

## **Economische beoordeling term-sheet Schiphol en Provincie Limburg**

Opgesteld door: Michel Brouwers

In de second opinion op businesscase MAA ([pdf](#)) die ik samen met Walter Manshanden en Leo Bus schreef, werd op pagina op pagina 12 ingegaan op de risico's van het businessplan voor de Provincie Limburg en het belang van de voorwaarden in het contract.

Ik zal de economische risico's die na het lezen van de term-sheet ([pdf](#), pagina 8 e.v.) overblijven, hieronder beknopt bespreken.

### **Belangrijkste bevindingen**

- Het blijft onduidelijk hoe verliezen gedekt worden. Er rust geen verplichting op Schiphol om nieuw eigen vermogen in de onderneming in te brengen. Het is niet onaannemelijk dat op termijn alle jaarlijkse verliezen samen als 'achterstallig onderhoud' door de Provincie Limburg alleen gefinancierd zullen moeten worden.
- De termijn van de overeenkomst met Schiphol is minimaal vijf jaar, terwijl de investeringen die de Provincie Limburg nu doet voor decennia zijn. Het is onduidelijk hoe gecommitteerd Schiphol aan het vliegveld zal blijven na medio 2028, waardoor het risico bestaat dat er tegen die tijd een gerenoveerd vliegveld zonder exploitant staat.
- Er wordt ingezet op een verlaging van de NEDAB-bijdrage, die op onnavolgbare wijze zou samenhangen met de prestaties van het vliegveld. Het streven om Schiphol de NEDAB-kosten te laten verlagen kan onbedoelde gevolgen hebben voor de bedrijfsvoering of voor het commitment van SPL.

### **Afkortingen/termen**

- PL: Provincie Limburg
- SPL: Schiphol
- MAA: Maastricht Aachen Airport
- NEDAB: niet-economische diensten van algemeen belang (brandweer, beveiliging en eventueel andere posten die niet gespecificeerd worden)
- Net profit: term gebruikt door SPL; vermoedelijk: bedrijfsresultaat na belastingen
- Incentive fee: term gebruikt door SPL; vermoedelijk: aanmoedigings- of prestatiepremie

## Beoordeling per artikel in de term-sheet

### 20. en 21. NEDAB-afbouw & incentive-fee en dividendbeleid

*Citaat: indien na 2027 de net profit van de onderneming c.q. de vennootschap €2 mln. of hoger bedraagt en de jaarlijkse NEDAB-bijdrage nog niet (volledig) naar €1,9 mln. is teruggebracht, dan wordt er een jaarlijkse incentive fee van €1 mln. netto betaald aan de aandeelhouders naar rato van hun aandelenbelang.*

Het is de vraag of de incentive fee hier echt een aanmoedigings- of prestatiepremie is. Uitbetaling vindt plaats vóórdat het doel bereikt is en helpt niet om het doel te bereiken.

Immers, als de PL de NEDAB in zijn geheel subsidieert, waarom krijgt SPL dan €400.000 (€1 mln. x 40%) als het niet lukt om de NEDAB-kosten “zo snel als mogelijk” terug te brengen? Welke incentive gaat van die fee uit? De fee helpt juist SPL om niet vast te komen zitten aan het NEDAB-doel van €1,9 mln.

Onduidelijk is wat met ‘netto’ bedoeld is. Ik veronderstel dat dat na aftrek van (dividend)belasting is. Er zal dus meer dan €1 mln. onttrokken worden, waardoor de reserves minder snel opbouwen.

Het totaalbeeld zou volgende moeten zijn:

- zolang NEDAB-kosten groter zijn dan €1,9 mln. geldt:
  - vanaf 2028: bij €2 mln. resultaat en meer, €1 mln. netto uitbetaald, €400.000 voor SPL, €600.000 voor de PL;
  - voor 2028: bij €2 mln. resultaat en meer, opbouw reserves;
  - resultaat kleiner dan €2 mln.: opbouw reserves;
  - negatief resultaat: zie 23. aanvullende financiering.
  
- NEDAB-kosten maximaal €1,9 mln., dan geldt:
  - 25% van de winst gaat naar de reserves;
  - 75% wordt in de verhouding 60%/40% uitgekeerd;
  - negatief resultaat: zie 23. aanvullende financiering.

Belangrijk om te weten:

- verondersteld moet worden dat wanneer in enig jaar de NEDAB-kosten onder de €1,9 mln. geraken artikel 20. (NEDAB-afbouw & incentive fee) vervallen zal zijn, ook wanneer in latere jaren de NEDAB-kosten weer/alsnog hoger zijn;
- de term-sheet werkt in de hand dat de NEDAB-kosten, daar waar mogelijk, zo over de jaren worden verdeeld dat er een eind aan artikel 20. geforceerd kan worden, al helemaal wanneer de €2 mln. winst structureel niet behaald wordt en dus geen incentive fee betaald wordt (want: wanneer de NEDAB-kosten de €1,9 mln. bereiken, kunnen daarna alle winsten als dividend uitgekeerd worden, ook de winsten die kleiner zijn dan €2 mln.);
- dat dit forceren als realistisch gezien moet worden, is omdat de NEDAB-kosten met de jaren door inflatie juist verder zullen stijgen en het doel van €1,9 mln. steeds verder uit zicht zal geraken;
- als elektrisch vliegen niet substantieel van de grond komt, dan zal de NEDAB vermoedelijk structureel boven de €1,9 mln. blijven en zal SPL hoogstens incentive fees uitbetaald krijgen in de jaren dat er meer dan €2 mln. winst is.

Bij de twee laatste punten is de vraag wat het voor de investering van SPL betekent en of SPL onder zo'n voorwaarden verder wil.

Dan nog dit:

er is nergens uitgewerkt hoe de NEDAB-kosten over de jaren zullen veranderen. We staren ons nu blind op de getallen €5,5 mln. en €1,9 mln. zonder te weten hoe de kosten opgebouwd zijn (en of ze inderdaad net zo hoog zijn als de bijdrage die ervoor wordt gegeven). Er is in de term-sheet een relatie gelegd tussen niet-economische kosten en het economische resultaat van de onderneming, zonder onderbouwing van hoe de NEDAB-kosten met het economische resultaat meebewegen.

### *23. Aanvullende financiering*

Primaire bron voor het aanvullen van tekorten zijn (ongedefinieerde) subsidies, secundair (ongedefinieerde) externe financiering en daarna *“in het geval NV HBLM niet in staat is om financiering aan te trekken op redelijke voorwaarden, zal zij haar aandeelhouders vragen om een aandeelhouderslening beschikbaar te stellen (waartoe de aandeelhouders niet verplicht zijn)”*.

Gelet op het feit dat alleen de PL al die jaren bereid was tot het subsidiëren van verliezen en openhouden van het vliegveld zou subsidie of externe financiering hoogstwaarschijnlijk alleen nog in de vorm van een Rijksbijdrage kunnen komen.

Bij structurele verliezen zal het verstrekken van aandeelhoudersleningen voor SPL geen zin hebben. Het dekken van verliezen met een aandeelhouderslening zal hoogstens tijdelijk uitkomst bieden. Bij structurele verliezen staat zo'n lening gelijk aan inbreng van eigen vermogen (omdat de lening door niet-afbetaling afgeschreven moet worden).

Belangrijk om te weten:

- er is niet voorzien dat aandeelhouders in geval van verliezen/tekorten groter dan de reserves kapitaal móéten bijstorten. Het verstrekken van wat formeel slechts een revolverende lening zal zijn is optioneel;
- het businessplan gaat uit van structurele winst vanaf 2027. Nog los van het feit dat het onderzoek van Decisio ([pdf](#), pag. 20) uitgaat van structurele verliezen, moet het wel als onrealistisch worden gezien dat het vliegveld nooit meer enig verlies zal maken. De volgende vragen rijzen dan:
  - mochten er geen/onvoldoende reserves zijn<sup>1</sup> én er komt geen subsidie, externe financiering of een aandeelhouderslening van een partij anders dan de PL, betekent dat dan dat de PL alsnog alle tekorten dekt, ook het deel van 40% van SPL?
  - Tekorten zullen vermoedelijk met een rentedragende (aandeelhouders)lening moeten worden gedekt. De rentelasten kunnen het vliegveld nog verder in het nauw brengen. Ook kan de winst onvoldoende zijn om de lening af te lossen, waardoor de schuld zich zo opbouwt dat de kredietverstrekker, vermoedelijk de PL (zie vorig punt), alsnog alle verliezen zal hebben gedekt.

Onder 'afsluitende opmerking' verderop beschrijf ik hoe de PL over de jaren steeds de historische verliezen heeft gesubsidieerd in de vorm van investeringen in achterstallig onderhoud, waartoe de huidige baanrenovatie ook gerekend moet worden. Zo kunnen ook straks weer verliezen worden 'opgevangen'.

---

<sup>1</sup> De aanname is hier dat alle verliezen sowieso eerst vanuit de reserves worden gedekt.

### *30. Exit-strategie*

*Citaat: in de aandeelhoudersovereenkomst zullen afspraken worden gemaakt over een eventuele exit-strategie.*

De vraag is volgende: hoe lang gaat SPL (vooraf) aandeelhouders van MAA (willen) zijn? Voor de PL is het relevant te weten, omdat de door PL gefinancierde investeringen voor een termijn van meerdere decennia zijn en de PL geheel afhankelijk is van SPL.

Schiphol is maximaal tot en met 2028 (zie 24. lock-up) volgens de term-sheet verplicht aandeelhouder van NV HBLM. Heeft SPL een exit-strategie voor wanneer er vanaf 2027/8 toch geen positief resultaat is?

### *10. Verklaringen, garanties en vrijwaringen*

Het is onduidelijk waarom deze sectie opgesteld is zoals ze is.

- Wanneer de benodigde investeringen groter zijn dan de ingeschatte €70 mln., dan moet de PL extra geld overmaken naar NV HBLM tot een maximum van €77 mln. Daarmee blijft dan onbeschreven wat zou moeten gebeuren, wanneer de investeringen meer dan €77 mln. bedragen.
- Wanneer het totale investeringsbedrag lager zou zijn dan €70 mln., dan mag de provincie het toegezegde bedrag reduceren met 10% tot €63 mln. Aangezien de PL alle investeringen doet, is dit een vreemde voorwaarde. Immers, wanneer de investeringen uiteindelijk bijv. €60 mln. bedragen, moet de provincie dan alsnog €63 aan NV HBLM overmaken? Krijgt SPL dan €3 mln. \* 40% = €1,2 mln. aan reserves geschonken?

### *Afsluitende opmerking*

Tussen winst en verlies ligt nog een grijs gebied. Zelfs als de prognose van SPL niet uitkomt, en het bedrijfsresultaat negatief blijft, dan leidt dat niet meteen tot een liquiditeitsbehoefte of faillissement. Dat komt omdat de PL vóór het aangaan van de samenwerking alle te renoveren infrastructuur, incl. de start- en landingsbaan, financiert. Ook betaalt ze alle NEDAB-kosten. Het vliegveld kan nog een tijd drijven op het operationele resultaat alleen.

Het 'spaart' dan echter niet meer of minder voor groot-onderhoud/vervangingsinvesteringen in de toekomst, waardoor op termijn nieuw vermogen in de onderneming moet worden ingebracht. SPL is volgens de term-sheet niet verplicht om verliezen te dekken en dus ook

niet om nieuw kapitaal voor achterstallig groot-onderhoud/vervangingsinvesteringen op te brengen.

In principe kan SPL, met de bepalingen in de term-sheet, ‘eindeloos’ winsten in goede jaren er uit halen en verliezen in slechte jaren laten lopen. Die moeten dan op termijn door de PL als ‘achterstallig onderhoud’ worden gedekt, omdat anders het vliegveld niet zal kunnen blijven voortbestaan. Precies de situatie zoals die nu is.

De verhouding tussen beide aandeelhouders is scheef. De minderheidsaandeelhouder is de dominante (SPL), de meerderheidsaandeelhouder de ondergeschikte (PL). Er zal steeds (impliciet) de dreiging blijven dat wanneer de PL niet de gaten vult, SPL de onderneming zal verlaten. De vraag is ook of SPL echt de exploitant zal gaan zijn of dat het de uitvoering aan de huidige MAA-organisatie laat.

Dan nog dit:

- de PL zou zich met positieve omzetprognoses van SPL over kunnen laten halen om nog ‘een laatste keer’ in MAA te investeren. Dat dit hoogstwaarschijnlijk niet de laatste keer zal zijn, zou ook uit het Decisio-onderzoek, uitgevoerd in opdracht van de PL, moeten zijn gebleken.

De prognoses van Decisio zijn gebaseerd op een economisch analyse, de onnavolgbare prognoses van SPL zijn mogelijk slechts bedoeld om ‘het probleem MAA’ aan SPL uit te laten besteden. Als dat uitbesteden alsnog het probleem niet oplost, dan komt ook de discussie over de toekomst van MAA weer terug;

- zelfs een winstgevend vliegveld kan Limburg onder de streep nog welvaart kosten. In de MKBA van SEO ([pdf](#), op pagina 94 en 95), ook uitgevoerd in opdracht van de PL, worden de onderbouwde scenario’s van Decisio voor de regio doorgerekend. Kort samengevat is de conclusie daarvan: ieder nieuwe variant van MAA kost de regio netto welvaart. Limburg zou economisch het best af zijn zonder vliegveld.
- in het opiniestuk [Een welvarend Limburg heeft geen vliegveld](#) heb ik de bevindingen uit het Decisio-rapport en de MKBA samengevat. Dat stuk beschrijft mijns inziens objectief de economische werkelijkheid (leestijd: 1-2 minuten).