

Handreiking aankoop aandelen

Op basis van gevalstudie mogelijke aankoop Nuon aandelen
door provincie Noord-Holland

Provincie Noord-Holland

Inhoudsopgave

Voorwoord	3
Beslisboom en aandachtspunten	4
Uitwerking aandachtspunten	8
I. Rechtmatigheid.....	8
II. Doeltreffendheid	10
III. Doelmatigheid.....	12
IV. Risico's	15
V. Eindafweging.....	19
Lijst gesprekspartners	20
Colofon	21

Sinds een aantal jaren overweegt de provincie Noord-Holland om haar belang in Nuon (9,6%) te vergroten door aandelen te kopen van andere overheden. In 2006 heeft de provincie de mogelijkheid onderzocht van de aankoop van 12,6% van de aandelen Nuon van de provincie Friesland. Deze aankoop is niet doorgegaan. Op dit moment onderzoekt het nieuwe college van Gedeputeerde Staten (GS) in bredere zin de aankoop van Nuon aandelen van andere overheden. Provinciale Staten (PS), hebben najaar 2007 € 300.000 beschikbaar gesteld voor externe advisering over de aankoop van aandelen Nuon.

De kosten van een uitbreiding van het belang in Nuon zijn aanzienlijk (circa € 117 miljoen per 1% van de aandelen) in relatie tot bijvoorbeeld de inkomsten van de provincie Noord-Holland uit het provinciefonds (€ 117 miljoen in 2006) en de motorrijtuigenbelasting (€ 125 miljoen in 2006).

Het vergroten van het belang in een vennootschap (bijvoorbeeld de aandelen Nuon) wordt door GS voorbereid, en vastgesteld door PS, na goedkeuring van de Minister.

De provincie zal bij (de voorbereiding van) het besluit complexe afwegingen op verschillende gebieden moeten maken, zoals:

- I. Onder welke voorwaarden mag de provincie deze aandelen kopen (rechtmatigheid)?
- II. Bereikt de provincie met deze aankoop haar doel (doeltreffendheid)?
- III. Wordt dit doel bereikt met de inzet van zo weinig mogelijk middelen (doelmatigheid)?
- IV. Welke financiële risico's loopt de provincie bij de aankoop?

Om de provincie te ondersteunen bij het nemen van een dergelijk besluit heeft de Rekenkamer een handreiking opgesteld voor bovengenoemde afwegingen. Met een beslisboom worden de belangrijkste afwegingen inzichtelijk gemaakt. Vervolgens worden per afweging een aantal aandachtspunten besproken. De Rekenkamer doet geen aanbeveling over de politieke keuze om het belang in Nuon wel of niet uit te breiden.

Deze handreiking vloeit voort uit het onderzoek *Verbonden partijen verkend*, waarvan het rapport in december 2007 wordt gepubliceerd. Deze handreiking is geen regulier onderzoek met conclusies en aanbevelingen en is dan ook niet voorgelegd voor wederhoor. De Rekenkamer hoopt met deze handreiking bij te dragen aan de afwegingen die de provincie (PS en GS) maakt bij het al dan niet aanschaffen van aandelen.

Op maandag 26 november heeft de Rekenkamer het GS-memorandum inzake aandelenbezit Nuon van de statengriffie ontvangen. Dit memorandum heeft niet tot aanpassingen in de handreiking geleid.

Het onderzoek is uitgevoerd door drs. Heleen Verlinde (projectleider), mr. Iris Brugman, en drs. Arjan Wiggers (directielid).

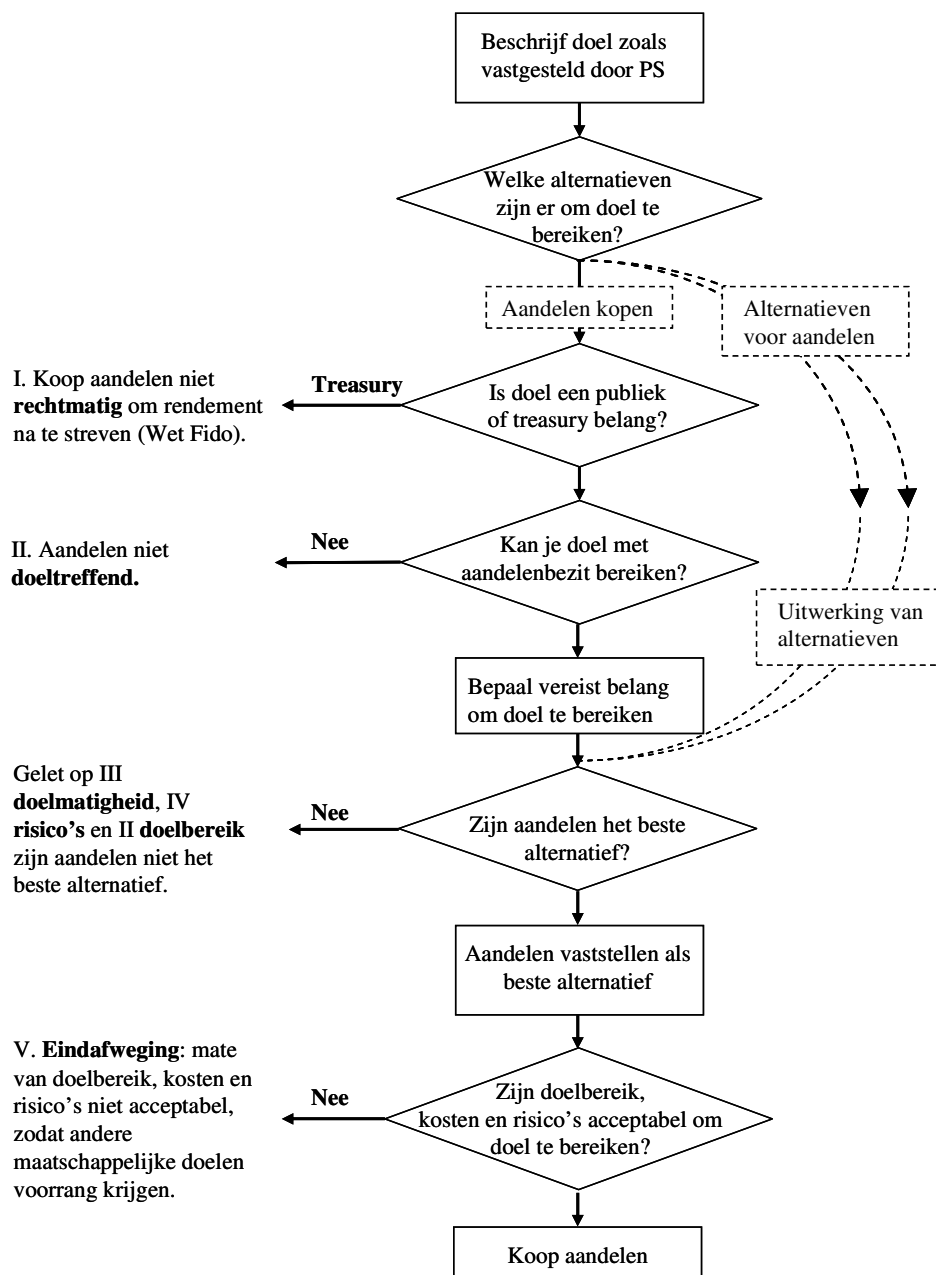
Prof. dr. Bart Noordam
Bestuurder Randstedelijke Rekenkamer

Beslisboom en aandachtspunten

Deze samenvatting beschrijft kort de beslisboom die kan leiden tot het politieke besluit om aandelen in een vennootschap te kopen. Vervolgens worden de aandachtspunten bij die keuzes rond rechtmatigheid, doeltreffendheid, doelmatigheid, risico's en de uiteindelijk eindafweging uitgewerkt.

Beslisboom

Het aanschaffen van aandelen is een middel om een doel te bereiken dat door Provinciale Staten (PS) is vastgesteld. Onderstaande beslisboom geeft een kader voor de afwegingen, die een rol kunnen spelen om van de politieke vaststelling van een maatschappelijk doel te komen tot de keuze om aandelen te kopen.



Toelichting bij beslisboom

De aanschaf van aandelen is geen doel op zich van een provinciale overheid, het is een middel om een doel te bereiken. De vraag of het zinvol is om aandelen te kopen, kan dus niet het beginpunt van de afwegingen zijn. Het afwegingskader (beslisboom) zal beginnen met de vaststelling van het te bereiken doel. Dit doel moet door PS worden vastgesteld. PS zullen GS vragen dit doel uit te werken, zodat aan het eind PS de eindafweging kunnen maken of zij de benodigde inzet (van middelen) gerechtvaardigd vinden om het doel te bereiken.

Als het doel is vastgesteld, kunnen GS een aantal alternatieven inventariseren waarmee mogelijk dat doel is te bereiken. Van elk alternatief zal moeten worden ingeschat: of het (I) een rechtmatige uitwerking is (voldoet het aan de wet en regelgeving); (II) hoe doeltreffend het is (bereiken we met dit alternatief het beoogde doel?); (III) hoe doelmatig het is (wat zijn de kosten om het doel op deze wijze te realiseren?) en (IV) welke risico's de provincie loopt bij het volgen van die alternatieven. Uiteindelijk maken PS een eindafweging (V) over het uitgekozen alternatief.

In deze beslisboom wordt er van uit gegaan, dat de koop van aandelen een van de alternatieven is om het beoogde doel te bereiken. Dit alternatief wordt uitgewerkt, voor andere alternatieven zijn vergelijkbare beslisbomen op te maken over rechtmatigheid, doeltreffendheid, doelmatigheid en risico's.

I Rechtmatigheid

Bij het uitwerken van het alternatief 'koop aandelen' is de eerste vraag: mag dat? In paragraaf I bespreken we een aantal aspecten van de rechtmatigheid van de koop van aandelen. Als het doel is om de middelen van de provincie zo rendabel mogelijk te beheren (en het optimaliseren van de Treasury is een heel legitiem doel), dan is de aanschaf van aandelen niet toegestaan volgens de wet Financiering decentrale overheden (Fido).

II Doeltreffendheid

De volgende vraag is of het doel wel met aandelen kan worden bereikt. Aandeelhouders hebben wel zeggenschap over een vennootschap, maar kunnen niet alles beslissen. Zo heeft de vennootschap aan de wet en regelgeving te voldoen en is het aan de Raad van Bestuur van de vennootschap om praktische realisatie van de doelen van de vennootschap te verwezenlijken. In paragraaf II worden andere aspecten van de doeltreffendheid besproken.

III Doelmatigheid

Bij de toetsing van de doelmatigheid van de aankoop van aandelen speelt de vraag hoeveel aandelen nodig zijn om het doel te bereiken. In paragraaf III wordt uiteengezet, dat het benodigde belang afhangt van het doel dat wordt nagestreefd. Voor sommige beslissingen is een gewone meerderheid voldoende (50+%), terwijl voor het omzetten van een vennootschap in een andere rechtsvorm 90% van de aandelen nodig is. Het afdwingen van een beslissing kan ook in samenspraak met andere aandeelhouders. Als deze aandeelhouders hetzelfde doel nastreven, vervalt de noodzaak om de aandelen over te nemen. De posities van de verschillende aandeelhouders kunnen van invloed zijn op de afweging van wie en hoeveel aandelen gekocht moeten worden.

IV Risico's

Nadat de omvang van het gewenste aandelenbezit is ingeschat, kunnen de kosten en de risico's die verbonden zijn aan deze aankoop worden bepaald (zie ook paragraaf IV).

De kosten, risico's en de mate waarin het doel bereikt wordt met de aankoop van aandelen kunnen vervolgens worden afgewogen tegen alternatieve manieren om het doel te bereiken. En daarmee kan het beste alternatief worden vastgesteld.

V Eindafweging

Tenslotte moeten PS een eindafweging maken of zij de mate van doelbereik, de kosten en het risico om het doel te bereiken acceptabel vinden of dat PS, gezien de kosten en risico, er de voorkeur aan geven een ander doel na te streven. Als PS kiezen voor dit doel en het verwerven van aandelen de beste manier is om dat doel te bereiken, dan kunnen PS aan GS opdragen de aandelen te kopen.

Aandachtspunten bij de afwegingen

Op basis van onderzoek komt de Rekenkamer met de volgende aandachtspunten en de daarbij behorende toelichting. Deze aandachtspunten worden in het rapport verder uitgewerkt.

Aandachtspunt	Toelichting
I Rechtmatigheid	
1. Aandelen kopen om beleidsdoel na te streven of als financieringsfunctie.	Bezit en kopen van aandelen Nuon door de provincie Noord-Holland is rechtmatig als daarmee een beleidsdoel wordt nagestreefd. Kopen van aandelen met het doel rendement te behalen in de verwachting dat het dividend hoog zal zijn of dat de waarde van de aandelen zal stijgen, kan als een financieel doel worden uitgelegd en is daarmee in strijd met de wet Fido. Daaronder valt ook het kopen van aandelen met geleend geld met het oogmerk inkomsten te genereren ("near-banking").
2. Goedkeuring voor substantiële uitbreiding van een belang in een deelneming.	De provincie moet het voornemen om deel te nemen in een vennootschap of deze deelneming substantieel uit te breiden, ter goedkeuring voorleggen aan de minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties.
3. Toetsing van financieringsconstructie.	Afhankelijk van de gekozen financieringsconstructie zal de provincie de aankoop moeten melden, dan wel ter goedkeuring moeten voorleggen, aan de minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. Ook het verlenen van pandrecht aan een bancaire instelling vereist ministeriële toestemming.
II Doeltreffendheid	
4. Potentieel doel: leveringszekerheid voor de consument.	De zekerheid, dat de inwoners van de provincie energie geleverd krijgen, is geborgd in de Elektriciteitswet 1998 en Gaswet en de op die wetten gebaseerde besluiten. De DTe houdt toezicht op naleving hiervan. Aandeelhouders mogen geen invloed uitoefenen op de leveringstaken.
5. Potentieel doel: beschermen consumentenprijs energie.	De consumentenprijzen voor energie zijn geliberaliseerd, waarbij DTe elk energietarief beoordeelt op redelijkheid. Indien de tarieven onredelijk hoog zijn, kan DTe ingrijpen. Er zijn drie bezwaren tegen aandeelhouders die de consumentenprijs willen verlagen ten koste van de winstgevendheid van de onderneming: 1. De aandeelhouders hebben de bevoegdheid niet om de tarieven vast te stellen. Die bevoegdheid ligt bij het bestuur. 2. Bij wet heeft het Rijk vastgelegd, hoe en in welke mate de prijs gereguleerd wordt. Lagere overheden mogen daarop niet inbreken middels een privaatrechtelijke rechtshandeling (zoals het besluit van een aandeelhoudersvergadering). 3. Het vaststellen van lagere prijzen dan het markttarief kan ongeoorloofde staatssteun betekenen.

6. Potentieel doel: de huidige inspanning duurzame energie van Nuon verhogen.	Aandeelhouders kunnen de Raad van Bestuur van een onderneming forceren om zich meer in te zetten voor de statutaire doelstelling, bijvoorbeeld om zich in te spannen voor duurzame energie (in het geval van Nuon).
7. Aankoop aandelen Nuon in het licht van huidig beleid deelneming in nutsbedrijven.	Aankoop van Nuon aandelen is niet opgenomen in de vastgestelde beleidslijn in de begroting voor 2007 en 2008 van de provincie Noord-Holland.
III Doelmatigheid	
8. Invloed op de aandeelhoudersvergadering.	Bij belangen oplopend van 1% tot 100% neemt de invloed van de betreffende aandeelhouder of groep aandeelhouders in 9 stappen toe.
9. Benoemen leden van de Raad van Commissarissen.	Individuele grootaandeelhouders hebben in de nieuwe statuten van Nuon geen recht van voordracht meer bij het benoemen van de leden van de Raad van Commissarissen (RvC). De vergadering van aandeelhouders benoemt de nieuwe leden op voordracht van de RvC.
10. Doelmatige aankoop van aandelen.	Voor het doen van een doelmatige aankoop is een belangrijke afweging van wie en hoeveel aandelen gekocht moeten worden om het doel te bereiken. Uitbreiding van het belang in Nuon van de provincie Noord-Holland leidt in de huidige situatie nauwelijks tot meer invloed op aandeelhoudersvergaderingen. Alleen als de provincie Gelderland (44,4%) haar aandelen verkoopt (en zeker als Gelderland haar aandelen aan Noord-Holland verkoopt) zal de inspraak van de provincie Noord-Holland in de aandeelhoudersvergadering toenemen.
IV Risico's	
11. Financiering jaarlijkse rentelasten uit dividendopbrengsten.	Een rekenvoorbeeld geeft het volgende beeld voor de financiering van de aankoop van de aandelen Nuon: voor de aankoop van 10% van de aandelen is een indicatieve hoofdsom nodig van € 1,17 miljard, waarvan de rentelasten (4,5%) € 53 miljoen op jaarbasis zijn. Over de periode 2001-2006 gaf een 10% aandeel Nuon gemiddeld € 17 miljoen en maximaal € 32,5 miljoen dividend per jaar. Dit is onvoldoende om de rentelasten mee te betalen.
12. Risicoadvies door IFLO (BZK)	De provincie Friesland heeft advies van de Inspectie Financiën Lokale en provinciale Overheden (IFLO) van het ministerie van BZK ingewonnen over de consequenties en risico's van het oprichten van een financiële constructie waarin de aandelen Nuon zijn ondergebracht (Falcon). Indien de provincie Noord-Holland een dergelijke constructie overweegt, kan zij ook aan IFLO advies vragen.
13. Kansen en risico's van de splitsing van energiebedrijven.	Na splitsing van het aandeel Nuon (uiterlijk 1 januari 2011) in een netwerk en een commercieel deel, kan de provincie besluiten dat het commerciële bedrijf geen maatschappelijk doel dient en dat zij haar aandelen wenst te verkopen. De verkoop van de aandelen in het commerciële bedrijf kan een boekwinst of verlies opleveren.
14. Eigendom aandelen in financiële constructie.	Als de provincie zich wil beschermen tegen mogelijke verliezen op de aankoop van de aandelen en daartoe bijvoorbeeld de aandelen onderbrengt in een B.V., dan zal de bank die de aankoopsom leent aan de B.V. de aandelen als onderpand wensen. Indien de B.V. haar verplichtingen aan de bank niet na kan komen, kan de bank de aandelen verkopen.
V Eindafweging	
15. Eindafweging en besluitvorming door PS.	PS wegen doelbereik, kosten en risico's van aandelenkoop af tegen het voorgenomen doel. PS beoordelen hierbij of de kosten en risico's acceptabel zijn om het voorgenomen doel te bereiken of dat de provincie een ander maatschappelijk doel preferereert.



Uitwerking aandachtspunten

Het rapport is gestart met een beslisboom om te beoordelen of met aandelen het doel bereikt wordt op een rechtmatige, doeltreffende en doelmatige wijze met aanvaardbare risico's. De beslisboom eindigt met een politieke eindafweging. Deze afwegingen worden in de paragrafen I t/m V verder uitgewerkt.

I. Rechtmatigheid

Rechtmatigheid betreft de voorwaarden waaronder de provincie de aandelen mag kopen, zoals vastgelegd in wet en regelgeving. In deze paragraaf worden een aantal rechtmatigheidsaspecten van de koop van aandelen besproken.

1. Aandelen kopen om beleidsdoel na te streven of als financieringsfunctie

In de Elektriciteitswet 1998 (E-wet) is aangegeven, dat de aandelen van netwerkbeheerders direct of indirect in overheidshanden dienen te zijn.¹ Een provincie kan deelnemingen aangaan om beleidsdoelen na te streven. Een deelneming, zoals Nuon, vormt dan een verbonden partij. Een verbonden partij is een privaatrechtelijke of publiekrechtelijke organisatie waarin de provincie een bestuurlijk en een financieel belang heeft.²

Volgens de wet Financiering decentrale overheden (Fido) geldt voor de aandelen in overheidshanden het volgende: *Openbare lichamen kunnen derivaten hanteren of, in afwijking van het eerste lid, middelen uitzetten anders dan ten behoeve van de publieke taak, indien deze uitzettingen of derivaten een prudent karakter hebben en niet zijn gericht op het genereren van inkomen door het lopen van overmatig risico. Terzake van de uitvoering van dit lid worden bij ministeriële regeling nadere regels gesteld.*³

In artikel 3 van deze ministeriële regeling wordt aangegeven dat: *Openbare lichamen als bedoeld in artikel 1, onderdeel a, van de wet, uitsluitend gelden uit in de vorm van:*

- a. producten waarbij de hoofdsom tenminste aan het einde van de looptijd intact is, uitgezet bij een instelling die voldoet aan artikel 2;*
- b. vastrentende waarden, uitgegeven door een instelling die voldoet aan artikel 2.*

Uit de ministeriële regeling kan geconcludeerd worden, dat de provincie niet bevoegd is om de Nuon aandelen te kopen om de financieringsfunctie te vervullen; bij dit financiële product is de hoofdsom immers niet gegarandeerd. Dat aandelen mogelijk een goed rendement (dividend) hebben of dat een waardeinstijging is te verwachten, speelt daarbij geen rol. Het in- en doorlenen van middelen met als doel inkomsten te genereren (“near-banking”), wordt ook niet tot de publieke taak van openbare lichamen gerekend.⁴ Bij toetsing aan de wet Fido moet aannemelijk

¹ Art. 93a E-wet 1998.

² BBV, artikel 1.

³ Art. 2 lid 2 Wet Fido

⁴ Wet Fido, memorie van toelichting, pag. 13.

gemaakt kunnen worden dat met de aankoop van de aandelen (bijvoorbeeld Nuon) een beleidsdoel gerealiseerd kan worden.

Bezit en kopen van aandelen Nuon door de provincie Noord-Holland is rechtmatig als daarmee een beleidsdoel wordt nagestreefd. Kopen van aandelen met het doel rendement te behalen in de verwachting dat het dividend hoog zal zijn of dat de waarde van de aandelen zal stijgen, kan als een financieel doel worden uitgelegd en is daarmee in strijd met de wet Fido. Daaronder valt ook het kopen van aandelen met geleend geld met het oogmerk inkomsten te genereren ("near-banking").

2. Goedkeuring voor substantiële uitbreiding van een belang in een deelneming

In de Provinciewet is opgenomen dat oprichting van en deelneming aan vennootschappen slechts is toegestaan "(...) indien dat in het bijzonder aangewezen moet worden geacht voor de behartiging van het daarmee te dienen openbaar belang." Voor de deelname aan een vennootschap is de goedkeuring van de minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (BZK) nodig. Deze goedkeuring kan slechts worden onthouden wegens strijd met het recht of het algemeen belang.⁵ BZK gaat hierbij onder meer na of een goede procedure is gevolgd (zijn de Provinciale Staten in de gelegenheid gesteld hun wensen en bedenkingen te uiten en hoe hebben GS daarop gereageerd), of strijdigheid bestaat met de staatssteun- en aanbestedingsregels en of het publieke belang goed gemotiveerd is. In het toetsingsproces worden standaard conceptstatuten opgevraagd. Tenslotte toetste BZK ook aan de wet Fido.

De provincie moet het voornemen om deel te nemen in een vennootschap of deze deelneming substantieel uit te breiden, ter goedkeuring voorleggen aan de minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties.

3. Toetsing van financieringsconstructie

Het verwerven van een aanzienlijk belang in bijvoorbeeld Nuon vereist relatief veel middelen (ter indicatie: een 10% belang in Nuon kost ongeveer € 1,17 miljard, zie paragraaf 11). De financiering van deze middelen kan op verschillende manieren plaatsvinden. De provincie kan deze lasten direct dragen en de aankoop via de programmabegroting bekrachtigen. Deze begroting zal aan de minister van BZK moeten worden toegezonden.⁶ Als de begroting niet in meerjarig evenwicht is kan de minister besluiten de provincie onder preventief toezicht te stellen.⁷ Ook kan de provincie overwegen de aankoop van aandelen onder te brengen in een financieringsconstructie, waarbij valt te denken aan de Falcon constructie waarin de provincie Friesland haar aandelenbelang heeft ondergebracht.⁸ Indien de financieringsconstructie plaatsvindt in de vorm van de oprichting van of deelname aan een vennootschap is goedkeuring van BZK vereist.⁹

Een bijzondere situatie doet zich voor als de aandelen als onderpand dienen voor bijvoorbeeld een bancaire lening. Hiermee worden de aandelen immers aangeboden als onderpand aan een partij die geen overheid is. De minister van Economische Zaken wil een dergelijk onderpand niet verbieden. Bij executie van het pandrecht door

⁵ Art. 158 lid 3 Provinciewet.

⁶ Art. 195, lid 2 en 196, Provinciewet

⁷ Art. 207, Provinciewet. Indien het gaat om een begrotingswijziging gedurende het jaar leidt dit niet tot preventief toezicht door de minister van BZK, maar kan een schorsing of vernietiging door de Kroon wegens strijd met het recht plaatsvinden.

⁸ Het concept besluit ten aanzien van rechten op aandelen in een netbeheerder zegt dat een financieringsconstructie er niet toe mag leiden dat het publiek aandeelhouderschap wordt verzwakt doordat derde partijen (niet overheid) rechten verkrijgen. Bron: Kamerstukken II 2007/2007, 30212, nr. 53, Nota van Toelichting bij concept besluit, pag. 5.

⁹ Art. 158 lid 3 Provinciewet.

de bank (bijvoorbeeld bij verzuim van de betalingsplicht (betalingsachterstand), zal de bank de aandelen moeten (laten) verkopen aan een overheid.¹⁰ Tenzij anders geregeld, heeft de debiteur (de provincie) geen invloed op de keuze van de koper van de aandelen en zal de pandrechthouder (de bank) kiezen voor de hoogste bieder binnen de overheden. Deze nieuwe koper heeft weer toestemming nodig van de minister van BZK (zie paragraaf 2).

Afhankelijk van de gekozen financieringsconstructie zal de provincie de aankoop moeten melden, dan wel ter goedkeuring moeten voorleggen, aan de minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. Ook het verlenen van pandrecht aan een bancaire instelling vereist ministeriële toestemming.

II. Doeltreffendheid

Onder doeltreffendheid verstaan wij de effectiviteit van de aankoop van de aandelen, oftewel worden de voorafgestelde doelen door de aankoop van de aandelen bereikt? De doeltreffendheid hangt uiteraard samen met het gekozen doel. Ter illustratie zijn een aantal mogelijke doelen doorgelicht die de provincie zou kunnen hebben met de aankoop van aandelen Nuon.

4. Potentieel doel: leveringszekerheid voor de consument

De bescherming van de consument op het gebied van leveringszekerheid is geregeld in de Elektriciteitswet 1998 (E-wet) en Gaswet. Voor de levering van elektriciteit en gas aan kleinverbruikers is een vergunning verplicht. De eisen voor een dergelijke vergunning zijn vastgelegd in een algemene maatregel van bestuur (amvb).¹¹ Een houder van een vergunning (leverancier) heeft de plicht om op een betrouwbare wijze en tegen redelijke tarieven en voorwaarden zorg te dragen voor de levering van elektriciteit en gas aan iedere kleinverbruiker die daarom verzoekt.¹² Ook met betrekking tot de leveringszekerheid bestaat een amvb, namelijk: het Besluit leveringszekerheid Elektriciteitswet 1998 en het Besluit leveringszekerheid Gaswet. Vanwege het publiek belang is het wenselijk om op het vergunningstelsel extra maatregelen in te bouwen, aldus de Nota van toelichting op de besluiten. De besluiten bieden extra zekerheid voor kleinverbruikers, bijvoorbeeld in het geval een leverancier failliet gaat. Op dat moment wordt de kleinverbruiker ondergebracht bij een andere vergunninghouder.

Daarnaast zijn in de E-wet en Gaswet de taken en verplichtingen van de netbeheerders omschreven¹³. Zo moet de netbeheerder voorzieningen treffen in geval van faillissement van een leverancier van elektriciteit en gas aan kleinverbruikers. Ook moeten de door de netbeheerder beheerde netten worden onderhouden. De Dienst uitvoering en Toezicht Energie (DTe) houdt toezicht op de naleving van de wetten. Opvallend is dat in de wet is opgenomen, dat aandeelhouders zich van iedere bemoeiing met de uitvoering van diverse taken, die op grond van de E-wet en Gaswet aan de netbeheerder zijn opgedragen, onthouden.¹⁴

De zekerheid dat de inwoners van de provincie energie geleverd krijgen is geborgd in de Elektriciteitswet 1998 en Gaswet en de op die wetten gebaseerde besluiten. De DTe houdt toezicht op naleving hiervan. Aandeelhouders mogen geen invloed uitoefenen op de leveringstaken.

¹⁰ Kamerstukken II 2007/2007, 30212, nr. 53, Nota van Toelichting bij concept besluit, pag. 9.

¹¹ Besluit vergunning levering elektriciteit aan kleinverbruikers; besluit vergunning levering gas aan kleinverbruikers

¹² Art. 95b lid 1 E-wet, Art. 44 lid 1 Gaswet

¹³ Art. 16 lid 1 sub m E-wet, Art. 10 lid 3 sub c Gaswet

¹⁴ Art. 16 lid 4 E-wet, Art. 3 lid 2 sub d Gaswet

5. Potentieel doel: beschermen consumentenprijs energie

Het tariefsysteem bestaat uit het tarief van de netbeheerders aan de leveranciers en het tarief van de leveranciers aan de verbruikers. De netbeheerder stuurt de NMa jaarlijks een voorstel voor de tarieven die de netbeheerder ten hoogste zal berekenen voor de uitvoering van de taken genoemd in de E-wet.¹⁵ De NMa stelt die tarieven, die per netbeheerder kunnen verschillen, jaarlijks vast.¹⁶ Uit de wet en uit de Tarievenbesluiten die de NMa neemt, is af te leiden dat het gaat om een maximum tarief.

De tarieven aan kleinverbruikers voor de levering van elektriciteit en gas zijn sinds 1 juli 2004 geliberaliseerd, waarbij DTe de tarieven beoordeelt op redelijkheid. Hiervoor moet iedere vergunninghouder elk tarief vier weken voordat het in werking treedt aanleveren bij DTe. Indien een tarief onredelijk hoog is, kan DTe een maximum tariefbesluit nemen.¹⁷

De consumentenprijzen voor energie zijn geliberaliseerd, waarbij DTe elk energietarief beoordeelt op redelijkheid. Indien de tarieven onredelijk hoog zijn, kan DTe ingrijpen.

Stel dat de aandeelhouders de prijs voor de burger laag willen houden, bijvoorbeeld door een lager rendement te accepteren. De vraag is dan of ze dit kunnen en mogen.

Er zijn drie redenen die aandeelhouders beperken in het aan de onderneming opleggen van een relatief lage consumentenprijs. Ten eerste hoeft het bestuur van de onderneming niet te voldoen aan het verzoek van de aandeelhouders, omdat de aandeelhouders de statutaire bevoegdheid om een besluit te nemen over de tarieven niet hebben verkregen. Bovendien kan de winstgevendheid van de onderneming geschaad worden, indien de prijs kunstmatig laag wordt gehouden (vanuit vraag en aanbod gezien). Ten tweede heeft het Rijk bij wet vastgelegd, hoe en in welke mate de prijs gereguleerd wordt. Lagere overheden mogen daarop niet inbreken middels privaatrechtelijke rechtshandeling zoals het besluit van een aandeelhoudersvergadering.¹⁸ Tenslotte kunnen andere marktpartijen, zoals het volledig commerciële OXXIO dat ook energie levert aan consumenten, bezwaar maken tegen bedrijven die in het bezit zijn van overheden en tegen te lage prijzen energie aanbieden. In dat geval zou sprake kunnen zijn van ongeoorloofde staatssteun.

Er zijn drie bezwaren tegen aandeelhouders die de consumentenprijs willen verlagen ten koste van de winstgevendheid van de onderneming:

1. De aandeelhouders hebben de bevoegdheid niet om de tarieven vast te stellen. Die bevoegdheid ligt bij het bestuur.
2. Bij wet heeft het Rijk vastgelegd, hoe en in welke mate de prijs gereguleerd wordt. Lagere overheden mogen daarop niet inbreken middels een privaatrechtelijke rechtshandeling (zoals het besluit van een aandeelhoudersvergadering).
3. Het vaststellen van lagere prijzen dan het markt-tarief, kan ongeoorloofde staatssteun betekenen.

6. Potentieel doel: de huidige inspanning duurzame energie van Nuon verhogen

In de statuten van Nuon is een van de doelen het streven naar een leidende positie in duurzame energie.¹⁹ De Raad van Bestuur van Nuon moet het nastreven van dit doel afwegen tegen andere doelen gesteld in de statuten, zoals het voldoen in de behoefte van energie. Aandeelhouders kunnen, indien gewenst, op de

¹⁵ Art. 41b lid 1 E-wet

¹⁶ Art. 41c lid 1 E-wet

¹⁷ Art. 95b lid 3 E-wet

¹⁸ Zie ook art. 3:14 en 3:40 BW.

¹⁹ Art. 3, lid 4, 2de lemma van de statuten van de nv Nuon d.d 13 november 2006

aandeelhoudersvergadering kenbaar maken dat zij menen dat de Raad van Bestuur zich onvoldoende inzet voor duurzame energie en andere doelen te veel laat prevaleren. Om zo'n punt te agenderen op de AvA is 1% van de aandelen nodig. Om een besluit te forceren is een belang van meer dan 50 % vereist (zie ook paragraaf 8).

Aandeelhouders kunnen de Raad van Bestuur van een onderneming forceren om zich meer in te zetten voor de statutaire doelstelling, bijvoorbeeld om zich in te spannen voor duurzame energie (in het geval van Nuon).

7. Aankoop aandelen Nuon in het licht van het huidig beleid deelneming in nutsbedrijven

In de programmabegrotingen 2007 en 2008 heeft de provincie Noord-Holland een beleidslijn opgenomen voor de deelneming in nutsbedrijven.

In de programmabegroting 2008 (pag. 195) heeft de provincie Noord-Holland het volgende aangegeven:

“De deelnemingen in de (voormalige) nutsbedrijven (NUON, PWN, Afvalzorg) zijn vanuit historisch oogpunt ontstaan. Regelmatig wordt beoordeeld of aanhouding van de belangen nog een provinciaal belang dient. Ten aanzien van NUON hebben zowel wij als uw Staten uitgesproken tegen het kabinetsvoornemen tot afsplitsing en verkoop van de Nederlandse energiedistributie en productiesector te zijn en gekozen voor de lijn dat minimaal een controlerend belang in overheidshanden moet blijven”.

In de programmabegroting van 2007 (pag. 146/147) werd nog toegevoegd:

“Door de voortgaande liberalisering van de energiemarkt worden de motieven voor het aanhouden van deze deelnemingen minder doorslaggevend”.

Deze teksten hebben betrekking op het al dan niet aanhouden van de belangen in nutsbedrijven. Hierbij staat niet de wens opgenomen om het aandelenpakket uit te breiden.

Aankoop van Nuon aandelen is niet opgenomen in de vastgestelde beleidslijn in de begroting voor 2007 en 2008 van de provincie Noord-Holland

III. Doelmatigheid

Een prestatie is doelmatig wanneer deze niet met de inzet van minder middelen gerealiseerd kan worden of niet méér prestaties verwezenlijkt kunnen worden met dezelfde inzet van middelen. Hierbij willen we twee aandachtspunten bespreken. Ten eerste de bevoegdheden van aandeelhouders op de aandeelhoudersvergadering in relatie tot het procentuele belang in een deelneming. En ten tweede de verhouding tussen de procentuele belangen van de aandeelhouders bij een doelmatige aankoop.

8. Invloed op de aandeelhoudersvergadering

De invloed die een aandeelhouder op een aandeelhoudersvergadering heeft, hangt af van het belang dat de aandeelhouder, dan wel een coalitie van aandeelhouders, heeft. De Rekenkamer heeft in haar rapport Verbonden Partijen verkend²⁰ geïnventariseerd over welke beïnvloedingsmogelijkheden de aandeelhouder beschikt bij welk belang (zie tabel 1).

²⁰ Publicatie december 2007

Tabel 1: Bevoegdheden via stemrecht in AvA bij verschillende belangen²¹

Belang	Bevoegdheden
100%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Direct benoemen en ontslaan van de bestuurders van de vennootschap (art. 2:155a BW).
95%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Volledige controle in AvA. ▪ Uitkopen van de minderheidsaandeelhouders.
90%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Besluiten tot omzetting in een andere rechtsvorm, ook als de overige aandeelhouders tegen stemmen (art. 2:18 BW).
66⅔%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bij een belang onder de 66⅔% bestaat de mogelijkheid dat de overheid geconfronteerd wordt met een uitstotingsprocedure in het kader van de geschillenregeling (zie 33⅓%).
50+%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Met een meerderheidsbelang bestaat de mogelijkheid tot het forceren van een besluit. ▪ Bij een structuurvennootschap de bindende voordracht van RvC voor benoeming van commissarissen afwijzen, totdat de RvC een kandidaat voordraagt waarin de overheid zich kan vinden. ▪ Volledige RvC naar huis sturen wegens vertrouwensbreuk. ▪ Bij een gewone vennootschap via stemrecht behoud van controle over samenstelling bestuur en, indien aanwezig, RvC.
50%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alleen bij een sterk gespreid aandelenbezit van de medeaandeelhouders is het mogelijk om met 50% aandelenbezit de AvA te controleren, maar het is riskant daarop te vertrouwen.
33⅓%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mogelijkheid in BV en NV met een besloten karakter een uitstotingsprocedure te starten (art. 2:336 BW). ▪ Met tenminste eenderde van het geplaatste kapitaal, bij een structuurvennootschap, via AvA de bindende voordracht van RvC voor benoeming van commissarissen afwijzen en het vertrouwen in de RvC opzeggen. Voor het andere criterium, het behalen van de volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, is de overheid wel afhankelijk van het stemgedrag van de overige aandeelhouders.
10%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zelfstandig een enquêteverzoek indienen bij Ondernemingskamer. ▪ Na verzoek bij de voorzieningenrechter gemachtigd om een AvA bijeen te roepen en daarvoor de agenda te bepalen. ▪ Blokkeren van een omzettingsbesluit in een andere rechtsvorm.
1%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Onderwerpen op de agenda van de AvA plaatsen (art. 2:224a lid 1 BW).

In de statuten van Nuon staan ook nog andere bevoegdheden van de AvA opgenomen, bijvoorbeeld het goedkeuren van besluiten van RvB omtrent de identiteit van de vennootschap en statutenwijzigingen.²²

Het gewenste belang van de provincie Noord-Holland (9,6%, zie paragraaf 10) moet in het licht gezien worden van deze beïnvloedingsmogelijkheden. Uit tabel 1 blijkt dat de provincie Noord-Holland met 9,6% momenteel de bevoegdheid heeft om onderwerpen op de agenda van de AvA te plaatsen. Naast de bevoegdheden die samenhangen met het eigen belang, speelt ook de verdeling van de overige aandelen over de verschillende aandeelhouders een rol bij het gebruik van de bevoegdheden (zie paragraaf 10).

Bij belangen oplopend van 1% tot 100% neemt de invloed van de betreffende aandeelhouder of groep aandeelhouders in 9 stappen toe.

²¹ Kenniscentrum voor Orderingsvraagstukken, *Publieke belangen en aandeelhouderschap*, pag. 60-61; Ru, H.J. de, G. van Solinge en J.J.N. Bleeker, 2006, pag. 34-37.

²² Art. 18 lid 1 en art. 45 lid 1 en 2, Statuten Nuon

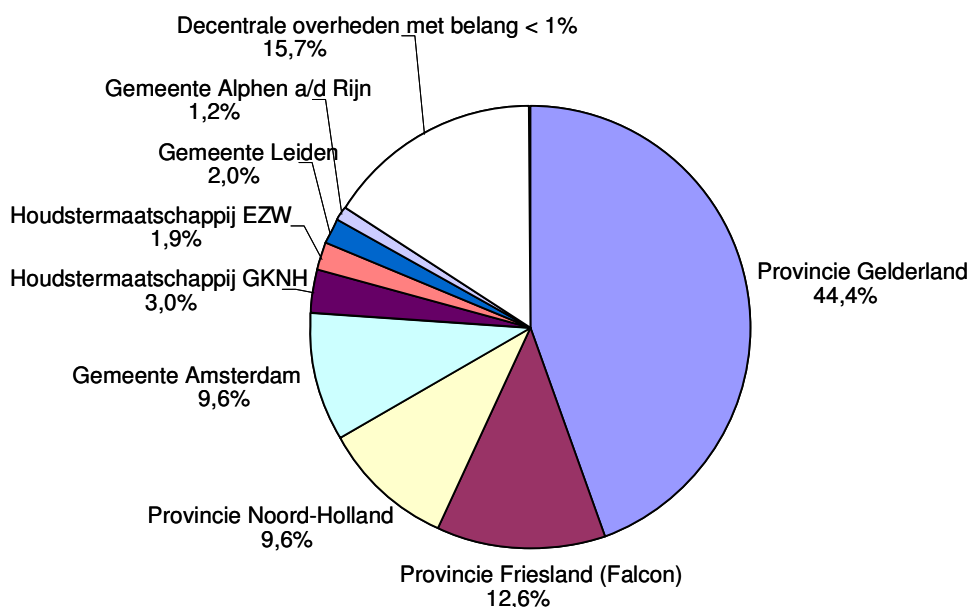
9. Benoemen van leden van de Raad van Commissarissen

Zoals in paragraaf 8 staat vermeld, hebben individuele (groot)aandeelhouders niet het recht een lid van de Raad van Commissarissen (RvC) te benoemen. Voorheen was het rechtstreeks benoemen van een lid van de RvC door (individuele) aandeelhouders in de statuten van Nuon vastgelegd. Ook de provincie Noord-Holland had de bevoegdheid tot het benoemen van een lid van de RvC. Nu worden de commissarissen benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders, op voordracht van de raad van commissarissen.

Individuele grootaandeelhouders hebben in de nieuwe statuten van Nuon geen recht van voordracht meer bij het benoemen van de leden van de Raad van Commissarissen (RvC). De vergadering van aandeelhouders benoemt de nieuwe leden op voordracht van de RvC.

10. Doelmatige aankoop van aandelen

Om vast te stellen welk belang de provincie wil verkrijgen om haar doel te bereiken, is niet alleen de omvang van het eigen belang relevant, maar ook dat van andere aandeelhouders. Het verwerven van een groter belang is alleen doelmatig als daarmee ook de stemverhouding op de aandeelhoudersvergadering wezenlijk verandert. De huidige verdeling van het belang over de verschillende aandeelhouders is weergegeven in figuur 1:



Figuur 1: Verdeling procentuele belangen over de aandeelhouders van Nuon²³

Zoals figuur 1 laat zien is de provincie Gelderland met 44,4% van de aandelen verreweg de grootste aandeelhouder en heeft daarmee een belangrijke stem in de AvA. Om een 50+% meerderheid te vormen heeft de provincie Gelderland slechts een van de middelgrote aandeelhouders of enkele van de kleine aandeelhouders nodig. Vanuit het perspectief van de provincie Noord-Holland zijn tijdens de aandeelhoudersvergadering twee situaties relevant die we hier bespreken:

1. **Gelderland en Noord-Holland hebben een gemeenschappelijk doel.** De provincie Noord-Holland beschikt op dit moment over 9,6% van de aandelen en de provincie Gelderland over 44,4% van de aandelen. Als

²³ Presentatie Nuon 'Visit Coal Technology and Climate Change Delegation', 11 juli 2006

Noord-Holland en Gelderland het onderling eens zijn, kunnen zij met een meerderheid van stemmen besluiten forceren. In dit geval is een uitbreiding van het belang van Noord-Holland niet zinvol.

2. **Gelderland en Noord-Holland hebben een verschillend doel.** Als de provincies Noord-Holland (9,6%) en Gelderland (44,4%) het onderling oneens zijn, zal Noord-Holland een deel van de overige aandeelhouders (samen 46%) moeten overtuigen om toch een besluit te kunnen forceren. In de huidige situatie heeft Noord-Holland dan vrijwel alle andere aandeelhouders nodig om met een meerderheid een besluit te kunnen forceren.

Omdat Gelderland bijna 50% van de aandelen in bezit heeft, heeft een substantiële uitbreiding van het belang van Noord-Holland maar een klein effect op de stemverhouding. Als bijvoorbeeld het belang van Noord-Holland 30% is en Gelderland nog steeds beschikt over 44,4%, dan vertegenwoordigen de andere aandeelhouders 25,6% van de aandelen. Om dan met andere aandeelhouders in meerderheid een besluit te kunnen forceren, heeft de provincie Noord-Holland nog steeds driekwart van de overige aandeelhouders nodig.

Alleen als de provincie Gelderland een deel van haar aandelen verkoopt en zeker als zij haar aandelen verkoopt aan de provincie Noord-Holland, zal de invloed van de provincie Noord-Holland op de aandelenvergadering substantieel toenemen. Stel bijvoorbeeld dat Noord-Holland 10% van de aandelen van Gelderland koopt, dan heeft Noord-Holland bijna 20% en Gelderland 34% van het Nuon belang. Beide partijen zullen nu verschillende aandeelhouders aan hun zijde moeten vinden om een meerderheid te behalen. Een dergelijke aankoop van aandelen van de provincie Gelderland verandert de verhoudingen in de aandeelhoudersvergadering wezenlijk en kan doelmatig zijn.

Voor het doen van een doelmatige aankoop is een belangrijke afweging van wie en hoeveel aandelen gekocht moeten worden om het doel te bereiken. Uitbreiding van het belang in Nuon van de provincie Noord-Holland leidt in de huidige situatie nauwelijks tot meer invloed op aandeelhoudersvergaderingen. Alleen als de provincie Gelderland (44,4%) haar aandelen verkoopt (en zeker als Gelderland haar aandelen aan Noord-Holland verkoopt) zal de inspraak van de provincie Noord-Holland in de aandeelhoudersvergadering toenemen.

IV. Risico's

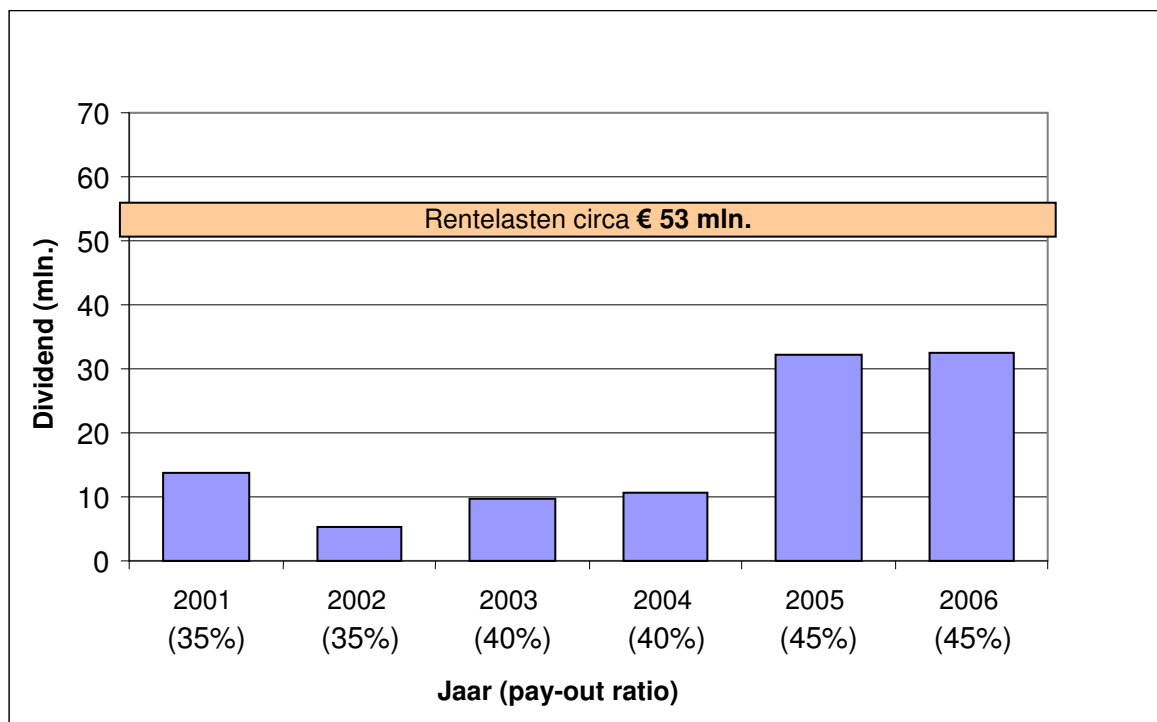
Onder risico's verstaan wij financiële risico's die de provincie loopt met de aankoop van de aandelen.

11. Financiering jaarlijkse rentelasten uit dividendopbrengsten

Aan de koop van aandelen zijn lasten en baten verbonden. Onder de lasten vallen de hoofdsom en de rentelasten om die hoofdsom te financieren. Onder de baten vallen de dividendinkomsten en de mogelijke waardevermeerdering van de aandelen. Baten kunnen soms worden gebruikt om de lasten te dekken. Zo kunnen dividendinkomsten direct worden benut om de rentelasten mee te betalen, terwijl het ten gelde maken van de waardevermeerdering van de aandelen veelal de verkoop van die aandelen vereist. In deze paragraaf bespreken we de mate waarin de rentelasten gedekt kunnen worden uit de dividendinkomsten. De rekenkamer heeft een rekenvoorbeeld opgesteld voor de koop van 10% van de aandelen (in paragraaf 10 is beschreven dat de koop

van 10% van de aandelen van de provincie Gelderland tot meer invloed op de aandeelhoudersvergadering kan leiden).

In de onderstaande figuur zijn de dividendinkomsten en de rentelasten weergegeven voor 10% van de aandelen.



Figuur 2: Rentelasten en dividend van 10% Nuon aandelen²⁴

NB. Het resultaat na belastingen is de basis voor de dividendberekening. Over de eerste drie kwartalen van 2007 is dit resultaat 14% lager dan over de eerste drie kwartalen van 2006. De pay-out ratio daarentegen, het percentage van de winst dat wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders, is voor 2007 vastgesteld op 50%.

De jaarlijkse rentelasten worden bepaald door de hoofdsom en de rente. Voor de hoofdsom is het nodig de waarde van de onderneming te schatten. Aandelen Nuon zijn niet vrij verhandelbaar en het is daarom niet goed vast te stellen wat de waarde van de onderneming is. In opdracht van het Ministerie van Economische Zaken zijn in 2005 twee schattingen verricht van de waarde van Nuon. Van Kempen&Co²⁵ komt op een waardering tussen de € 10,8 en de € 12,9 miljard (mediaan € 11,85) en Sequoia²⁶ komt met een indicatieve schatting van € 11,7 miljard (na splitsing). In het rekenvoorbeeld houden wij € 11,7 miljard aan als indicatie²⁷. Voor 10% van de aandelen komt dat neer op een waarde van € 1,17 miljard. De vaststelling van de rente hangt af van de keuze van de looptijd, de renteontwikkeling en de onderhandelingen met de bancaire instelling. Als rekenrente gebruiken wij 4,5%²⁸ per jaar. De rentelasten voor de aanschaf van 10% van de aandelen komen dan neer op circa € 53 miljoen per jaar.

²⁴ Bron: jaarverslagen Nuon.

²⁵ Zie <http://www.ez.nl/dsc?c=getobject&s=obj&objectid=143324&!dsname=EZInternet&isapidir=/gvisapi/>

²⁶ Zie <http://www.ez.nl/dsc?c=getobject&s=obj&objectid=143328&!dsname=EZInternet&isapidir=/gvisapi/>

²⁷ De marktwaarde van NUON is mogelijk toegenomen ten opzichte van 2005 door hogere winsten in 2005 en 2006.

²⁸ Gebaseerd op huidige rente voor vaste geldleningen openbare lichamen met een rentevaste periode van 10 jaar, bron BNG november 2007

Een schatting van de dividendinkomsten in de toekomst kan worden verkregen door naar de inkomsten uit het verleden te kijken, maar in het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie voor rendementen in de toekomst. Complicatie is dat de fractie van de winst die wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders, de pay-out-ratio, is toegenomen in de loop der jaren, hetgeen leidt tot hogere dividendinkomsten. De gemiddelde dividendinkomsten voor de periode 2001 – 2006 waren € 17 miljoen per jaar voor 10% van de aandelen. De gemiddelde inkomsten uit de dividenden over 2001 – 2006 zijn dus onvoldoende om de rentelasten van circa € 53 miljoen te dragen. In 2006 bedroeg het dividend € 32,5 miljoen; ook dit is nog onvoldoende om de rentelasten te dragen. Dit zou als gevolg kunnen hebben dat de provincie uit eigen middelen moet bijbetalen om de aankoop te financieren (zie paragraaf 14).

Een rekenvoorbeeld geeft het volgende beeld voor de financiering van de aankoop van de aandelen Nuon: voor de aankoop van 10% van de aandelen is een indicatieve hoofdsom nodig van € 1,17 miljard, waarvan de rentelasten (4,5%) € 53 miljoen op jaarbasis zijn. Over de periode 2001-2006 gaf een 10% aandeel Nuon gemiddeld € 17 miljoen en maximaal € 32,5 miljoen dividend per jaar. Dit is onvoldoende om de rentelasten mee te betalen.

12. Risicoadvies door IFLO (BZK)

De Inspectie Financiën Lokale en provinciale Overheden (IFLO) van het ministerie van BZK heeft een controlerende en adviserende taak. IFLO controleert onder andere het meerjarig evenwicht van de provinciale begroting. Lasten en baten (zoals rentelasten en dividendinkomsten), die samenhangen met het verwerven van aandelen door een provincie, vallen dus ook onder het toezicht van IFLO.

IFLO heeft ook een adviserende taak. Zo heeft IFLO de provincie Friesland geadviseerd over de risico's van de verschillende financiële arrangementen waarin de provincie haar aandelen bezit zou kunnen onderbrengen. In de door Friesland gekozen Falcon constructie krijgt de provincie de beschikking over een deel van de waarde van de aandelen (kapitaliseren van de stille reserve).

In Noord-Holland kunnen GS zelf, of aangespoord door PS, IFLO om advies vragen indien wordt gekozen voor een financiële constructie waarin de aandelen onderpand zijn voor een bancaire lening.

De provincie Friesland heeft advies van de Inspectie Financiën Lokale en provinciale Overheden (IFLO) van het ministerie van BZK ingewonnen over de consequenties en risico's van het oprichten van een financiële constructie waarin de aandelen Nuon zijn ondergebracht (Falcon). Indien de provincie Noord-Holland een dergelijke constructie overweegt, kan zij ook aan IFLO advies vragen.

13. Kansen en risico's van de splitsing van energiebedrijven

Het kabinet heeft besloten de geïntegreerde energiebedrijven te splitsen om de leveringszekerheid van energie te waarborgen en de economische efficiëntie van de Nederlandse energievoorziening te vergroten. Het groepsverbod treedt op 1 juli 2008 in werking. Daarna hebben de geïntegreerde energiebedrijven (met netbeheerders en productie, handel en levering) 2½ jaar de tijd om zich te splitsen. Doel van het energiebeleid is een betrouwbare en betaalbare energievoorziening voor de afnemers, nu en in de toekomst.

Door de energiebedrijven te splitsen, worden de netwerken van de energiebedrijven gescheiden. Zo ontstaan twee afzonderlijke soorten bedrijven: netwerkbedrijven - met daarin de gereguleerde netbeheerder, met door de

NMa-DTe vastgestelde tarieven - en commerciële energiebedrijven die actief zijn op het gebied van handel, levering en productie.²⁹

Uit bovenstaande uitleg van het ministerie van Economische Zaken wordt duidelijk dat bedrijven zoals Nuon uiterlijk 1 januari 2011 gesplitst moeten zijn in twee bedrijven. Een netwerkbedrijf, waarvan de aandelen in handen zijn van (lokale) overheden en een commercieel energiebedrijf, waarvan de aandelen in principe vrij verhandelbaar zijn. Een aandeel Nuon (oud) wordt dan gesplitst in 2 aandelen, die we hier noemen een aandeel Nuon-net en een aandeel Nuon-commercieel. De verhandelbaarheid van de aandelen Nuon-net is beperkt, aangezien alleen overheden aandeelhouder mogen zijn.

De waarde van de aandelen Nuon-commercieel zal bepaald worden op de aandelenbeurs en afhangen van het succes van deze commerciële onderneming in haar competitie met andere commerciële ondernemingen. In opdracht van het ministerie van Economische Zaken schrijft de bank Van Kempen&Co³⁰: “*splitsing bezorgt het commerciële bedrijf een risicovoller bedrijfsprofiel, terwijl het netwerkbedrijf een zekerder profiel krijgt.*” Nuon schrijft hier zelf over³¹: “*een splitsing kan significante gevolgen hebben voor de financiële positie en de toekomstige resultaten.*”

Indien de provincie de aandelen in het commerciële bedrijf wil verkopen, omdat de provincie besluit dat daarmee geen maatschappelijk doel wordt gediend³² of de provincie de voorkeur heeft haar middelen in te zetten voor een ander doel, kan dat leiden tot boekwinsten dan wel verliezen, afhankelijk van de beurskoers. Ratingsbedrijf Standard & Poor geeft in haar advies van september 2007 als gevolg van de aangekondigde splitsing aan voor Nuon een *negative outlook* te hebben. Moody's heeft haar rating niet aangepast.³³

Na splitsing van het aandeel Nuon (uiterlijk 1 januari 2011) in een netwerk en een commercieel deel, kan de provincie besluiten dat het commerciële bedrijf geen maatschappelijk doel dient en dat zij haar aandelen wenst te verkopen. De verkoop van de aandelen in het commerciële bedrijf kan een boekwinst of verlies opleveren.

14. Eigendom aandelen in financiële constructie

Mochten de dividendinkomsten genoemd onder paragraaf 11 tegenvallen, dan zal de provincie het verschil tussen de lasten (rente en eventuele aflossing) en de dividendinkomsten moeten bijbetalen. Om dit te voorkomen zijn financiële constructies mogelijk waarin de aandelen worden ondergebracht (bijvoorbeeld een B.V.). Zoals in paragraaf 1 besproken is zo'n “*near-banking*” constructie met het oogmerk rendement te behalen op de aandelen wettelijk niet toegestaan.

Stel de provincie richt een B.V. op waarvan de provincie eigenaar is, maar waar de provincie financieel niet garant voor staat. Deze B.V. koopt dan de aandelen Nuon. Een bank leent de koopsom aan deze B.V., en ontvangt van de B.V. de rente en eventueel de aflossing, gefinancierd uit de dividendinkomsten. Voor de bank zijn de aandelen Nuon onderpand (pandrecht) voor de lening aan deze B.V.. Als er geen of te weinig dividendinkomsten zijn om de verplichtingen aan de bank mee te betalen en de B.V. haar verplichtingen niet nakomt aan de bank, kan de bank de aandelen, het onderpand, verkopen (recht van parate executie). Bij de

²⁹ www.minez.nl

³⁰ <http://www.minez.nl/dsc?c=getobject&s=obj&objectid=143326&ldsname=EZInternet>

³¹ Presentatie derde kwartaal 2007, pagina 5 http://www.nuon.com/nl/Images/Verslag%202007%20Q3_tcm164-63220.pdf

³² zie paragrafen 1-3 over rechtmatigheid en 4-7 over doeltreffendheid

³³ Nuon resultaten derde kwartaal en eerste drie kwartalen 2007, pag. 19.

huidige wetgeving zal de koper een overheid moeten zijn³⁴. Indien Nuon gesplitst is (zie paragraaf 13), zullen ook niet-overheden de aandelen in het commerciële leveringsbedrijf kunnen kopen.

Als de provincie zich wil beschermen tegen mogelijke verliezen op de aankoop van de aandelen en daartoe bijvoorbeeld de aandelen onderbrengt in een B.V., dan zal de bank die de aankoopsom leent aan de B.V. de aandelen als onderpand wensen. Indien de B.V. haar verplichtingen aan de bank niet na kan komen, kan de bank de aandelen verkopen.

V. Eindafweging

Indien uit de afweging tussen de verschillende alternatieven om het doel te bereiken de aandelenaankoop het beste alternatief is gebleken, dienen PS een eindafweging te maken.

15. Eindafweging en besluitvorming door PS

De eindafweging betekent dat PS de mate van doelbereik, kosten en risico's van de aandelenaankoop nog eenmaal afwegen ten opzichte van het voorgenomen doel. Belangrijke vragen hierbij zijn: wil de provincie dit doel nog steeds bereiken, en wil de provincie dit doel bereiken met de aandelenaankoop? Daarnaast zullen PS de realisatie van dit doel met deze middelen ook moeten afwegen ten opzichte van andere maatschappelijke doelen. Als PS kiezen voor dit doel en het verwerven van aandelen is de beste manier om dat doel te bereiken, dan kunnen PS aan GS opdragen de aandelen te kopen.

PS wegen doelbereik, kosten en risico's van aandelenkoop af tegen het voorgenomen doel. PS beoordelen hierbij of de kosten en risico's acceptabel zijn om het voorgenomen doel te bereiken of dat de provincie een ander maatschappelijk doel preferereert.

³⁴ Kamerstukken II 2007/2007, 30212, nr. 53, Bijlage concept besluit



Lijst gesprekspartners

De tekst van dit rapport valt volledig onder de verantwoordelijkheid van de Randstedelijke Rekenkamer en niet van derden.

De Randstedelijke Rekenkamer heeft onderdelen van dit rapport besproken met de volgende personen:

- Prof. dr. A.W.A. Boot – hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de Universiteit van Amsterdam
- Prof. mr. H.J. de Ru – partner Allen & Overy, hoogleraar economisch bestuursrecht, Vrije Universiteit
- Drs. W.A.I.M. Segers – hoofd Inspectie Financiën en provinciale Overheden, Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
- Drs. E.W. Edelenbos, Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa)/ Directie Toezicht energie (DTe)



Colofon

RANDSTEDELIJKE REKENKAMER

Randstedelijke Rekenkamer
Teleportboulevard 110
1043 EJ Amsterdam

020 – 58 18 585 TELEFOON

020 – 58 18 586 FAX

info@randstedelijke-rekenkamer.nl EMAIL

www.randstedelijke-rekenkamer.nl INTERNET

Amsterdam

28 November 2007