

De overheid als aandeelhouder

De Algemene Rekenkamer onderzocht het beleid en het beheer van de staatsdeelnemingen.² Het rapport is aan de Tweede Kamer aangeboden. Het normenkader en de aanbevelingen in dit rapport kunnen ook voor provincies en gemeenten met deelnemingen van belang zijn.

Overheden – Rijk, provincies en gemeenten – hebben deelnemingen in kapitaalvennootschappen: BV's en NV's. Zij participeren met deelnemingen in het risicodragend vermogen van een kapitaalvennootschap. Hoewel het beleid van het Rijk is gericht op afstoting, omdat beleggen nu eenmaal geen publieke taak is, blijkt dat er telkens weer aanleiding is tot het aangaan van een nieuwe deelneming in een bedrijf. De vraag is wat de aanleiding is en hoe de overheid het vermogensbeheer van deze deelnemingen vorm geeft.

Met een staatsdeelneming wordt het belang van het Rijk in het aandelenkapitaal van een kapitaalvennootschap (BV of NV) aangeduid. Het Rijk had, ultimo 2004, 42 staatsdeelnemingen, waarvan achttien 100%-deelnemingen en 12 meerderheidsbelangen (meer dan 50% van het aandelenkapitaal). De overige deelnemingen betreffen minderheidsbelangen in het aandelenkapitaal.

Voorbeelden van staatsdeelnemingen van de rijksoverheid zijn:

- De Nederlandsche Bank (DNB), een 100% deelneming.
- Energie Beheer Nederland BV, 100% deelneming.
- Het Nederlands Omroepbedrijf (NOB Holding NV), 100% deelneming.
- NV Luchthaven Schiphol een 75,8% deelneming.
- Kenniswijk Regio Eindhoven BV, een 21% deelneming. Deze BV heeft 27 verschillende aandeelhouders.³ Het is een zogenaamde publiek-private samenwerking, die opereert met nationale en internationale bedrijven en instellingen, de publieke sector, overheidsinstanties en consumenten- en bewonersorganisaties.

De waarde van de staatsdeelnemingen bedraagt, volgens de *Staatsbalans 2004*, €34 miljard. De waarde van de beursgenoteerde deelnemingen daarin is €5,2 miljard. Van de in de *Staatsbalans* op-

genomen ondernemingen is slechts een beperkt aantal ondernemingen beursgenoteerd. Beursgenoteerde aandelen zijn gewaardeerd tegen de beurskoers ultimo 2004. Dit betreft Koninklijke KPN, TNT PostGroep N.V. en PinkRoccade (inmiddels verkocht). De overige deelnemingen zijn gewaardeerd tegen de intrinsieke waarde. De intrinsieke waarde wordt berekend aan de hand van de gepubliceerde jaarrekeningen van de desbetreffende onderneming.

Discussie

Volgens een inventarisatie van het *Financieele Dagblad* (FD) heeft het Rijk sinds eind jaren tachtig €17,7 miljard hebben verdiend aan de verkoop van staatsdeelnemingen.⁴

Op dit bedrag valt wel wat af te dingen. Zo geeft het genoemde bedrag van €17,7 miljard euro dat het Rijk volgens het FD zou hebben verdiend met deze verkopen, een onvolledig beeld. Er zijn meer factoren van belang bij het bepalen van wat het Rijk heeft verdiend met een staatsdeelneming, na de verkoop ervan. Dat zijn bijvoorbeeld de koerswinsten of verliezen en het saldo van subsidies, stortingen en ontvangsten.

Verder meldde het FD dat vier door het FD geraadpleegde deskundigen geen lijn in de verkopen van staatsdeelnemingen door het Rijk kunnen ontdekken. Soms mag een geprivatiseerd staatsbedrijf zoals KPN zijn netwerk houden. Een bedrijf als NS moest zijn (rail)net afstaan, terwijl een beursgang van de agenda is verdwenen. Een grote lijn bij verkopen is niet te ontdekken, zegt Sweder van Wijnbergen, voormalig secretaris-generaal van Economische Zaken in het FD.

Het Ministerie van Financiën merkte in het FD op dat voor privatiseringen al jaren sprake van een helder en consistent beleid.⁵ De kern is dat de overheid zich sterk maakt voor het borgen

MR. DRS. J. VAN WIERINGEN

Werkzaam bij de Algemene Rekenkamer¹



**75,8% deelneming
in NV Luchthaven
Schiphol**

in wet- en regelgeving van publieke belangen, en als dat is gerealiseerd, kan privatisering plaatsvinden. Vakdepartementen zijn verantwoordelijk voor de borging van deze publieke belangen. Indien het publieke kader van voldoende kwaliteit is, kan de deelneming worden verkocht. Dat is privatisering. Dit beleid werkt in de praktijk goed. Privatisering is het sluitstuk van een proces en gebaseerd op maatwerk.

Doelen

Voor het deelnemingenbeleid zijn door de minister van Financiën de volgende doelen geformuleerd:

- Zoveel mogelijk afstoten van deelnemingen.
- Periodiek evalueren van deelnemingen met het oog op afstoting.
- Overdracht van het beheer van deelnemingen aan het Ministerie van Financiën.
- Streven naar waardemaximalisatie van deelnemingen.
- Verbeteren van de corporate governance van deelnemingen.

Afstoten regel, aanhouden uitzondering

In Tweede Kamerstukken zijn door de jaren heen verschillende overwegingen genoemd voor het aangaan of juist niet aangaan van een deelneming.

De minister van Financiën stelt in zijn nota *Deelnemingenbeleid* dat nieuwe deelnemingen alleen worden aan-

gegaan als hiermee een expliciet vastgelegd publiek belang gediend wordt en uitvoering van de activiteiten in een privaatrechtelijke context gewenst is. Het verwerven van inkomsten alleen is onvoldoende reden. Uitgangspunt is dat iedere deelneming in beginsel tijdelijk is en dat bij het aangaan van een deelneming al de nodige maatregelen getroffen moeten worden om bij de uiteindelijke afstoting een optimaal resultaat te realiseren.

Voorts wordt afgezien van een deelneming indien het belang daarvan niet opweegt tegen het belang van derden om tegen een zodanige concurrentie te worden beschermd.⁶

De minister van Financiën is van mening dat wel moet worden aangesloten bij het doel van een kapitaalvennootschap, namelijk het verwerven van inkomsten.⁷ Voor de rijksoverheid geldt dat het beleggen in aandelen (het speculeren met belastinggeld) met bijbehorende risico's niet als een geëigende taak wordt beschouwd. Indien de publieke belangen goed geborgd zijn, komt afstoting dus aan de orde.

Afstoting van een deelneming is pas mogelijk als de publieke en zakelijke belangen goed gescheiden kunnen worden, zoals het geval is bij KPN. Ondanks het restrictieve beleid voor nieuwe deelnemingen blijkt er ruimte voor het aangaan van nieuwe deelnemingen, zoals in het Havenbedrijf Rotterdam en de projecten Meerstad en Zuidas.

Uit het Jaarverslag 2004 over het beheer van de staatsdeelnemingen, blijkt dat het Rijk in 2004 drie deelne-

mingen volledig heeft afgestoten en voor € 1,5 miljard aan aandelen in beursgenoteerde bedrijven heeft verkocht.

Beheer

Het is de bedoeling dat het beheer van staatsdeelnemingen zoveel mogelijk aan het Ministerie van Financiën wordt overgedragen. Dit Ministerie heeft er namelijk een gespecialiseerde afdeling voor. Er is daardoor voldoende aandacht voor het verbeteren van de corporate governance en voor het uitoefenen van de aandeelhoudersrechten bij algemene ledenvergaderingen van staatsdeelnemingen. Een mogelijke belemmering voor overdracht van het beheer aan Financiën kan zijn dat het publieke karakter van de staatsdeelneming de boventoon voert. Dan wordt het een zogenoemde 'beleidsdeelneming'. Het verschil tussen een gewone staatsdeelneming en een beleidsdeelneming is echter niet altijd duidelijk. Als het aandeelhouderschap bij een beleidsdeelneming, zodanig verweven is met de publieke taak dat overdracht van het beheer (aandeelhouderschap) aan het Ministerie van Financiën niet mogelijk is, zou dit uit de evaluaties moeten blijken.

Alleen wanneer er overtuigende argumenten zijn om het beheer niet over te dragen, kan dat bij een ander vakdepartement blijven. Voorbeelden hiervan zijn een op stapel staande verkoop of de keuze voor een andere rechtsvorm, zoals het agentschap.

Waardemaximalisatie bij deelnemingen

Een doelstelling van het deelnemingenbeleid is ook waardemaximalisatie van het aandeel. Aspecten van waardemaximalisatie zijn ontvangen dividenden, koerswinst of -verlies, als de onderneming een beursnotering heeft, de ondernemingswaarde en het saldo van subsidies, stortingen en ontvangsten.

Het Ministerie van Financiën verwacht van deelnemingen een marktconform rendement. Dit rendement verschilt per staatsdeelneming, maar dient op logische wijze samen te hangen met het risicoprofiel van de deelneming. Dit impliceert volgens de minister van Financiën een *absoluut* rendement op staatsobligaties plus een risicopremie van een procent of drie. Gelet op de diversiteit van de deelnemingen dient per geval te worden bevestigd wat het gewenste en mogelijke rendement is.

Bij het vermogensbeheer van deelnemingen in 2003 was nog weinig aandacht voor waardemaximalisatie. Het Jaarverslag 2003 van de minister van Financiën over het beheer van staatsdeelnemingen geeft wel het dividend en de pay-outratio aan, maar uit het oogpunt van vermogensbeheer zou ook inzicht in het rendement per deelneming voor de staat over meerdere jaren moeten blijken, conform het winstkarakter van deelneming in een kapitaalvennootschap.

Volgens de minister is het boekhoudkundig rendement van de deelnemingen eenvoudig te bepalen. Veel lastiger is het om (bij niet-beursgenoteerde bedrijven) het rendement in de zin van verandering van marktwaarde van de onderneming te bepalen. De boekhoudkundige winst hoeft namelijk niet overeen te stemmen met de verandering in marktwaarde van de onderneming. Ook boekhoudkundige winstratio's kennen deze beperking. Indien bijvoorbeeld door verliezen uit het verleden het boekhoudkundige eigen vermogen fors is gedaald, kan bij een matige gang van zaken de nettowinst als percentage van eigen vermogen toch fors zijn.

Omdat de minister van Financiën streeft naar winstmaximalisatie heeft de Algemene Rekenkamer de minister aanbevolen meer inzicht te geven in de behaalde rendementen. De minister heeft toegezegd te onderzoeken of zijn jaaroverzicht meer inzicht kan geven.

In het *Jaarverslag 2004 Beheer Staatsdeelnemingen* gaat de minister

dieper in op dit onderwerp. Als algemene rendementseis is een rendement van 3% boven het rendement van staatsobligaties geformuleerd. Dit rendement betekent nominaal, na belastingen en betreft een minimum. Het vaststellen van de rendementseis in individuele gevallen blijft volgens de minister maatwerk.

Corporate governance

Onderdeel van het deelnemingenbeleid is het verbeteren van corporate governance. De corporate governance code – code Tabaksblat – geldt voor beursgenoteerde ondernemingen en niet-beursgenoteerde staatsdeelnemingen.⁸ Via het instrument van het aandeelhouderschap kan de aandeelhouder de implementatie van de corporate governance code bevorderen. Deze code bevat best practices die betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders en de samenstelling en werkwijze van de raad van commissarissen.

De code Tabaksblat beveelt de aandeelhouder aan zich actiever op te stellen.

Het deelnemingenbeleid gaat uit van een consequente benadering van organisaties die als kapitaalvennootschap zijn vormgegeven.

Het Ministerie van Financiën zal de besturen van de staatsdeelnemingen

vragen in het jaarverslag te vermelden wat het bestuur heeft gedaan aan het verbeteren van de corporate governance van de onderneming. Dit kan een belangrijk onderdeel zijn in het beheer van de staatsdeelnemingen en handvatten bieden voor bijvoorbeeld het optreden door de staat als aandeelhouder op de aandeelhoudersvergaderingen.

Het *Jaarverslag 2004 Beheer Staatsdeelnemingen* bevat een overzicht van de bezoldigingen van de individuele bestuurders en commissarissen.

Noten

- 1 Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.
- 2 Het betrof het onderzoek: Garanties, Leningen en deelnemingen van het Rijk, Tweede Kamer, 2004-2005, 30086, publicatiedatum 20 april 2005, te vinden op www.rekenkamer.nl
- 3 Zie *Jaarverslag beheer deelnemingen 2004*, Ministerie van Financiën, te vinden op www.minfin.nl
- 4 Het *Financieele Dagblad* 23 juli 2005, 'Privatiseren blijkt lucratief' door Gert van der Have en Roy in het Veld.
- 5 Reactie van het Ministerie van Financiën in het *FD*, gepubliceerd op 8 augustus 2005: 'Privatiseren is maatwerk, helemaal geen worsteling', door André Betting en Carola Van Lamoen, met op 22 augustus een korte reactie van de auteur in het *FD* op 22 augustus 2005: 'Staat en vrije markt'.
- 6 Tweede Kamer, vergaderjaar 2002-2003, 28165, nr 2.
- 7 Tweede Kamer, vergaderjaar 2002-2003, 28 165, nr 3.
- 8 *Staatscourant* 27, december 2004, nr. 250 en Tweede Kamer, vergaderjaar 2003-2004, 28 165, nr. 15.

Voor het Rijk geldt dat het beleggen in aandelen (het speculeren met belastinggeld) met bijbehorende risico's niet als een geëigende taak wordt beschouwd. Indien de publieke belangen van de uit te voeren activiteiten goed zijn geborgd, komt afstoting van een staatsdeelneming dus aan de orde.

Volgens de minister van Financiën geldt als afwegingskader voor het aangaan van deelnemingen dat een publiek belang vereist en een private context wenselijk is.

Maar ondanks dat het beleid gericht is op afstoten van deelnemingen en het aangaan van nieuwe deelnemingen aan beperkingen onderhevig is, neemt het aantal staatsdeelnemingen niet af. Kennelijk zijn er nog voldoende situaties waarin de kapitaalvennootschap bruikbaar is om een publiek doel te dienen. Vooral als sprake is van vormen van publiek-private samenwerking en een groot aantal deelnemers kan het aandeelhouderschap handig zijn.

Als gekozen wordt voor een deelneming moet voldoende aandacht worden besteed aan goed en deskundig beheer. Het aandeelhouderschap moet worden ingevuld conform de code Tabaksblat. De jarenlange beheerslast van het aandeelhouderschap moet als doelmatigheidsaspect worden meegewogen bij het aangaan of nog niet afstoten van een deelneming.