

Financiën, ABN AMRO en KPN samen door één deur

Koninklijke PTT Nederland NV gaat in juni naar de beurs. Het is de bedoeling van de regering om in de eerste helft van 1994 20-30% van de gewone aandelen in KPN te herplaatsen. Het gaat hierbij om de eerste tranche. KPN zal worden genoteerd aan de Amsterdamse Effectenbeurs. Kort voor de grootste beursgang in de Nederlandse geschiedenis had Bank- en Effectenbedrijf een gesprek met de directeur Financieringen, drs. J. Lintjer, die vanuit het ministerie van Financiën de beursgang heeft voorbereid.

Tot 1 januari 1989 was PTT een staatsbedrijf. Op die datum werd PTT verzelfstandigd en ging verder door het leven als Koninklijke PTT Nederland NV, oftewel KPN. Tot op heden is de Staat der Nederlanden enig aandeelhouder. Op termijn wenst de Staat echter een minderheidspakket in KPN van ongeveer eenderde te behouden. De Staat zal de aandelen gefaseerd herplaatsen. Dit gebeurt in twee of drie tranches via de beurs. Gestreefd wordt naar een zo breed mogelijk aandelenbezit. Voorafgaande aan de beursnotering wordt een aandelensplitsing doorgevoerd van tien nieuw op één oud om de verhandelbaarheid van de aandelen te vergroten. Via uitgifte van personeelsconvertibles en een voorkeursrecht bij toewijzing van de aandelen, worden ook KPN-werknemers ruimschoots in de gelegenheid gesteld om aandelen KPN te verwerven.

'Merchantbank'

'De directie Financieringen verzorgt merchantbank-achtige activiteiten voor de Rijksoverheid', aldus Lintjer. 'De Directie van zestien man houdt zich bezig met de privaatrechtelijke relaties tussen Staat en buitenwereld. Wij proberen knelpunten op de kapitaalmarkt te verhelpen. Dit doen we ondermeer via garantieverlening op financieringen die de Nationale Investeringsbank - waarin we meerderheidsaandeelhouder zijn - verzorgt. Daarnaast zijn wij verantwoordelijk voor ondermeer financiële vraagstukken met betrekking tot energie en adviseren wij over financiering van infrastructuur, winstaandeelheffing en bereiden wij het beleid inzake de ongeveer vijftig staatsdeelnemingen voor'.

De heer Lintjer vertelt dat KPN, na de NMB Postbank en DSM (twee tranches), de vierde grote openbare herplaatsing voor de Directie wordt. 'Je zou kunnen zeggen dat het dan een stuk gemakkelijker gaat, je hebt immers op voorhand een idee hoe je het wil doen, bijvoorbeeld welke adviseurs je nodig hebt en hoe je het syndicaat zou willen samenstellen. Maar ik wil benadrukken dat het hier vanwege het openbare nutskarakter van KPN om

een geheel andere privatiseringsoperatie gaat. Ook de omvang van de herplaatsing is natuurlijk veel groter'.

Vorbereiding

Het ministerie van Verkeer en Waterstaat, het ministerie van Financiën en KPN hebben gedurende anderhalf jaar de beursgang voorbereid. Daarvoor is een gezamenlijke werkgroep in het leven geroepen, de Joint Working Group. Naast de Staat maken ook KPN en de Global Coordinator ABN AMRO deel uit van de werkgroep. Daarbij bepaalt de Staat als aandeelhouder wanneer en op welk moment hij de aandelen wil verkopen. Het is KPN die notering ter beurse moet aanvragen. Lintjer: 'Er moet dus een goede samenwerking zijn met de onderneming en daar is gedurende deze anderhalf jaar ook sprake van geweest.'

Lintjer beseft dat de syndicaatsleider ABN AMRO te maken heeft met twee partijen. Dit maakte de voorbereiding van de beursgang gecompliceerd. 'Maar je ziet bij aandelenemissies een toenemend belang van de verkopende partij, ook als het een onderneming is die gaat emitteren. Die zit meer dan in het verleden het geval was, ook aan het stuur.'

'Er waren geen goede argumenten om de onderneming te splitsen'

De holding KPN bereidt zich voor op de beursgang. Ligt het niet voor de hand dat de werkmaatschappijen PTT Telecom en PTT Post afzonderlijk naar de beurs te brengen, omdat we hier toch te maken hebben met twee ongelijksoortige bedrijven? Telecom, in feite de concurrent van Post, bevindt zich immers in een dynamische markt, terwijl Post opereert in een krimpende markt?

Er is, zo merkt Lintjer op, in het begin zowel door de overheid als door KPN over nagedacht om niet de holding KPN, maar haar twee belangrijkste werkmaatschappijen naar de beurs te brengen. 'Maar', zo constateert hij, 'er waren geen goede argumenten om de onderneming te splitsen. De onderneming is historisch zo gegroeid. Bij een zware operatie als privatisering is het beter om er gezamenlijk de schouders onder te zetten. Ook naar de toekomst gericht zijn er bovendien synergie-effecten; Post ondersteunt Telecom en omgekeerd. Bovendien, als je een onderneming zou splitsen – als de ondernemingsleiding dat al zou willen – dan roept dat misschien negatieve reacties bij het personeel en het management op. Dat is niet iets waar je op zit te wachten.'

Roadshow

Kort voor de beursgang verzorgen Global Coordinator ABN AMRO en KPN diverse roadshows in binnen- en buitenland. Het prospectus zal dan inmiddels, verwacht wordt in de tweede helft van mei, in het Engels en Nederlands zijn uitgebracht.

Het ligt voor de hand dat er in ieder geval roadshows in de steden Amsterdam, New York, Londen en waarschijnlijk Boston zullen worden gehouden.

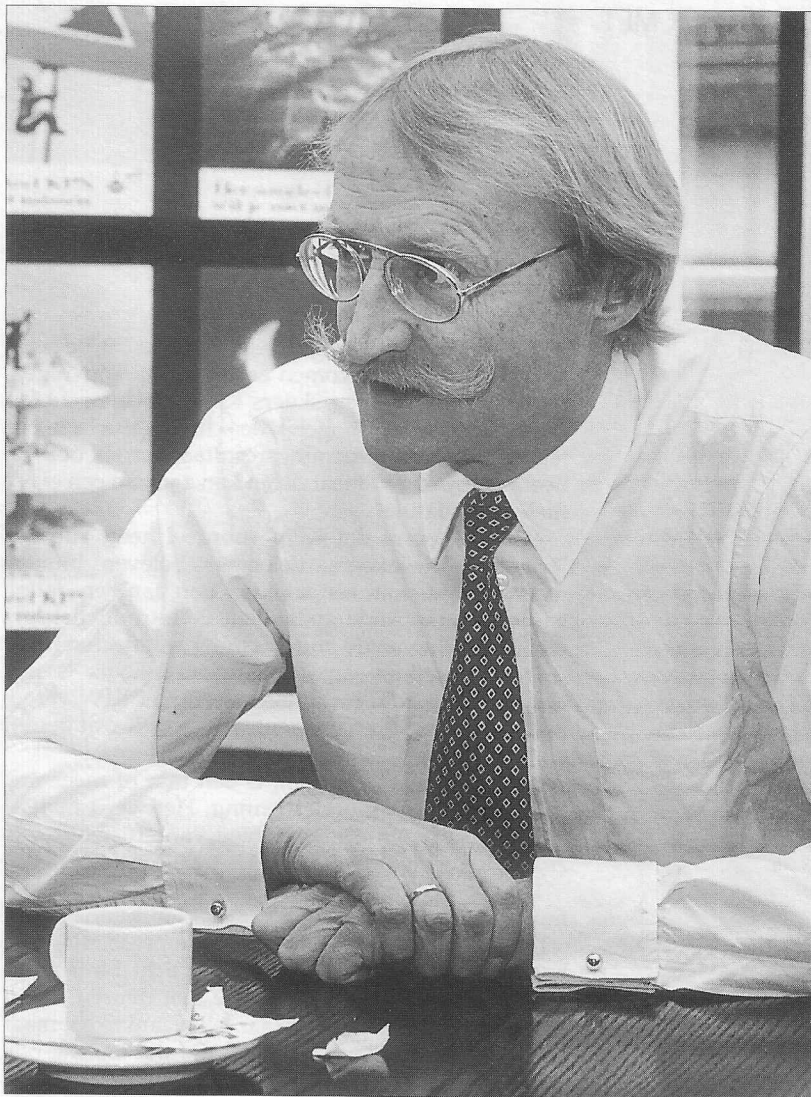
Lintjer: 'De keuze van de steden wordt mede bepaald door de ontwikkeling van de vraag naar de aandelen van KPN. We kunnen het ons niet permitteren dat de beursgang KPN geen succes wordt. Dit succes kunnen wij niet afdwingen maar het ontstaat in de markt. Dit werkt dan door in de keuze van de plaatsen waar de roadshow zal worden gehouden. Wij gaan dus naar die plaatsen in de wereld waar volgens de banken en de regionale leadmanagers potentiële vraag naar aandelen KPN is'.

Bij een aanzienlijke vraag naar de aandelen zal Lintjer niet schromen de Minister in overweging te geven om meer dan het voorgenomen aanbod te herplaatsen. Overigens zal herplaatsing van een tweede tranche aandelen niet op korte termijn plaatsvinden. 'Je spreekt met KPN af om beide voor één jaar uit de markt te blijven. Pas over een aantal jaren, ik denk aan 1996 of 1997, volgt een tweede tranche aandelen', vertelt Lintjer.

After-market

Omdat er een tweede en wellicht derde tranche komt, is een goede after-market voor de overheid en voor KPN van groot belang.

'Maximalisatie van de opbrengst is niet ons streven', stelt Lintjer. 'Wij mikken op optimalisatie van de opbrengst. Daaronder versta ik maximalisatie binnen de randvoorwaarden van een goede after-market. Wij dienen er dus voor te zorgen dat er voldoende vraag is in de after-market. Wij willen laten zien dat de eerste tranche een succes is, met het oog op de tweede en wellicht een derde tranche. We hebben er geen behoefte aan om de aandelen te herplaatsen tegen de maximaal bereikbare uitgiftekoers en ons vervolgens om de after-market niet meer te bekommeren.'



FOTO'S STUDIO KRIMP

Voor overtrokken verwachtingen, gezien de groot-scheepse reclamecampagne van KPN, is Lintjer niet bang. 'Die reclamecampagne vind ik gerechtvaardigd. De naamsbekendheid van KPN was een half jaar geleden slechts 5%. Die is thans veel groter, namelijk 60% en daarmee is de campagne een groot succes gebleken. Bovendien laat de reclamecampagne de kracht van KPN en zijn management zien.

'Maximalisatie van de opbrengst is niet ons streven'

Daarnaast wordt aan het publiek duidelijk gemaakt dat niet alleen Telecom maar ook Post een hightech organisatie is. Het is niet voor niks dat ik telefoontjes krijg van mijn collega van de Britse Treasury over wat wij precies doen met de privatisering van KPN. Hij ziet onze KPN en met name het postdeel als grote concurrent van de British Postoffice. Dit omdat KPN zo ver is met de automatisering. Het commercieel actieve PTT Post zien zij als een bedreiging. Ik wijs er op dat de helft van de activiteiten van Post bestaan uit niet-concessie-activiteiten. Dat betekent in wezen dat men daarmee op de markt opereert. Welnu, de reclamecampagne ondersteunt ook PTT Post als een positieve factor voor KPN.'

Curriculum vitae
De heer John Lintjer, geboren op 2 juni 1943 te 's-Hertogenbosch, studeerde aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. In 1970 studeerde hij af in de Staatkundig-Economische richting. Hij startte zijn loopbaan bij het ministerie van Financiën op de afdeling Internationale Monetaire Zaken. In de periode 1973-1975 werkte hij vervolgens bij respectievelijk de Wereldbank en het Internationaal Monetair Fonds. In 1975 kwam hij terug op Financiën als Hoofd van het Bureau Ontwikkelingsbanken en Europees Ontwikkelingsfonds, waarna hij in 1978 voor een periode van vier jaar als Financieel Attaché werd uitgezonden naar de Nederlandse Ambassade in Parijs. Terug op Financiën kreeg hij de functie van Internationaal Schuldonderhandelaar. Vanaf 1988 is Lintjer Directeur Financieringen. Daarnaast bekleedt hij diverse commissariaten.

Prijzetting

KPN heeft geen belang bij een te hoge introductiekoers, want anders komen er, bij een hieropvolgende daling van de beurskoers KPN, klachten uit het publiek. Zij zullen mogelijk de schuld geven aan een tegenvallend ondernemingsresultaat, terwijl ook het heersende beursklimaat debet kan zijn aan een eventuele koersdaling.

Lintjer beaamt dat KPN voordeel heeft van een lage introductiekoers. Beleggers beleven immers meer vreugde aan een stijging, dan aan een daling van de koers. 'Anderzijds dient de introductiekoers wel de kracht van de onderneming te reflecteren.'

De vaststelling van de introductiekoers is niet eenvoudig, omdat Nederland geen met KPN vergelijkbare ondernemingen kent. Wel wordt wat betreft de prijzetting gekeken naar British Telecom.

Lintjer: 'British Telecom, is een min of meer met KPN vergelijkbare onderneming. Het werd in 1984 geprivatiseerd en op het gebied van efficiëntie zijn ze ook al redelijk ver.'

De verkopende aandeelhouder, de ondernemingsleiding en de syndicaatsleider kunnen verschillende inzichten hebben over de prijzetting. De belangen zijn dan ook zeer groot, licht Lintjer toe. 'Het is mogelijk dat er af en toe met deuren wordt geslagen en dat mensen elkaar lelijk aankijken, maar tegelijkertijd drinken we, als de tijd dat toelaat, ook een borrel met zijn allen. Want wij moeten samen door één deur. Het is onze taak de drie invalshoeken te combineren en te coördineren, omdat er uiteindelijk maar één resultaat op korte termijn bereikt moet worden en dat is een succesvolle herplaatsing.'

'Er zit een element van geluk of pech in de geplande datum van de beursgang'

Lintjer kiest om die reden voor zekerheid. 'Wij hebben voor ABN AMRO als syndicaatsleider gekozen. Bij de grootste beursgang in de Nederlandse geschiedenis wensen wij te beschikken over de meest ervaren bank als syndicaatsleider. Natuurlijk keken we ook naar buitenlandse banken, maar zij hebben als groot nadeel dat zij de Nederlandse situatie minder goed kennen. Het moest dus een Nederlandse bank zijn en ABN AMRO heeft op dit terrein aantoonbaar meer ervaring dan andere Nederlandse banken.'

Laatste fase

De voorbereiding is, nu de maand juni bekend is gemaakt als de maand waarin KPN naar de beurs gaat, in de laatste fase beland.

De Minister heeft, vertelt Lintjer, in het parlement een indicatie gegeven wanneer KPN naar de beurs gaat en hoeveel aandelen via een eerste tranche zouden kunnen worden herplaatst. Het betreft hier geen

zakelijke inschatting. Flexibiliteit is namelijk van het grootste belang, zowel ten aanzien van het tijdstip waarop je de aandelen wenst te verkopen als ten aanzien van de hoeveelheid aandelen die je verkoopt. Lintjer: 'Op een gegeven moment dien je je echter wel vast te leggen en dat moment is nu, anderhalf maand voor de beursgang, aangebroken. De beursgang in juni ligt vast. Wij richten ons daarbij op de eerste helft van juni, extreme omstandigheden daargelaten, zoals een beurskrach. We zijn dus vanaf nu afhankelijk van de ontwikkeling van het beursklimaat. De opbrengst kan dus mee- of tegenvallen. Er zit met andere woorden een element van geluk of pech in de geplande datum van de beursgang.'

Brede spreiding

Parlementsleden verzochten de regering tijdens de behandeling van het Wetsontwerp Beursgang KPN toe te zien op een brede spreiding van de aandelen over de Nederlandse bevolking.

KPN en ook de regering zijn eveneens voorstander van een brede spreiding van de aandelen onder het publiek.

Lintjer licht toe: 'KPN is een onderneming met een ander karakter dan DSM of NMB Postbank. PTT is onderdeel van Nederland: het is Tulpen, Klompen,... KPN. Wij hebben PTT gezamenlijk opgebouwd, dus is het helemaal niet zo gek dat je als overheid zegt dat één van de doelen is om de aandelen zo veel mogelijk te spreiden over de Nederlandse bevolking. In het kader daarvan krijgen particuliere beleggers een korting van circa 5% op de uitgifteprijs.'

De stelling dat een voordeel van de brede spreiding is dat tariefstijgingen in het telefoonverkeer voor de komende jaren optisch kunnen worden gecompenseerd door hoge dividenduitkeringen, wordt door Lintjer niet onderschreven. 'Het is juist dat je voor de komende jaren niet kan ontkomen aan tariefstijgingen in het binnenlandse telefoonverkeer. Overigens is PTT Telecom op dit moment één van de goedkoopsten in Europa.'

Die tariefstijgingen leiden tot hogere winsten, dus tot hogere dividenduitkeringen en daarmee, zo zou je kunnen zeggen, tot tevreden klanten. Kortom: kondig in januari een tariefstijging aan, keer drie maanden later een hoog dividend uit en de KPN-klanten i.c. aandeelhouders zijn de tariefstijging van januari al weer vergeten.

Zo zou Lintjer het niet willen zien: 'Je maakt dan een sommetje dat niet juist is. Ik maak een duidelijk onderscheid tussen de belangen van de klanten enerzijds en de belangen van de aandeelhouders anderzijds. Het belang van de klant is een universele dienstverlening tegen uniforme tarieven en met een hoge kwaliteit. Het belang van de aandeelhouder is dat hij aandeelhouder is in een gezonde onderneming met uitzicht op een goed dividend.'

De overheid zal vooraf geen vast deel van de aandelen voor de binnenlandse markt en een ander deel voor de buitenlandse markt reserveren. Lintjer: 'Wel kijken wij naar de mogelijkheid om een belangrijk

deel van de aandelen in Nederland te plaatsen. Zeker omdat KPN een nutsbedrijf is, is dat van belang. Hiervoor bestaan ook marktoverwegingen. De internationale belegger kijkt immers naar de ontwikkelingen van de vraag naar het aandeel KPN in de thuismarkt. Is er in Nederland nauwelijks vraag naar het aandeel, dan zal ook de belangstelling uit het buitenland geringer zijn.

'Wij zoeken lange-termijnbeleggers'

Het geïnteresseerde Amerikaanse beleggerspubliek dient overigens voorlopig de aandelen in Amsterdam te kopen, met uitzondering van de zogenoemde gekwalificeerde instituten die de aandelen in ADR-vorm in de VS kunnen verkrijgen.

De aandelen worden namelijk niet genoteerd in New York. De reden dat de aandelen niet aan de New York Stock Exchange worden genoteerd, is dat de KPN-administratie nog onvoldoende is aangepast aan de noteringseisen die deze beurs stelt. Lintjer benadrukt dat dit een zaak van KPN is. Hij heeft wel met instemming kennis genomen van het feit dat KPN op termijn – vóór de herplaatsing van de aandelen van de tweede tranche – notering in New York wenst. 'Dit is een haalbare kaart.'

Lintjer hoopt dat vooral (buitenlandse) lange-termijnbeleggers belangstelling tonen voor het KPN-aandeel: 'Wij zoeken lange-termijnbeleggers', aldus Lintjer.

Werknemersparticipatie

Personeelsleden van KPN krijgen een voorkeursrecht bij de toewijzing van de aandelen en kunnen personeelsconvertibles aanschaffen. Teneinde te voorkomen dat banken in dat geval bij de toewijzing er rekening mee dienen te houden of de inschrijver op aandelen KPN wel of geen werknemer van de onderneming is, kunnen de werknemers voor de convertibles alleen bij één bankinstelling, te weten de Postbank, inschrijven. Dit in verband met de daar eveneens lopende bedrijfsspaarregeling.

Speciaal voor het KPN-personeel worden convertibles uitgegeven. De conversiekoers van deze personeelsconvertibles zal gelijk zijn aan de introductiekoers van het aandeel KPN. De looptijd van de convertibles bedraagt vier jaar. Gedurende die looptijd mag de houder converteren. De personeelsconvertibles zijn echter niet verhandelbaar.

Ieder personeelslid mag tussen de f 1.000,- tot f 10.000,- besteden voor de aanschaf van dergelijke personeelsconvertibles. Daartoe kan hij zijn saldo van de bedrijfsspaarrekening of van de winstdelingsrekening aanwenden. Een fulltimer krijgt daarnaast f 500,- op zijn spaarloonrekening bijgeschreven, waarvoor hij de personeelsconvertibles kan kopen.

Deze vorm van werknemersparticipatie kost KPN f 37 mln (f 500,- x 74.000 fulltimers). In aanvulling



hierop kan de werknemer via de normale kanalen inschrijven op de aandelen, inclusief de korting van circa 5%.

Met de stelling dat niet KPN, maar haar eigenaar – de Staat – die f 500,- op de spaarloonrekening had moeten bijschrijven, is Lintjer het niet eens. 'Werknemersparticipatie, is primair een zaak van de onderneming. KPN wenst graag dat de werknemers participeren in het aandelenkapitaal. Ik vind dat een goede zaak. Maar het ligt niet voor de hand dat de overheid als aandeelhouder voor alle kosten opdraait. Wel hebben wij er naar gekeken of het KPN-personeel de gelegenheid wordt geboden om in te schrijven. Ook als er straks een grote vraag is naar aandelen KPN, moet het KPN-personeel toch de gelegenheid hebben om in te schrijven. De voorwaarden waaronder de personeelsconvertibles worden uitgegeven, worden door KPN opgesteld. Daar bemoeien wij ons niet mee. Of de convertibles verkocht kunnen worden bij bijvoorbeeld een eventueel overlijden van de houder, is mij niet bekend.'

'Die aandelen zetten wij dus apart'

Lintjer stelt verder vast: 'De bijdrage van de overheid aan deze vorm van werknemersparticipatie is hierin gelegen dat wij er voor zullen zorgen dat het KPN-personeel het recht krijgt om op een aantal aandelen in te schrijven tegen de introductiekoers. Die aandelen zetten wij dus als het ware apart.'



*'Er is maar één echte
beschermingsmaatregel'*

Het is de bedoeling dat de Staat op termijn minderheidsaandeelhouder wordt en éénderde van de aandelen houdt voor een periode van tenminste tien jaar. De Staat wenst, anders dan bij NMB Postbank of DSM, een minderheidspakket van éénderde te behouden, omdat het hier een nutsbedrijf betreft. Daarom is de rol van de overheid als aandeelhouder hier ook anders gestructureerd.

'Uiteraard' is de overheid publiekrechtelijk ook toezichthouder op de concessie-activiteiten van KPN, maar wenst ten behoeve van een gezonde solide onderneming, die de concessie kan uitvoe-

ren, een bijzonder aandeel. Hierdoor verzekert de Staat zich van het behoud van een aantal specifieke statutaire rechten die thans vóór de beursgang aan de algemene vergadering van aandeelhouders, dat wil zeggen aan de Staat als 100% aandeelhouder, toekomen. Zo behoudt de Staat bijvoorbeeld een goedkeuringsrecht voor aandelenemissies en voor belangrijke statutenwijzigingen en bovendien een benoemingsrecht voor drie commissarissen', aldus Lintjer.

Beschermingsconstructies

De VEB, de Vereniging voor Effectenbezitters, heeft in dit kader kritiek geuit op de positie die de gewone aandeelhouder van KPN krijgt toebedeeld bij de beursintroductie. De overheid zal gezien de overmaat aan beschermingsconstructies een grote vinger in de pap houden, zo constateert de VEB in haar orgaan 'Effect'. Niet alleen binnenlandse, maar ook buitenlandse beleggers zullen daarom zeker niet gelukkig zijn met de situatie dat de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders in belangrijke mate eenzijdig door de overheid kan worden bepaald.

Lintjer: 'Voor mij is dit geen reden om de VEB van repliek te dienen. Maar er komen wel gelegenheden om nog eens duidelijk te maken dat er geen problemen bestaan met de anticumulatiebepaling van Bijlage X van het fondsenreglement van de Amsterdamse Effectenbeurs. De reden is de volgende. Er is maar één echte beschermingsmaatregel en dat zijn de prefs die door KPN kunnen worden uitgegeven in het geval van een vijandige overname. Daarnaast heeft de Staat uit hoofde van het algemeen belang de mogelijkheid prefs uit te geven en beschikt de Staat over een bijzonder aandeel. Het bijzonder aandeel (een prioriteitsrecht) heeft ten doel om de belangen van de Staat als concessieverlener te beschermen. En zelfs als je priors en prefs samen telt, dan nog voldoe je aan de beurseisen. Je beschikt dan over twee beschermingsconstructies en dat is volgens Bijlage X toegestaan.

Overigens verwacht ik ook geen nadelige effecten voor de koersontwikkeling van het aandeel KPN. De internationale beleggers weten hoe met een nutsbedrijf wordt omgegaan. Zij hebben er immers belang bij dat het nutsbedrijf goed verankerd is in de maatschappij en dat er in de toekomst geen problemen ontstaan.' ♦

20 april 1994

drs. J.J.M. Schipper

dr. R.J. Schotsman