierboven ge-

noemde Pensioenfonds uit. Zij koopt alle door dit fonds gehouden participatiebewijzen in. De hiervoor door de KLM betaalde koopprijs zal ten laste van de vrije reserves worden gebracht. De participatiebewijzen gaan na de levering daarvan aan de KLM door vermenging teniet. In de statuten van KLM zal de grondslag voor het uitgeven van participatiebewijzen worden geschrapt. Deze zullen dus tot het verleden gaan behoren.

3. Het Financieele Dagblad schreef op 8 juli jl. dat de hierboven aangegeven transacties neerkomen op een spel zonder nielen. Is dat nu zo? Er staan straks minder gewone aandelen KLM uit. Dat is voor de houders van gewone aandelen KLM aantrekkelijk. Hiervoor wordt echter een prijs betaald. De Staat ontvangt ten laste van de vrije reserves een uitkering in de orde van grootte van f 800 mln. Aan het Pensioenfonds van de vliegers wordt nog eens f 400 mln. betaald. Dat zijn forse bedragen. Er zullen straks meer cumulatief preferente aandelen uitstaan. Nu alles zo goed gaat en iedereen optimistisch is, lijkt dit geen probleem. Hoe kijkt men daar tegenaan, als de winsten van KLM weer eens gaan teruglopen en misschien zelfs wel in verliezen omslaan? Zijn dan de gewone aandeelhouders nog wel zo gelukkig met de nieuw gecreëerde cumulatief preferente aandelen?

4. Ik stel nog twee knelpunten van juridische aard aan de orde:

a. *Het gelijkheidsbeginsel.* Neem eens aan dat er een gewone aandeelhouder is die aan de KLM te kennen geeft dat hij op dezelfde voorwaarden als de Staat zijn gewone aandelen wil omzetten in cumulatief preferente aandelen C. Dient de KLM een dergelijk verzoek te honoreren? We stuiten hier op art. 2 : 92, lid 2 BW: de vennootschap dient aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op dezelfde wijze te behandelen. Voor mij is de reikwijdte van het gelijkheidsbeginsel een van de lastigste vragen van vennootschapsrecht. Ik meen dat de Staat zich in een andere positie bevindt dan een 'gewone' gewone aandeelhouder, alhoewel beide gewone aandelen houden. Wat betreft de Staat doen zich twee bijzondere omstandigheden voor: Hij houdt aandelen A. Dit doet een 'gewone' gewone aandeelhouder niet. Hij kan om luchtvaartpolitieke redenen (dus min of meer in het algemeen belang) een optie op aandelen B uitoefenen. Het lijkt mij op grond hiervan verdedigbaar dat de Staat anders (lees: gunstiger) behandeld mag worden dan een 'gewone' gewone aandeelhouder.

b. *Verhouding tussen financiële inbreng en zeggenschap.* In het corporate governance rapport (zie nr. 5.1.) wordt bepleit dat er evenredigheid dient te zijn tussen financiële inbreng en zeggenschap. Bij KLM lijkt aan deze voorwaarde niet te zijn voldaan. Een gewone aandeelhouder dient voor het verwerven van een aandeel op de beurs meer te betalen (momenteel ongeveer f 85) dan in het bijzonder de Staat voor een preferent aandeel (nominale waarde van f 5). Een gewone aandeelhouder dient voor een stem op de aandeelhoudersvergadering een veel hoger bedrag te betalen dan de Staat. Ik meen dat dit niet werkelijk een probleem is. Aan een gewoon aandeel zijn zwaardere financiële rechten verbonden (te weten het recht op een eventueel liquidatieoverschot). Er mag dan voor zo'n aandeel toch ook wel meer betaald worden dan voor een preferent aandeel.

L. Timmerman

Toepassing Mededingingswet

De publicaties van de NMa¹ in de maanden juni en juli hadden wederom hoofdzakelijk betrekking op meldingen van voorgenomen concentraties en beslissingen dat hiervoor geen vergunning was vereist. Aan de meeste daarvan zal ik hierna geen aandacht besteden.

1. In de Staatscourant en op Internet (www.nma-org.nl).