

An aerial photograph of a winding asphalt road through a wooded area. A red car is visible on the road, navigating a sharp curve. The surrounding landscape is filled with trees and vegetation.

# ADVIESRAPPORT INZAKE “FINANCIËEL BEHEER BORGING UPD”

TEN BEHOEVE VAN HET MINISTERIE VAN  
ECONOMISCHE ZAKEN EN KLIMAAT

Mei 2022

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat  
Inkoop Uitvoering Centrum EZK  
Mevrouw G. Krijgsman  
Prinses Beatrixlaan 2  
2595 AL Den Haag

**Betreft: Rapportage**

Onze referentie: 210055.001  
Uw kenmerk: 202106128

Amsterdam, 19 mei 2022

Geachte mevrouw Krijgsman,

Bijgevoegd treft u onze rapportage ('**Rapport**') aan met daarin onze belangrijkste bevindingen, overwegingen en uitgangspunten van onze werkzaamheden.

Wij ('**BFI**') hebben ons bij onze werkzaamheden onder meer gebaseerd op de stukken die wij van het Ministerie van Economische zaken en Klimaat ('**EZK**') en Koninklijke PostNL B.V. ('**PostNL**') hebben verkregen.

Onze werkzaamheden hebben niet het karakter van een accountantscontrole of due diligence onderzoek en ons Rapport en of adviezen bevatten derhalve geen uitspraak over de juistheid en volledigheid van de aangeleverde informatie.

Wij vertrouwen erop u hiermede van dienst te zijn geweest en zijn gaarne bereid tot nadere toelichting.

Hoogachtend,

BFI



# INHOUDSOPGAVE

---

1	Doel van de Opdracht	6
2	Beknopte Beschrijving UPD	9
3	Wetsvoorstel Wijziging Postwet 2009 (35 423)	10
4	Probleemanalyse	12
5	Achtergrond 403-verklaring	15
6	Afweging Mogelijke Alternatieven 403-verklaring	16
7	Flow Diagram	27
8	Rekenformule	28
9	Samenvattende Analyse m.b.t. Alternatieven	29
10	Advies	34

# AFKORTINGEN- EN BEGRIPPENLIJST

---

ACM	Autoriteit Consument en Markt
AMvB	Algemene Maatregel van Bestuur
BFI	Business Finance Intelligence B.V.
BW	Burgerlijk Wetboek
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EZK	Economische Zaken en Klimaat
Fitch	Fitch Ratings
IBR	Independent Business Review
Moody's	Moody's investor services
LTM	Last Twelve Months
OOB	Organisaties van Openbaar Belang
PostNL	PostNL B.V.
S&P	S&P Global Ratings
UPD	Universele Postdienst
Wta	Wet toezicht accountantsorganisaties

# 1

## Introductie

### In deze sectie

1 Doel van de opdracht

2 Beknopte beschrijving UPD

3 Wetsvoorstel wijziging postwet 2009 (35 423)

4 Probleemanalyse

### Pagina

6

9

10

12



# 1 DOEL VAN DE OPDRACHT (I)

---

## DOEL

Doel van het onderzoek is bij de opdrachtverstrekking als volgt geformuleerd (vrij vertaald):

[het verstrekken van] *concreet onafhankelijk financieel-bedrijfseconomisch advies ten aanzien van de invulling van lagere regelgeving die ziet op garanties ten aanzien van de financierbaarheid en bestendige uitvoering van de UPD.*

*De regelgeving schrijft niet dwingend voor welke van de beschikbare opties wordt gebruikt als eventueel alternatief voor de hoofdelijke aansprakelijkheid van de moedermaatschappij. Dat is ook niet de bedoeling. Maar aan deze alternatieve zekerheidsstellingen moeten dan wel eisen worden gesteld met betrekking tot de periode waarvoor de garantie minimaal dient te gelden en de omvang ervan. Het Ministerie van EZK vraagt advies over de invulling van deze eisen.*

Met andere woorden, het onderzoek draait om de vraag welke alternatieve zekerheidsstelling moet worden afgegeven door een UPD-verlener (en/of gerelateerde partijen) in het geval de (directe of indirecte) moedermaatschappij van de UPD-verlener géén hoofdelijke aansprakelijkheid - bijvoorbeeld middels een artikel 403-verklaring - (meer) wenst af te geven die ziet op garanties ten aanzien van de financierbaarheid en bestendige uitvoering van de Universele Postdienst ('UPD').

Eenvoudig gezegd, welke garantie dient te worden geboden om de (dagelijkse) UPD-dienstverlening ("postbezorging") niet in gevaar te brengen indien de moedermaatschappij zich tijdelijk niet of zich überhaupt niet hoofdelijk aansprakelijk heeft gesteld (bijvoorbeeld in de vorm van een 403-verklaring)?

## ONDERZOEKSVRAGEN

De hoofdvraag van het onderzoek is als volgt samengevat:

*Welke eisen kunnen worden gesteld aan alternatieven voor hoofdelijke aansprakelijkheid zodat bestending van de dienstverlening voor een minimale (nader te bepalen) periode kan worden verzekerd, waarbij een balans moet worden gevonden tussen het opleggen van concrete eisen en het behoud van enige ruimte voor de UPD-verlener om maatregelen te kiezen die in zekere mate aansluiten op de reguliere bedrijfsvoering?*

De concrete deelvragen die beantwoord dienen te worden zijn:

1. *Welke output gerelateerde eisen moeten minimaal worden gesteld aan de UPD-verlener bij het ontbreken van een hoofdelijke aansprakelijkheidsstelling? Hierbij gaat het om het garanderen van voldoende financiële dekking voor de continuering van de dienstverlening.*
2. *Welke minimale kapitaalsvereisten zouden moeten gelden voor de entiteit die de UPD vervult? Is het überhaupt nodig/wenselijk daar concrete uitspraken over te doen, of kan de omvang van de financiële garantie de facto bepaald worden door het stellen van kwalitatieve eisen?*
3. *Wat moet de looptijd zijn van de periode waarvoor de herkapitalisatie/ financiële garantie dient te gelden?*

# 1 DOEL VAN DE OPDRACHT (II)

## ACHTERGROND OPDRACHT

De opdracht is verstrekt in het licht van de volgende achtergrondsituatie (zoals aan ons geschetst door het Ministerie van EZK):

- Op grond van de Postwet is PostNL aangewezen als uitvoerder van de universele postdienst. PostNL is een beursgenoteerde onderneming waarbij de aandelen voor 100% publiek verhandelbaar zijn.
- Op dit moment is door PostNL voor de UPD-verlener (Koninklijke PostNL B.V.) een 403-verklaring afgegeven. Deze verklaring ziet thans op garanties ten aanzien van de financierbaarheid en bestendige uitvoering van de UPD.
- Naar verwachting zal het postvolume en de winstgevendheid van de bezorging van brievenpost in de toekomst verder afnemen. In dit kader valt niet uit te sluiten dat postbedrijven zullen willen opschalen en er bijvoorbeeld consolidatie over de landgrenzen zal plaatsvinden. Zo had het Belgische Bpost in het recente verleden interesse om PostNL over te nemen; ook kunnen bijvoorbeeld (private-equity) investeerders besluiten om grote(re) belangen in PostNL te nemen om vervolgens de UPD-activiteiten te heroverwegen.
- Verder is het mogelijk dat de (huidige) UPD-verlener op bedrijfseconomische gronden zelf besluiten neemt ten aanzien van bijvoorbeeld structuurwijzigingen of verkooptransacties die een negatieve invloed zouden kunnen hebben op de levensvatbaarheid van de UPD-dienstverlening.

## MAATSCHAPPELIJK KADER EN ONDERLIGGENDE AANNAME HOOFDELIJKE AANSPRAKELIJKHEID EN 403-VERKLARING

- Nederland is op grond van de Europese Postrichtlijn verplicht om te garanderen dat iedereen in Nederland toegang heeft tot postale diensten. Op grond van de Postwet 2009 wordt minimaal één partij aangewezen die de UPD of delen daarvan uitvoert. Dat is op dit moment PostNL. De regelgeving is erop gericht om de UPD voor iedereen beschikbaar en betaalbaar te houden en om de dienstverlening onder alle omstandigheden en zonder verstoringen te kunnen continueren.
- Deze opdracht gaat in het bijzonder om het onderstreepte deel, waarbij de onderliggende aanname is dat wanneer een 403-verklaring of andere vorm van hoofdelijke aansprakelijkheid aanwezig is, en voldaan is aan overige in de wet gestelde eisen, er voldoende waarborgen zijn vanuit de UPD-verlener en/of haar (directe of indirecte) moedermaatschappij dat de UPD-dienstverlening onder alle omstandigheden en zonder verstoringen wordt gecontinueerd.
- Eenvoudig gezegd betekent het bovenstaande dat in Nederland “de post op wordt gehaald en bezorgd” conform de wettelijke eisen en afspraken die daarvoor gelden en die als zodanig zijn vastgelegd in de Postwet en lagere wetgeving.

# 1 DOEL VAN DE OPDRACHT (III)

---

## BEDRIJFSECONOMISCHE BETEKENIS ONDERLIGGENDE AANNAME

- Bedrijfseconomisch gezien betekent het uitgangspunt dat onder alle omstandigheden en zonder verstoringen moet kunnen worden gecontinueerd, dat te allen tijde voldoende financiële middelen beschikbaar moet zijn om (op overeengekomen momenten) aan aangegane betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Dit betreffen:
  - Verplichtingen uit operationele activiteiten (indien van toepassing: salarissen, pensioenpremies, huur rollend materiaal ten behoeve van postbezorging, huurverplichtingen postsorteercentra, overheadkosten, marketinguitgaven etc.)
  - Verplichtingen uit investeringsactiviteiten (indien van toepassing: aanschaf vaste en vlottende activa zoals machines, rollend materiaal dat niet wordt gehuurd noch geleased, brievenbussen in de straat, gebouwen etc.)
  - Verplichtingen uit financieringsactiviteiten (indien van toepassing: het aangaan van financieringsovereenkomsten met kredietverstrekkers ten behoeve van de aanschaf van vaste en/of vlottende activa, het aangaan van een rekening-courantkrediet en/of andere vormen van krediet)
- Kortom, voldoende middelen (“cash”) om de activiteiten op ‘going concern’ basis uit te voeren, waarbij de UPD-verlener in staat is om in het hier-en-nu aan haar verplichtingen te voldoen, maar ook in staat is te investeren om op middellange- en langere termijn te kunnen blijven voortbestaan. Investeren wordt immers gedaan om ook in de toekomst waarde te kunnen blijven creëren.

## UITGANGSPUNT 403-VERKLARING

- Het uitgangspunt van een 403-verklaring impliceert in dit kader dat ervan mag worden uitgegaan dat de (directe of indirecte) moedermaatschappij voldoende middelen beschikbaar heeft, of kan maken, om eventuele tekorten aan financiële middelen van de dochter(s) (lees: UPD-verlener) op te vangen. Daarnaast zorgt een 403-verklaring er ook indirect voor dat continuïteit langs de hiervoor genoemde 3 assen (operaties, investeringen, financieringen) wordt gerealiseerd. Zo zullen verhuurders van panden, leasemaatschappijen en banken in het algemeen minder ‘streng’ zijn voor een dochtermaatschappij – in de vorm van bijvoorbeeld minder hoge borgsommen voor huurtermijnen, lagere rentetarieven, minder zekerheden – indien de moeder garant staat middels een 403-verklaring.
- Het is van belang hierbij wel vast te stellen dat dit op zichzelf geen keiharde garantie betreft voor borging van de UPD-activiteiten. Uiteindelijk zal de 403-verklaring immers pas waarde hebben op het moment dat de uitgevende vennootschap zelf daadwerkelijk voldoende gezond is om eventuele exploitatietekorten aan te vullen. In economische termen uitgedrukt, op het moment dat ze als voldoende kredietwaardig/investeringswaardig kan worden bestempeld.
  - Ter informatie, op 14 mei 2021 heeft S&P Global Ratings de credit rating van PostNL verhoogd naar BBB+, met als kwalificatie ‘stable outlook’. Deze verhoging werd gebaseerd “op de sterke verbetering van de financiële positie van PostNL” (zie persbericht [PostNL](#)).
- Hierna zal veelal gesproken worden over 403-verklaring als invulling van de hoofdelijke aansprakelijkheid, en waarvoor alternatieven dienen te worden gezocht, daar dit de huidige invulling van de hoofdelijke aansprakelijkheid door PostNL betreft.



## 2 BEKNOPTE BESCHRIJVING UPD

### AANWIJZING UNIVERSELE POSTDIENST VERLENER

- Nederland is op grond van de Europese Postrichtlijn verplicht om te garanderen dat iedereen in Nederland toegang heeft tot postale diensten. Op grond van de Postwet 2009 wordt minimaal één partij aangewezen die de Universele Postdienst of delen daarvan uitvoert. De regelgeving is erop gericht om de UPD voor iedereen beschikbaar en betaalbaar te houden en om de dienstverlening onder alle omstandigheden en zonder verstoringen te kunnen continueren.
- Bij de inwerkingtreding van de Postwet 2009 heeft de toenmalige Staatssecretaris van Economische Zaken op grond van artikel 84 van deze wet Koninklijke TNT Post B.V. aangewezen als verlener van de universele postdienst. Thans betreft het (rechtsopvolger) Koninklijke PostNL B.V. ('**PostNL**').
- Krachtens de artikelen 9 en 11 van de Postregeling 2009 dient PostNL jaarlijks voor 1 juni een Financiële Verantwoording over de activiteiten ter uitvoering van de universele postdienst over het voorgaande kalenderjaar aan het bestuur van de Autoriteit Consument en Markt ('**ACM**') over te leggen.
- De gegevens betreffende een kalenderjaar over de behaalde financiële resultaten en het behaalde rendement uit de activiteiten ter uitvoering van de UPD worden opgenomen in een overzicht van opbrengsten en kosten. Aan de hand hiervan wordt het netto (boekhoudkundige) bedrijfsresultaat van die activiteiten vastgesteld.

### VERPLICHTINGEN UPD VERLENER

- De aanwijzing tot verlener van de UPD houdt in hoofdlijnen het volgende in (zie artikel 16 Postwet 2009):
  1. De verplichting om tegen uniforme en op de kosten gebaseerde tarieven en tegen non-discriminatoire en transparante voorwaarden en tarieven te vervoeren:
    - a) brieven die elk afzonderlijk ten hoogste twee kilogram wegen;
    - b) pakketten die elk afzonderlijk ten hoogste tien kilogram wegen (binnen Nederland) dan wel ten hoogste twintig kilogram (van en naar gebieden buiten Nederland);
    - c) poststukken die in hoofdzaak tekst bevatten in voor blinden bestemde tekens die elk afzonderlijk ten hoogste zeven kilogram wegen;
    - d) poststukken met de aanvullende diensten aangetekend of waardeangifte.Binnen Nederland geldt voor a), b) en d) een beperking tot poststukken die tegen enkelstukstarief worden vervoerd.
  2. Ter uitvoering van deze verplichting gelden voor de verlener van de UPD wettelijke eisen voor de tarieven, de toegankelijkheid en de frequentie van de dienstverlening en voor de mate waarin de zogenoemde "overnight service" wordt gerealiseerd (zoals vastgelegd in artikel 16 van de Postwet 2009).
  3. De verlener van de UPD heeft het alleenrecht voor het uitgeven van postzegels met de vermelding "Nederland".
  4. Met betrekking tot de verplichtingen verbonden aan de uitvoering van de UPD in de Postregeling 2009, zijn naast rapportageverplichtingen, aanvullende bepalingen opgenomen over de boekhouding van de verlener van de UPD, en over de kostentoekening.
- Voor dit onderzoek is met name het hierboven genoemde 1a t/m 1d van belang, te weten dat – bij het ontbreken van een 403-verklaring – voldoende financiële middelen aanwezig moeten zijn, althans toegang daartoe, om te voorkomen dat dit (primaire) postbezorgingsproces niet meer kan worden uitgevoerd en daarmee komt stil te liggen. Het draait dan ook primair om een cash flow vraagstuk.

# 3 WETSVOORSTEL WIJZIGING POSTWET 2009 (35 423) (I)

## ACHTERGROND WETSVOORSTEL

- Op 30 maart 2020 is het wetsvoorstel wijziging van de Postwet ingediend (kamerstuk 35423, nr. 3). Hierin worden aanvullende eisen gesteld aan het financiële beheer van de UPD-verlener, in het bijzonder ten aanzien van de aansprakelijkheid. Deze aanvullende eisen moeten concreet worden ingevuld in lagere regelgeving.
- De regelgeving schrijft echter niet dwingend voor welke van de beschikbare opties wordt gebruikt als eventueel alternatief voor de huidige hoofdelijke aansprakelijkheid verplichting (zoals het afgeven van een 403-verklaring).
- Met de aanvullende voorwaarden moet worden verzekerd dat een houdstermaatschappij (van de UPD-verlener) de aansprakelijkheidsverklaring ("403") niet kan wijzigen of intrekken, tenzij zij aantoont dat de financierbaarheid van de UPD op een andere wijze is geborgd.
- Op die manier wordt, althans zo is het bedoeld, ook kapitaalvlucht naar buiten Nederland voorkomen of een andere situatie waarbij de BV (of BV's) waarin de UPD is ondergebracht leeg en ongefinancierd achterblijft.

Voor dit onderzoek zijn met name (de ontwerp artikelen) art. 22a lid 1 en 22b leden 1 en 2 van belang. Deze luiden als volgt (verkort weergegeven):

### Artikel 22a

1. Een verlener van de universele postdienst beschikt over het kapitaal en de middelen die nodig zijn om de bij of krachtens deze wet opgedragen taken en verplichtingen ter uitvoering van de universele postdienst bestendig uit te voeren of te laten uitvoeren gedurende een bij algemene maatregel van bestuur te bepalen periode.
2. Het eerste lid is niet van toepassing op een verlener van de universele postdienst die deel uitmaakt van een groep als bedoeld in artikel 24b van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, indien [...]
  - b. de rechtspersoon wiens dochtermaatschappij verlener van de universele postdienst is en die direct of indirect zeggenschap uitoefent over de verlener van de universele postdienst schriftelijk heeft verklaard zich hoofdelijk aansprakelijk te stellen voor alle uit rechtshandelingen van de verlener van de universele postdienst voortvloeiende schulden [...]

### Artikel 22b

1. De rechtspersoon, bedoeld in artikel 22a, tweede lid, onderdeel b, wijzigt de [403] verklaring, bedoeld in artikel 22a, tweede lid, onderdeel b, niet en trekt deze verklaring niet in, tenzij deze rechtspersoon aantoont dat hij voldoet aan bij algemene maatregel van bestuur gestelde eisen ten aanzien van de financierbaarheid van een bestendige uitvoering van de universele postdienst gedurende een bij die algemene maatregel van bestuur te bepalen periode.
2. De bij de in het eerste lid bedoelde algemene maatregel van bestuur gestelde regels borgen dat de bestendige uitvoering van de universele postdienst niet kan worden bedreigd.

## HUIDIGE SITUATIE POSTNL

- Op dit moment is voor de UPD-verlener (Koninklijke PostNL B.V.) een 403-verklaring afgegeven. Daar zal – zo stelt het Ministerie van EZK in haar opdracht – mogelijk verandering in kunnen komen wanneer PostNL het post- en pakkettenbedrijf zou willen of moeten splitsen of wanneer de UPD-verlener door het PostNL concern zou worden verkocht aan een derde partij (overname). Overigens, PostNL zou in theorie ook andere redenen kunnen hebben om de 403-verklaring in te trekken. De eventuele redenen hiervoor – en/of de wenselijkheid ervan – vormt geen onderdeel van dit onderzoek.
- Indien bij een splitsing of overname direct een nieuwe 403-verklaring wordt afgegeven dan is artikel 22a lid 2 Postwet onverkort van kracht. Daarbij, een 403-verklaring kan in beginsel niet met terugwerkende kracht worden ingetrokken, dus deze blijft in beginsel van kracht voor alle verplichtingen die de UPD-verlener tot het moment van intrekking is aangegaan.
- Wordt er bij een splitsing of overname niet of niet meteen een 403-verklaring afgegeven, dan wel zijn er redenen om een bestaande 403-verklaring in te trekken, dan wordt niet voldaan aan het bepaalde in artikel 22a lid 2 Postwet en moet de financiering van de UPD dus op een andere manier worden geborgd.
- Ten overvloede, het gaat dus in dit onderzoek om de situatie dat er geen 403-verklaring of andere vorm van hoofdelijke aansprakelijkheid aanwezig is.

# 3 WETSVOORSTEL WIJZIGING POSTWET 2009 (35 423) (II)

## ARTIKEL 23a

- Het is ook van belang te constateren dat artikel 23a (nieuw) en artikel 15 (huidig en nieuw) de mogelijkheid bieden aan de UPD-verlener om deze activiteiten te staken. Verder bestaat de mogelijkheid dat de Minister de uitvoering van de UPD geheel of gedeeltelijk intrekt.

- Artikel 23a luidt als volgt:

Zodra zich omstandigheden voordoen op grond waarvan een verlener van de universele postdienst mogelijk in de toekomst een mededeling als bedoeld in artikel 15, tweede lid, onderdeel b, zal doen, meldt die verlener van de universele postdienst dat onverwijld aan Onze Minister. De melding gaat vergezeld van een onderbouwing van de aspecten die van belang zijn voor een rendabele uitvoering van de universele postdienst.

## ARTIKEL 15

De voor dit Onderzoek relevante onderdelen van artikel 15 (nieuw) luiden als volgt :

1. Op basis van een transparante selectieprocedure wijst Onze Minister voor onbepaalde tijd een vennootschap die een postvervoerbedrijf exploiteert aan, die is belast met de universele postdienst of een gedeelte hiervan. De vennootschap heeft in Nederland een vestiging als bedoeld in artikel 1, eerste lid, onderdeel j, van de Handelsregisterwet 2007.
2. Onze Minister kan een aanwijzing geheel of gedeeltelijk intrekken indien:
  - a. de goede uitvoering van de universele postdienst of een gedeelte hiervan niet meer gewaarborgd is;
  - b. een verlener van de universele postdienst heeft aangegeven dat een rendabele uitvoering van deze dienst niet mogelijk is;
  - c. de aangewezen vennootschap daarom verzoekt;
  - d. een andere vennootschap die een postvervoerbedrijf exploiteert te kennen heeft gegeven de universele postdienst uit te willen voeren;
  - e. een aangewezen vennootschap fuseert, wordt gesplitst, wordt ontbonden of failliet wordt verklaard;
  - f. de vestiging in Nederland wordt gesloten.

## ARTIKEL 15 (CONT.)

3. Onze Minister maakt het voornemen om de aanwijzing geheel of gedeeltelijk in te trekken aan de aangewezen vennootschap bekend en doet hiervan mededeling in de Staatscourant.
4. De aanwijzing wordt niet ingetrokken vóórdat is voorzien in een aanwijzing van een vennootschap voor de universele postdienst of het gedeelte van de universele postdienst waarop de aanwijzing die wordt ingetrokken, betrekking heeft.
5. Een vennootschap die is belast met de universele postdienst of een gedeelte daarvan, is verplicht deel te nemen aan de selectieprocedure.
6. Een aanwijzing wordt niet gegeven aan een aanvrager die naar verwachting de universele dienst niet naar behoren zal kunnen verzorgen.

## BELANG VOOR DIT ONDERZOEK

- Onderzoekers hebben begrepen dat er thans geen sprake is van een situatie waarin de UPD door PostNL mogelijk wordt gestaakt. Vanzelfsprekend zou in de toekomst een dergelijke situatie zich wel kunnen voordoen. Het Onderzoek vindt dan ook primair plaats in het licht van een “steady-state” situatie, dat wil zeggen, de huidige UPD-verlener die (in een hypothetische situatie) haar 403-verklaring intrekt en daar een minimaal vergelijkbaar alternatief voor moet bieden. Vanzelfsprekend dient het uiteindelijke advies “futureproof” te zijn. Met andere woorden, het moet ook voorzien in andere (hypothetische) situaties zoals een splitsing, fusie, ontbinding, faillissement of een sluiting van een Nederlandse vestiging (zie artikel 15, lid 2).
- Ook in een situatie van het (voornemen tot) staken van de UPD door PostNL is het van belang dat sprake is van borging van de UPD door de huidige verlener, tot het moment dat een andere partij dit overneemt.
- Daarnaast kan in de toekomst mogelijk sprake zijn van het intrekken van de UPD-aanwijzing door de Minister. Ook in die situatie is het van belang dat sprake is van borging van de UPD, tot het moment dat een andere partij het overneemt.

# 4 PROBLEEMANALYSE (I)

## MARKT VOOR TRADITIONELE (UPD) POST VERSLECHTERT

De maatschappelijke context van de onderhavige opdracht kan cijfermatig en op hoofdlijnen als volgt in beeld worden gebracht (uitgedrukt in 'bedrijfsopbrengsten' en 'winstgevendheid/resultaat UPD-verlener').

Bedragen in EUR '000.000	2016	2017	2018	2019	2020
Som bedrijfsopbrengsten	Cijfers zijn bekend bij MinEZK				
% groei					
Som bedrijfslasten					
Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening voor belasting					
% groei					
% bedrijfslasten					

Bron: Financiële verantwoording UPD (bedrijfsvertrouwelijke informatie)

- Een algehele neergaande trend van postvolumes is zichtbaar in de periode 2016-2019. In 2020 heeft een incidentele opleving plaatsgevonden dat PostNL toeschrijft aan de Covid-19 periode waarin Nederlanders – tegen de trend in – meer poststukken hebben verstuurd (bron: PostNL Annual Report, 2020).

- [Redacted text] Tekst is bekend bij MinEZK

- In het licht van bovenstaande ontwikkelingen kan worden geconstateerd dat [Redacted text] Tekst is bekend bij MinEZK

### Overzicht resultaat UPD

In EUR x 1.000.000

Cijfers zijn bekend bij MinEZK	
--------------------------------	--

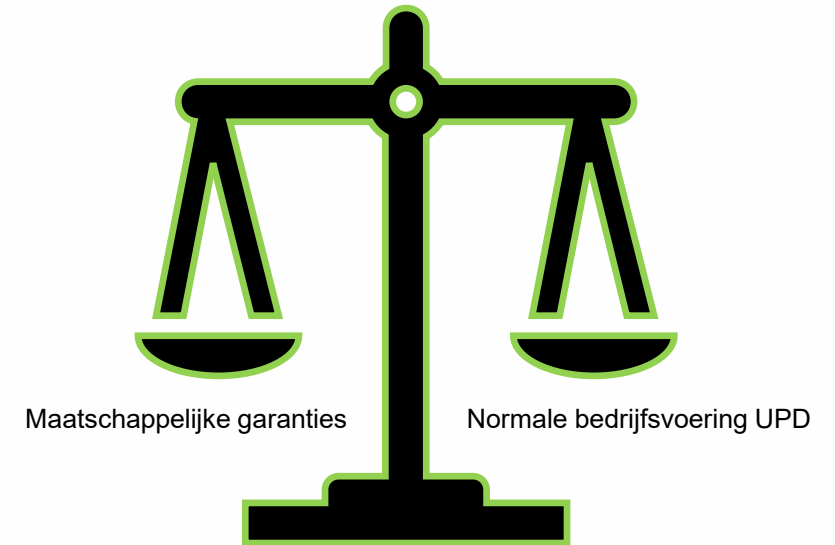
## 4 PROBLEEMANALYSE (II)

### BALANS ZOEKEN TUSSEN VOLDOENDE MAATSCHAPPELIJKE GARANTIES EN NORMALE BEDRIJFSVOERING

- In het licht van de verslechtering van de traditionele postmarkt – zoals hiervoor weergegeven – neemt de (maatschappelijke) druk toe om garanties te vragen ter bestendinging en borging van de UPD.
- Tegelijkertijd bestaat het dilemma dat de UPD-verlener niet “financieel gegijzeld” mag worden, maar dat zij ruimte heeft c.q. niet belemmerd wordt in het behalen van haar financiële doelstellingen. In theorie zouden te veel financiële garanties immers tot een “selffulfilling prophecy” kunnen leiden. Bijvoorbeeld in het geval dat zoveel werkkapitaal moet worden gereserveerd voor eventuele toekomstige calamiteiten dat hiermee de financiële druk als vanzelf ontstaat, en er dientengevolge geen ruimte is om te investeren of tijdelijke operationele tegenvallers op te vangen. Er zal derhalve een balans moeten worden gevonden tussen enerzijds voldoende maatschappelijke garanties en anderzijds voldoende ruimte voor een normale bedrijfsvoering.
- Een belangrijk uitgangspunt hierbij vanuit Onderzoekers is – feitelijk het fundament van corporate finance theorie - dat organisaties zo efficiënt mogelijk kapitaal moeten (kunnen) aantrekken en aanwenden. Ofwel (algemene definitie):

*The first function of corporate finance, resource acquisition, refers to the generation of funds from both internal and external sources at the lowest possible cost to the corporation. Resource allocation, the second function of corporate finance, is the investment of funds with the intent of increasing shareholder wealth over time.*

- Voor de helderheid. Deze definitie gaat niet perse over het creëren van zoveel mogelijk ruimte voor dividend van aandeelhouders, maar dient abstracter te worden gelezen. Dat wil zeggen dat waarde moet worden gecreëerd ten einde het bestaansrecht van de onderneming op korte en (middel)lange termijn te garanderen, althans daarvoor de basisvoorwaarden te scheppen.
- In de context van de UPD en de 403-verklaring betekent dit concreet dat gezocht moet worden naar een evenwicht tussen enerzijds voldoende garantie dat de UPD activiteiten bestendig zijn en worden geborgd – bij het ontbreken van een 403-verklaring – en dat anderzijds de normale bedrijfsvoering van de UPD-verlener niet wordt verstoord, i.e. dat niet een zodanige financiële verplichting wordt gecreëerd dat het een gezonde bedrijfsvoering in de weg staat.



# 2

## 403 en alternatieven

### In deze sectie

---

	Pagina
5 Achtergrond 403-verklaring	15
6 Afweging mogelijke alternatieven 403-verklaring	16
6.1 Escrow	17
6.2 Bankgarantie	18
6.3 Credit rating	19
6.4 Independent Business Review (IBR)	21
6.5 Validated forecast	24
6.6 Borgstelling	25



# 5 ACHTERGROND 403-VERKLARING

## 403-VERKLARING

- In de huidige situatie is een 403-verklaring afgegeven door de moeder vennootschap van de UPD-verlener, PostNL. Met het begrip 403-verklaring wordt verwezen naar artikel 2:403 van het Burgerlijk Wetboek ('**BW**') waarin voorwaarden zijn opgenomen waaronder een besloten vennootschap van haar deponeringsplicht is vrijgesteld. Gevolg van een 403-verklaring is dat crediteuren en andere schuldeisers geen inzicht hebben in de financiële positie van de vennootschap waarvoor de verklaring is afgegeven. Derhalve dient de moedermaatschappij zich hoofdelijk aansprakelijk te stellen voor de schulden die voortvloeien uit de rechtshandelingen van de dochtermaatschappij (artikel 2:403 lid 1 sub f BW). In de praktijk wordt met '403-verklaring' veelal bedoeld op een algehele aansprakelijkheidsverklaring van de moeder vennootschap voor haar dochter(s).
- In de huidige situatie is PostNL als gevolg van het afgeven van een 403-verklaring dan ook hoofdelijk aansprakelijk voor de schulden van de UPD-verlener. De aansprakelijkheid is veelomvattend en gaat verder dan enkel aansprakelijkheid voor de schulden van de UPD-verlener, het geldt tevens voor schulden die voortvloeien uit rechtshandelingen die door de dochter zijn verricht, zoals bijvoorbeeld:
  - verplichtingen die volgen uit contracten (e.g., huur- en leasecontracten); en
  - verplichtingen die volgen uit arbeidsovereenkomsten.
- Een en ander betekent dat indien de UPD-verlener in financieel zwaar weer belandt, waardoor zij haar betalingsverplichtingen niet meer kan nakomen, de moedermaatschappij (i.c., PostNL) zal worden aangesproken op haar 403-verklaring, en dient zij aan de verplichtingen van de dochtermaatschappij te voldoen.
- Hierbij dient te worden opgemerkt dat indien PostNL (of een andere moeder vennootschap) eveneens niet aan de verplichtingen van de UPD-verlener kan voldoen (omdat zij zelf niet voldoende liquide middelen heeft) de continuïteit van de UPD-activiteiten nog steeds in het geding is. Met andere woorden, de 403-verklaring geeft op zich zelf ook geen 100% garantie voor de continuïteit van de UPD-activiteiten.
- Het volgende is nog van belang. Bij het intrekken van een 403-verklaring stelt de moedermaatschappij zich, eenvoudig gezegd, niet meer verantwoordelijk voor de schulden van de betreffende dochtermaatschappij(en). Dit betekent de facto dat vanaf dat moment een hogere mate van zelfstandigheid optreedt bij de betreffende vennootschap, waarmee de druk op het statutair bestuur van die vennootschap ook toeneemt om de belangen van die specifieke vennootschap te bewaken, dit mede in het licht van het risico op bestuurdersaansprakelijkheid. In de praktijk zal dit betekenen dat indien door de moedermaatschappij geld wordt onttrokken aan deze dochter – dividend of in het kader van een cashpool – een zware zo niet zwaardere uitkeringstoets zal moeten plaatsvinden, ter bescherming van de continuïteit van de vennootschap en van haar bestuurders (in geval van bijvoorbeeld een faillissement).
- Voor het Ministerie van EZK is het van belang dat wanneer de 403-verklaring, als huidige invulling van de hoofdelijke aansprakelijkheid, wordt ingetrokken de UPD-verlener middels een passend alternatief aantoont dat de continuïteit van de UPD-activiteiten niet in het geding is.
- Derhalve dient te worden gezocht naar een alternatief dat qua functie en effect minimaal in lijn is met de hoofdelijke aansprakelijkheid (die PostNL nu via een 403-verklaring heeft ingevuld). Hierbij dienen de volgende specifieke kenmerken/doelstellingen van een 403-verklaring/hoofdelijke aansprakelijkheid voor de UPD tevens in ogenschouw te worden genomen:
  - Borging en bestendiging van de UPD-activiteiten, in elke situatie, is het uitgangspunt;
  - Vertrouwensfunctie (signaal) richting schuldeisers;
  - Geen volledige garantie voor continuïteit is mogelijk.

# 6 AFWEGING MOGELIJKE ALTERNATIEVEN 403-VERKLARING

## DIVERSE ALTERNATIEVEN VOOR 403-VERKLARING: EEN OVERZICHT

- Indien de UPD-verlener (of haar moedermaatschappij) haar 403 verklaring intrekt dan dient zij op een andere manier haar continuïteit te garanderen. In de volgende paragrafen bespreken we de volgende alternatieven:
  - Escrow-account;
  - Bankgarantie;
  - Credit rating;
  - Independent Business Review ('IBR');
  - Validated Forecast;
  - Borgstelling.
- De lijst van alternatieven is voortgekomen uit deskresearch, het bestuderen van de specifieke context van de UPD-verlener, evenals informatie zoals aan ons ter beschikking gesteld door het Ministerie van EZK. Per alternatief zullen de "kosten / nadelen" worden afgezet tegen de "baten / voordelen", waarbij sprake kan zijn van meerdere perspectieven, te weten het perspectief van de UPD-verlener of het maatschappelijke perspectief. Dat wil zeggen, een voordeel voor de UPD-verlener kan bijvoorbeeld een nadeel zijn voor de maatschappij (hoge(re) risico's van discontinuïteit) en vice versa. Na de bespreking zullen de diverse alternatieven worden gewogen, en zal worden aangegeven in hoeverre een alternatief naar onze mening zou moeten worden meegenomen in lagere wetgeving, i.e. in een concrete algemene maatregel van bestuur.

## KWALITATIEVE ANALYSE

- Onderzoekers hebben geen inzicht gehad in de onderliggende boekhouding (balans, winst- en verliesrekeningen, cashflowoverzichten) van de huidige UPD-verlener. Derhalve is het niet mogelijk geweest de diverse alternatieven 'door te rekenen' in bijvoorbeeld simulatiemodellen.
- In die zin kan deze analyse meer als een 'kwalitatieve' in plaats van 'kwantitatieve' analyse worden aangeduid.
- Gezien de aard van de opdracht bleek dit uiteindelijk evenwel niet problematisch aangezien het doel was om te zoeken naar criteria die i) los van de (financiële) context van een specifieke UPD-verlener en ii) los van tijd en plaats zouden moeten gelden.



# 6.1 ESCROW

## BESCHRIJVING

Op een escrow account (derdenrekening) kan geld worden gestort dat vervolgens wordt beheerd door een onafhankelijke partij, een zogenaemde escrow agent. Deze onafhankelijke partij kan op een bepaald moment (na een bepaalde gebeurtenis of onder bepaalde voorwaarden) geld vrijgeven aan de begunstigde.

In de onderhavige context betreft een escrow het vastzetten van een geldbedrag op een derdenrekening waarbij het bedrag onder bepaalde voorwaarden zal worden vrijgegeven aan de UPD-verlener. Concreet, indien de UPD-verlener op enig moment en om wat voor reden dan ook in liquiditeitsproblemen komt kan en zal de escrow agent – indien aan de afgesproken voorwaarden is voldaan – geld beschikbaar maken zodat de UPD aan haar betalingsverplichtingen kan (blijven) voldoen en haar diensten kan blijven verlenen.

## CONCLUSIE

In beginsel leidt geld vast zetten op een escrow rekening tot vervulling van de doelstellingen van de wetgever om de continuïteit van de UPD te garanderen. Er wordt immers een bedrag apart gezet dat niet meer kan worden onttrokken aan de UPD-activiteiten, bijvoorbeeld richting andere groepsvennootschappen. Daarnaast kan het slechts worden gebruikt indien zich bij de UPD-verlener liquiditeitsproblemen zouden voordoen. Echter, in de praktijk zal het lastig zijn dit alternatief uit te voeren omdat er een bedrag vanuit de UPD-verlener zal moeten worden geringfenced. Deze cash is dan ook niet direct meer beschikbaar voor financiering van de UPD-activiteiten, waardoor een selffulfilling prophecy kan ontstaan. Bovendien kan met het geld dat op een escrow account wordt vast gezet geen bedrijfseconomisch rendement meer worden behaald, wat vanuit het oogpunt van corporate finance inefficiënt is. Het verkrijgen van financiering zal door deze maatregel ook lastiger worden. Bovendien dienen duidelijke afspraken te worden gemaakt en voorwaarden te worden vastgesteld voor gevallen waarin de escrow agent geld zal *releasen*. Dit kan tot (juridische) discussies leiden die vertragend werken en ten koste kunnen gaan van de continuïteit van de UPD. Daarbij is het tevens de vraag of in de situatie dat er geld uit het escrow account wordt gebruikt – dit zal hoogstwaarschijnlijk in een zwaar weer situatie zijn – dit op een later moment weer kan worden aangevuld om te blijven voldoen aan de gestelde eisen (wie kan of wil het nieuwe escrow bedrag beschikbaar stellen?). Ook de juiste hoogte van het bedrag zal moeilijk vast te stellen zijn en het kan ook in onverwachte, extreme situaties te laag blijken.

## KOSTEN BATEN ANALYSE

Baten / Voordelen	Nadere toelichting
Beschikbaarheid	Cash beschikbaar op rekening.
Snelheid/flexibiliteit	Snelle toegang tot cash indien nodig.
Verifieerbaarheid	Garantie eenvoudig controleerbaar voor overheid. Cash is “ringfenced” (kan nergens anders voor worden aangewend).
Continuïteit	Door de directe beschikbaarheid van cash, indien nodig, bestaat een hoge mate van assurance van continuïteit, in elk geval op korte termijn.
Kosten / Nadelen	Nadere toelichting
Impact rendement	Geld is “dood” (levert geen bedrijfseconomisch rendement op).
Complexiteit	Criteria voor vrijgave kunnen complex en ambigue zijn en kans op geschillen hierover.
Vermogensbeslag	Cashflow wordt onttrokken uit werkkapitaal. Groot beslag op cashflow. Vraag is of een onderneming dat kan funden.
Kosten	Hoge financieringskosten.
Haalbaarheid	Vraag is of een externe financier kan worden gevonden om te funden (indien nodig).
Flexibiliteit	Garanties/zekerheden zullen mogelijk moeten worden gegeven aan externe financier.
Hoogte	Bepalen van hoogte escrow bedrag is complex en arbitrair omdat niet bekend is bij voorbaat wat mogelijke tekorten zullen zijn in de toekomst.
Duurzaamheid	Indien de escrow is gebruikt (of een deel ervan) is het nog maar de vraag of het vanuit de onderneming of via een derde op dat moment kan worden aangevuld c.q. of men het wil (er zal immers hoogstwaarschijnlijk sprake zijn van een crisis- c.q. zwaar weer situatie).
Realiseerbaarheid	Verwevenheid UPD binnen een concern maakt dat cashflows uit een escrow account moeilijk zijn toe te rekenen (wat behoort wel/niet tot de UPD-activiteiten) De hoogte van het bedrag kan in extreme, onverwachte situaties ook ontoereikend zijn. Hoogte van het benodigde bedrag zal daarnaast fluctueren – afhankelijk van de bedrijfsontwikkeling – en is in zekere mate arbitrair. In zie zin biedt ook dit alternatief geen 100% garantie op continuïteit.
Continuïteit	

## 6.2 BANKGARANTIE

### BESCHRIJVING

Een bankgarantie is in beginsel een contract tussen een bank en een partij waarbij de bank onvoorwaardelijk garandeert om een bepaald bedrag aan een begunstigde te betalen.

In de onderhavige context betreft een bankgarantie een overeenkomst tussen de UPD-verlener en/of haar moedermaatschappij waarbij de bank zich garant stelt voor betalingen indien de UPD-verlener (de uitvoerende vennootschappen) zelf (tijdelijk) niet aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. De bank heeft, wanneer zij een bankgarantie heeft gesteld, een eigen zelfstandige betalingsverplichting tegenover de begunstigde(n).

### CONCLUSIE

Een bankgarantie kan een goed alternatief zijn om de continuïteit van de UPD te garanderen. Er kan immers op korte termijn een (vooraf overeengekomen bedrag) beschikbaar komen zodat de UPD-verlener in geval van een acuut (tijdelijk) liquiditeitstekort aan haar betalingsverplichtingen kan blijven voldoen. De hoogte van het bedrag zal moeten worden onderhandeld, waarbij naar alle waarschijnlijkheid een 'plafond' (limiet) wordt overeengekomen. De verstrekker(s) van de bankgarantie zal (zullen) de risico's vanzelfsprekend willen indekken middels zekerheden en een rendement willen realiseren. De vraag is of partijen in de markt een dergelijke garantie willen verstrekken, wetende dat de UPD-verlener relatief weinig in zekerheid kan geven en het de vraag is of de moedermaatschappij in deze situatie hiertoe bereid is (zij heeft immers ook redenen om de 403-verklaring in te trekken). Vanuit continuïteit van de UPD gedacht zal een bankgarantie in elk geval tijdelijk voor borging en bestendinging kunnen zorgen. Vraag is echter of dit voor lange(re) termijn ook geldt indien een zwaar weer situatie blijft bestaan. Een bankgarantie zal immers nooit ongelimiteerd zijn.

### KOSTEN BATEN ANALYSE

#### Baten / Voordelen

Continuïteit	Indien de bankgarantie door een gerenommeerde bank is afgegeven zullen betalingen voor een bepaalde periode zijn gegarandeerd waardoor aan lopende betalingsverplichtingen kan blijven worden gedaan.
Snelheid	Directe toegang tot cash indien noodzakelijk (afhankelijk van overeengekomen criteria voor release).
Garantie	Garantie eenvoudig controleerbaar voor overheid.
Cash Flow beslag	Onderneming hoeft geen werkkapitaal te onttrekken aan de normale business.
Controle	Indirect treedt een garantieverstrekker ook als 'toezichthouder' op, immers haar bereidheid geeft een 'signaal' dat risico laag c.q. te overzien zijn.

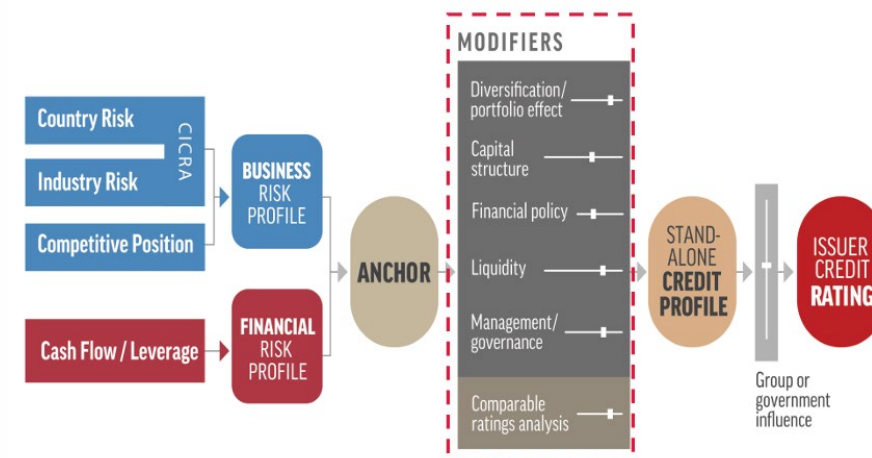
#### Kosten / Nadelen

Kosten	Hoge kosten voor het afsluiten van een bankgarantie.
Complexiteit	Complexe garantie omdat begunstigden een diverse groep van leveranciers en werknemers beslaat (immers, bedoeld om aan lopende betalingsverplichtingen te kunnen voldoen).
Hoogte	Bepalen van hoogte is complex en arbitrair omdat niet bekend is bij voorbaat wat mogelijke tekorten zullen zijn in de toekomst.
Flexibiliteit	Zekerheden zullen mogelijk moeten worden afgegeven aan de bank, dit gaat ten koste van bestaande financieringsruimte (waardoor een selffulfilling prophecy kan ontstaan).
Complexiteit	Complexiteit van uitbetaling (wanneer, hoeveel etc.)
Realiseerbaarheid	Bereidheid banken mogelijk laag vanwege vele onzekerheden. Kans bestaat dat zekerheden bij zuster- en moederverenootschap worden gevraagd.

## 6.3 CREDIT RATING (I)

### BESCHRIJVING

- Een *credit rating* ('kredietkeuring') is een kwantitatieve beoordeling van de kredietwaardigheid van een onderneming of van een specifieke financiële verplichting. Deze beoordeling wordt afgegeven door een onafhankelijk onderzoeksbureau - een zogenoemde credit rating agency - zoals bijvoorbeeld S&P Global Ratings ('**S&P**'), Moody's investor service ('**Moody's**') of Fitch Ratings ('**Fitch**'). Een credit rating agency kan voor een gehele onderneming, een deel van de onderneming (i.e., business unit) of een specifiek financieringsinstrument een rating afgeven.
- Teneinde de credit rating te bepalen worden business risico's, financiële risico's en financieringsbeleid in ogenschouw genomen. Zie ter illustratie Figuur 1 voor een grafisch overzicht van de rating procedure van S&P. Het doel van deze procedure is derhalve dat een externe, gekwalificeerde, onafhankelijke partij een oordeel geeft over feitelijk de vraag of – in casu – de UPD voor een bepaalde periode (gebruikelijk is 12 maanden) kan worden voortgezet, i.e. dat de onderliggende vennootschap(en) kredietwaardig zijn en daarmee aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen. Inputs voor dit onderzoek betreffen onder meer (niet-limitatief): i) landenrisico, ii) industrierisico, iii) concurrentiepositie, iv) liquiditeit, v) solvabiliteit en vi) governance.
- Het onderzoek van een credit agency resulteert in een zogenoemde credit rating. In Tabel 1 is een overzicht weergegeven van de verschillende credit ratings per credit agency. Indien een onderneming een credit rating van triple B (i.e., BBB- of Baa3) of hoger ontvangt valt zij binnen de zogenoemde *investment grade*. Hieronder wordt verstaan dat een onderneming een hoge kredietwaardigheid heeft en de kans op het voldoen aan betalingsverplichtingen hoog is. Indien een credit rating lager kwalificeert dan investment grade, dan wordt het beschouwd als *high yield* en heeft het voldoen aan betalingsverplichtingen een meer speculatief karakter. De kans op faillissement en daarmee non-betaling neemt daarmee toe.
- In Tabel 2 is een overzicht weergegeven van de kans dat een onderneming binnen één jaar failliet zal gaan (*probability of default*). Hieruit blijkt dat de kans op default sterk toeneemt onder de rating BB.



Figuur 1. Overzicht Rating procedure S&P.

	Rating Agency	S&P	Moody's	Fitch
Investment Grade	Best Quality	AAA	Aaa	AAA
	Strong Quality	AA+	Aaa1	AA+
		AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
	Upper Medium Grade	A+	A1	A+
		A	A2	A
A-		A3	A-	
Medium/Low Investment Grade	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	
Weak/ Dev. financial Grade	BB+	Ba1	BB+	
	BB	Ba2	BB	
	BB-	Ba3	BB-	
Poor Financial Grade	B+	B1	B+	
	B	B2	B	
	B-	B3	B-	
High Yield	Highly Speculative Grade	CCC+	Caa	CCC
		CC	Ca	CC
		C	C	C
	Default	D	D	D

Tabel 1. Overzicht credit ratings.

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C
Minimum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,00
Maximum	0,00	0,38	0,39	1,02	4,24	13,84	49,46
Weighted long-term average	0,00	0,02	0,05	0,16	0,63	3,34	28,30
Median	0,00	0,00	0,00	0,06	0,58	3,44	25,78
Standard deviation	0,00	0,07	0,10	0,25	0,99	3,24	11,79
2008 default rates	0,00	0,38	0,39	0,49	0,81	4,11	27,27
Latest four quarters (2020Q1-2020Q4)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,93	3,52	47,48
Difference between last four quarters and weighted average	0,00	(0,02)	(0,05)	(0,16)	0,30	0,18	19,18
# of standard deviations	0,00	(0,28)	(0,52)	(0,61)	0,30	0,05	1,63

Tabel 2. Overzicht probability of default per credit rating.

## 6.3 CREDIT RATING (II)

### CONCLUSIE

Een credit rating is een onafhankelijk en professioneel oordeel ten aanzien van de kredietwaardigheid van een onderneming of een deel van een onderneming. Ten aanzien van de onderhavige casus zou een credit rating afgegeven kunnen worden voor de UPD of mail activiteiten. Aan de hand van deze credit rating kan vervolgens worden afgeleid of de UPD het komende jaar naar verwachting aan haar betalingsverplichtingen zal kunnen voldoen. De afgegeven rating geeft immers een indicatie van de gezondheid van de onderneming, en beantwoordt de vraag of de onderneming 'investeringswaardig' is, i.e. dat een derde partij er op kan vertrouwen dat de onderneming een bepaalde mate van gezondheid heeft met dito lage kans op default.

Ter verhoging van de betrouwbaarheid van een dergelijke rating – en daarmee de beoogde maatschappelijke garantie – zou deze afgegeven kunnen worden door een van de erkende kredietbeoordelingsbureaus conform de Wet op het financieel toezicht (zie artikel 1:107, eerste lid).

Om de continuïteit van de UPD te kunnen garanderen dient een credit rating verder investeringswaardig te zijn (investment grade). Dit betekent dat een credit rating van tenminste BBB-/Baa3 dient te worden behaald. Dit is overigens ook in lijn met de huidige credit ratings van beursgenoteerde peers van PostNL en laatstgenoemde zelf. Zie hiervoor Tabel 3.

De credit rating lijkt een goed uitgangspunt ten aanzien van de continuïteit van de UPD activiteiten en geeft inzicht in de probability of default. Echter, dit alternatief geeft geen oplossing/steun indien een onverwacht (korte termijn) liquiditeitstekort ontstaat. Daarnaast, indien de UPD geen investeringswaardige credit rating ontvangt dan zal zij aan andere alternatieven moeten voldoen. Daarbij gaan hoge kosten gemoeid met het verkrijgen van een credit rating en dient openheid van financiële resultaten en verwachtingen van de UPD-activiteiten door de UPD-verlener te worden afgegeven. Ten opzichte van een Independent Business Review (IBR) is een credit rating minder inhoudelijk diepgaand, minder specifiek en meer gestandaardiseerd (langs vooraf vastgestelde criteria). Een IBR biedt meer ruimte voor maatwerk en gaat dieper in op de value drivers van de onderneming en assumpties van het management, sensitiviteit van cash flow prognoses, evenals marktontwikkelingen.

Peer	Ticker	Country	Credit Rating
bpost NV/SA	ENXTBR:BPOST	Belgium	BBB+
CTT - Correios De Portugal, S.A.	ENXTLS:CTT	Portugal	BB+
Deutsche Post AG	XTRA:DPW	Germany	A-
Österreichische Post AG	WBAG:POST	Austria	BBB+
Poste Italiane SpA	BIT:PST	Italy	BBB
PostNL N.V.	ENXTAM:PNL	Netherlands	BBB+
Royal Mail plc	LSE:RMG	United Kingdom	BBB+
United Parcel Service, Inc.	NYSE:UPS	United States	BBB+

Tabel 3. Credit Rating peers.

### KOSTEN BATEN ANALYSE

#### Baten / Voordelen

Controle	Een volledige onafhankelijke check op kredietwaardigheid en vermogen om aan betalingsverplichtingen te voldoen (voor een bepaalde periode).
Vermogensbeslag	Er hoeft geen cash apart te worden gehouden en/of garantie te worden gegeven, waardoor er geen negatief effect is op het werkkapitaal.

#### Kosten / Nadelen

Garantie	Credit rating leidt niet tot een betalingsverplichting in elke omstandigheid. Het is louter een toetsing maar leidt niet tot een directe cashbijdrage/ondersteuning (indien nodig).
Garantie	Er komt geen additionele cashflow ter beschikking dat als garantie dient.
Kosten	Aanvragen van een credit rating kost tijd en geld voor de onderneming.
Continuïteit	Bij lage credit rating zijn additionele stappen nodig om continuïteit van de UPD te garanderen. Indien dit alternatief wordt gebruikt, dan zou dit omgeven moeten worden van bijvoorbeeld een meldingsplicht aan de ACM en/of het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat.
Haalbaarheid	In de huidige situatie is het mogelijk lastig de afzonderlijke UPD activiteiten te ringfencen ten behoeve van een credit rating. Ten opzichte van een IBR is een afzonderlijke credit rating voor de UPD-activiteiten minder diepgaand, bestaat minder ruimte voor maatwerk en kan er in die zin minder op worden vertrouwd.

## 6.4 INDEPENDENT BUSINESS REVIEW (I)

### BESCHRIJVING

- Een Independent Business Review ('**IBR**') betreft een onafhankelijk onderzoek van een gespecialiseerd financieel adviesbureau – veelal actief op het gebied van accountancy, herstructurering en/of corporate finance – waarbij de financiële, strategische en operationele positie van de onderneming in kaart wordt gebracht, en met name wordt gezien in hoeverre de onderneming levensvatbaar is op de korte en middellange termijn, en wat eventueel moet gebeuren om dit voor elkaar te krijgen.
- In het bedrijfsleven wordt een IBR regelmatig door kredietverstrekkers gevraagd op het moment dat zij twijfelen aan de continuïteit van een onderneming op de korte, middellange of langere termijn, bijvoorbeeld in een zogenoemde Bijzonder Beheersituatie. Het onafhankelijke oordeel fungeert dan als belangrijk 'signaal' voor de kredietverstrekkers om wel/niet het krediet op te zeggen.
- Op de volgende pagina is een overzicht weergegeven van belangrijke onderdelen van een IBR.
- In casu zou de uitkomst van een dergelijke IBR tot een (onafhankelijk) oordeel en advies leiden inzake de continuïteit van de UPD, en daarmee een mate van *assurance* geven over de kans dat in de betreffende periode aan de betalingsverplichtingen van de UPD kan (blijven) worden voldaan en daarmee de activiteiten zijn bestendig en geborgd.
- Om de mate van assurance verder te verhogen zou gekozen kunnen worden voor (de corporate finance en/of herstructureringsafdeling van) een accountancy organisatie – niet zijnde de controlerend accountant van de groep waartoe de UPD behoort – met een vergunning om Organisaties van Openbaar Belang ('**OOB's**') te controleren.
- OOB's betreffen "ondernemingen en instellingen wier omvang of functie in het maatschappelijk verkeer van zodanige aard is dat een ondeugdelijk uitgevoerde wettelijke controle van de financiële verantwoording een aanmerkelijke invloed kan hebben op het vertrouwen in de publieke functie van de accountantsverklaring (artikel 2 Wta)".



## 6.4 INDEPENDENT BUSINESS REVIEW (II)

Onderdeel IBR*	Omschrijving
Bedrijfsprofiel	Analyse van de activiteiten van de onderneming, de organisatiestructuur en het management.
Inzicht in het strategie- en marketingplan van de onderneming	Analyse van de strategische inzichten en plannen van het management van de onderneming. Het doorgronden van het marketingplan (dat als assumptie onder de verkoopverwachtingen van het management ligt).
Markt-, trend- en concurrentieanalyse	Analyse van marktontwikkelingen in de komende 12 maanden en verder (vaak 3-5 jaar vooruit), i.e. een analyse van belangrijke ontwikkelingen in de bedrijfstak en algemene politieke, economische, sociaal-culturele en technologische ontwikkelingen. Ook wordt een analyse gemaakt van de concurrentiële dynamiek waarbij niet alleen naar bestaande concurrenten wordt gekeken maar ook naar nieuwe toetreders in de markt (al dan niet concurrerend met nieuwe technologische toepassingen).
Governance, interne processen, interne controlesysteem	Analyse van de wijze waarop toezicht wordt gehouden op het management van de onderneming ("checks and balances"), de mate van efficiëntie van interne processen, evenals de kwaliteit van de management informatiesystemen (boekhoudkundige processen, in- en externe accountancycontroles, fraudegevoeligheid).
SWOT-analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats)	Algehele analyse van de (interne) sterktes, zwaktes, evenals (externe) kansen en bedreigingen voor de onderneming.
Historische performance van de onderneming	Analyse van de lange termijn financiële ontwikkeling, waarbij gekeken wordt naar de historische trends in de winst- en verliesrekeningen, balansen, kasstroomoverzichten (enkelvoudig en geconsolideerd), inclusief de EBITDA-ontwikkeling.
Schuldposities en financieringscapaciteit	Analyse van de ontwikkeling van het netto werkkapitaal (genormaliseerd) en relevante schuldposities in de groep.
Cashflowprognoses van de onderneming inclusief sensitiviteitsanalyse	Validatie van de cashflowprognoses van de onderneming inclusief een sensitiviteitsanalyse. Deze is veelal gebaseerd op een gedetailleerde 12-maandsperiode met een doorkijk naar 24-36 maanden. Dit proces bevat onder meer een i) analyse van de huidige situatie (actuele cijfers versus projecties), ii) een analyse van de assumpties van het management, iii) het testen van de cashflowprognoses in diverse best-case, base-case en worst-case ('downside') scenario's.
Kritieke aandachtspunten	Kritische samenvatting van meest relevante aandachtspunten voor de onderneming in het licht van de continuïteit op korte en lange(re) termijn.
Continuïteitsoordeel	Oordeel over de vraag of de onderneming naar verwachting op korte en lange(re) termijn aan haar betalingsverplichtingen kan blijven voldoen, en daarmee de vraag of continuïteit ('levensvatbaarheid') is gegarandeerd. Dit oordeel wordt meestal gebruikt als "go-no-go" beslissing voor de kredietverstrekkers (wel of geen kredietopzegging) en overige stakeholders (bv. wel of geen kapitaalinjectie door bestaande of nieuwe investeerders).

## 6.4 INDEPENDENT BUSINESS REVIEW (III)

### CONCLUSIE

- In casu zal de uitkomst van een dergelijke IBR tot een (onafhankelijk) oordeel en advies leiden inzake de continuïteit van de UPD voor een periode van minimaal 12 maanden. Concreet wordt hiermee assurance gegeven ten aanzien van de kans dat aan de betalingsverplichtingen kan worden voldaan. Dit betekent echter niet dat wanneer onverhoopt een (onverwacht) liquiditeitstekort ontstaat – als gevolg van een extreem downside scenario dat niet is meegenomen in de IBR – er gegarandeerde support zal worden gegeven vanuit de moeder om aan betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Met andere woorden, de continuïteit van de UPD-activiteiten is niet volledig gegarandeerd.
- Een belangrijk onderdeel van de IBR is evenwel een validatie van de cash flow analyse waaruit blijkt of de UPD-verlener in diverse, realistische downside scenario's aan haar betalingsverplichtingen kan blijven voldoen. Hierbij dient gedetailleerd en inhoudelijk onderbouwd inzichtelijk te worden gemaakt wat de verwachte inkomende en uitgaande geldstromen zijn – inclusief de onderliggende business assumpties – en hoe eventuele tekorten kunnen worden opgevangen met bijvoorbeeld een financieringsarrangement. Belangrijk is hierbij te realiseren dat de statutaire bestuurders van de betreffende vennootschappen – bij het ontbreken van een 403-verklaring – een volledig eigen verantwoordelijkheid hebben inzake de continuïteitsdoelstellingen.
- In deze context betreft een financieringsarrangement een kredietfaciliteit bij een bank of andere kredietverlener, in de vorm van een rekening-courantkrediet, waarbij een UPD-verlener tot een bepaalde hoogte krediet kan opnemen (“rood mag staan”), indien zij niet in staat is om uit haar reguliere en geplande cash flow (base-case) aan haar verplichtingen te voldoen. Hiermee wordt toch een garantie gecreëerd dat indien onverhoopt additionele cash nodig is, deze beschikbaar kan worden gemaakt.
- Het uitvoeren van een IBR dient jaarlijks plaats te vinden en gaat gemoeid met relatief hoge advieskosten en een relatief lange doorlooptijd. Hiermee wordt bedoeld dat op het moment dat een alternatief voor de 403-verklaring nodig is niet bij voorbaat direct een afgeronde IBR gereed is waaruit blijkt dat de continuïteit voldoende is gegarandeerd. Een volledige IBR-procedure zal naar verwachting enkele weken tot maanden in beslag nemen en zal dus goed moeten worden getimed. Daarbij dient de UPD-verlener volledige inzage te geven in haar financiële resultaten, verwachtingen en business als geheel.

- Als laatste, indien het onafhankelijke oordeel negatief is, dan zal de UPD-verlener terstond een ander alternatief beschikbaar moeten hebben voor de hoofdelijke aansprakelijkheid, zoals nu ingevuld middels een 403-verklaring, dan wel de 403-verklaring moeten continueren of opnieuw moeten afgeven.

### KOSTEN BATEN ANALYSE

#### Baten / Voordelen

Controle	Een volledige onafhankelijke check op de strategie, levensvatbaarheid, continuïteit en vermogen om aan betalingsverplichtingen te voldoen (voor een bepaalde periode).
Vermogensbeslag	Er hoeft geen cash apart te worden gehouden en/of garantie te worden gegeven, waardoor er geen negatief effect is op het werkkapitaal.
Controle	Indien uitgevoerd door een gerenommeerde partij met OOB-vergunning dan kan een hoge mate van assurance en objectivering worden aangenomen op basis van de uitkomst van het onderzoek. Tevens geeft het de onderneming en haar toezichthouders concrete inzichten, ook ter verbetering van de levensvatbaarheid op lange(re) termijn. Met name in een verslechterende markt kan dit van grote waarde zijn omdat ook vroegtijdig signalen van mogelijke toekomstige borgings- en bestendigungsproblemen naar boven komen.

#### Kosten / Nadelen

Continuïteit	Een IBR leidt niet tot een betalingsverplichting in elke omstandigheid. Het is louter een toetsing van de levensvatbaarheid in diverse downside scenario's maar leidt niet tot een directe cashbijdrage/ondersteuning (indien nodig).
Garantie	Er komt geen additionele cashflow ter beschikking dat als garantie dient.
Kosten	Een IBR kost tijd en geld voor de onderneming.
Continuïteit	Bij een negatieve uitkomst van de IBR zijn additionele stappen nodig om continuïteit van de UPD te garanderen. Indien dit alternatief wordt gebruikt, dan zou dit omgeven moeten worden van bijvoorbeeld een meldingsplicht aan de ACM en/of het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat
	In de huidige situatie is het mogelijk lastig de afzonderlijke UPD activiteiten te 'ringfencen' ten behoeve van een IBR.

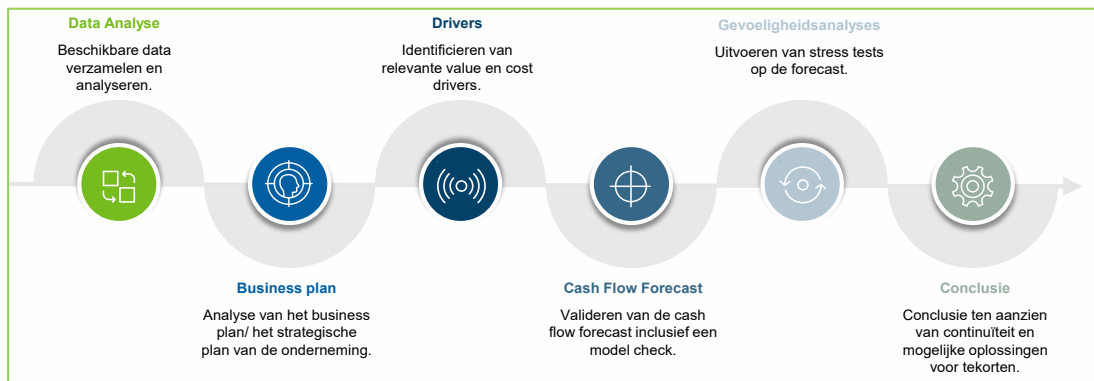
# 6.5 VALIDATED FORECAST

## BESCHRIJVING

Een validated forecast kan worden omschreven als een proces waarbij een externe, onafhankelijke corporate finance adviseur de door de onderneming opgestelde cashflowprognoses voor een bepaalde periode toetst en valideert. Onderstaand zijn de gebruikelijke thema's opgesomd en in Figuur 2 is een (conceptueel) overzicht gegeven van het validatieproces.

### Thema's validated forecast

- Analyse van de value drivers van de onderneming
- Analyse van de verwachtingen en aannames over hoe de markt zich gaat ontwikkelen en de betekenis ervan voor de verwachte performance / potentie van de onderneming
- Analyse van de verwachte omzetgroei inclusief de aannames die eraan ten grondslag liggen
- Gevoeligheidsanalyse van de aannames (best-, base-, worst-case scenario)
- Analyse van de financierbaarheid van de betreffende activiteiten van de onderneming
- Conclusies ten aanzien van de going concern positie van de onderneming voor een bepaalde periode



Figuur 2. Opzet proces cash flow validatie.

## CONCLUSIE

In vergelijking tot een IBR is een validated forecast minder diepgaand, en richt het zich enkel op de financiële ontwikkelingen waar een IBR zich ook (normatiever) richt op strategische keuzes, marktontwikkelingen, governance en management, evenals externe bedreigingen. Een validated forecast kan echter naar verwachting wel sneller en tegen lagere kosten worden uitgevoerd.

## KOSTEN BATEN ANALYSE

### Baten / Voordelen

Controle	Een onafhankelijke check op de financiële prognoses van de onderneming (voor een bepaalde periode).
Vermogensbeslag	Er hoeft geen cash apart te worden gehouden en/of garantie te worden gegeven, waardoor er geen negatief effect is op het werkkapitaal.
Controle	Indien uitgevoerd door een gerenommeerde partij kan een behoorlijk hoge mate van assurance en objectivering worden aangenomen ten aanzien van de liquiditeitsontwikkeling, op basis van de uitkomsten van het onderzoek.

### Kosten / Nadelen

Garantie	Een validated forecast leidt niet tot een betalingsverplichting in elke omstandigheid. Het is louter een toetsing maar leidt niet tot een directe cashbijdrage/ondersteuning (indien nodig).
Garantie	Er komt geen additionele cashflow ter beschikking dat als garantie dient.
Kosten	Een validated forecast kost tijd en geld voor de onderneming (in het algemeen minder dan bij een IBR of credit rating).
Continuïteit	Bij een negatieve uitkomst van de validated forecast zijn additionele stappen nodig om continuïteit van de UPD te garanderen. Indien dit alternatief wordt gebruikt, dan zou dit omgeven moeten worden van bijvoorbeeld een meldingsplicht aan de ACM en/of het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat.
Haalbaarheid	In de huidige situatie is het mogelijk lastig de afzonderlijke UPD activiteiten te ringfencen ten behoeve van een validated forecast.



## 6.6 BORGSTELLING

### BESCHRIJVING

Een borgstelling is een overeenkomst waarbij een derde (dit kan ook de moedervernootschap zijn), i.e., de borgsteller, zich ten gunste van een specifieke schuldeiser verbindt voor de nakoming van de overeenkomst van de daadwerkelijke (hoofd)schuldenaar, voor het geval deze niet nakomt.

Dit betekent dus dat de borgsteller een overeenkomst aangaat met de schuldeiser. Hierin is opgenomen dat indien de hoofdschuldenaar haar verplichting ten aanzien van de schuldeiser niet nakomt de borgsteller de betalingsverplichting dient te voldoen.

In deze context betreft een borgstelling een overeenkomst tussen een schuldeiser van de UPD-verlener en een andere partij (moedervernootschap en/of derde) waarbij laatstgenoemde zich garant stelt voor nakoming van de overeenkomst (tussen de schuldeiser en de UPD) indien de UPD-verlener (de uitvoerende vennootschappen) zelf niet aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen.

### CONCLUSIE

Een borgstelling lijkt tot op bepaalde hoogte op hoofdelijke aansprakelijkheid, echter is het bij een borgstelling van belang dat duidelijk is vermeld voor welke schulden de borgsteller garant staat en tot welk bedrag de borgstelling geldt. Daarbij wordt de borgstelling aangegaan tussen de borgsteller en separate schuldeisers. Dit maakt het voor onderhavige casus bij voorbaat complex.

### KOSTEN BATEN ANALYSE

#### Baten / Voordelen

Controle	Indien de borg door een kredietwaardige partij is afgegeven zullen betalingen voor een bepaalde periode zijn gegarandeerd waardoor aan lopende betalingsverplichtingen kan blijven worden gedaan.
Snelheid	Directe toegang tot cash indien noodzakelijk (afhankelijk van overeengekomen criteria voor ter beschikkingstelling).
Garantie	Borg eenvoudig controleerbaar voor overheid.
Vermogensbeslag	Onderneming hoeft geen werkkapitaal te onttrekken aan de normale business.
Controle	Indirect treedt een garantieverstrekker ook als 'toezichthouder' op, immers haar bereidheid geeft een 'signaal' dat risico laag c.q. te overzien zijn.

#### Kosten / Nadelen

Kosten	Hoge kosten voor het afsluiten van een borgstelling.
Complexiteit	Bepalen van hoogte is complex en arbitrair omdat niet bekend is bij voorbaat wat mogelijke tekorten zullen zijn in de toekomst.
Flexibiliteit	Zekerheden zullen mogelijk moeten worden afgegeven aan de borgsteller, dit gaat ten koste van bestaande financieringsruimte (waardoor een selffulfilling prophecy kan ontstaan).
Complexiteit	Complexiteit van uitbetaling (wanneer, hoeveel, aan wie etc.)

# 3

## Samenvattende analyse

### In deze sectie

---

7 Flow Diagram

27

8 Rekenformule t.b.v. hoogte garanties etc.

28

9 Samenvattende analyse alternatieven

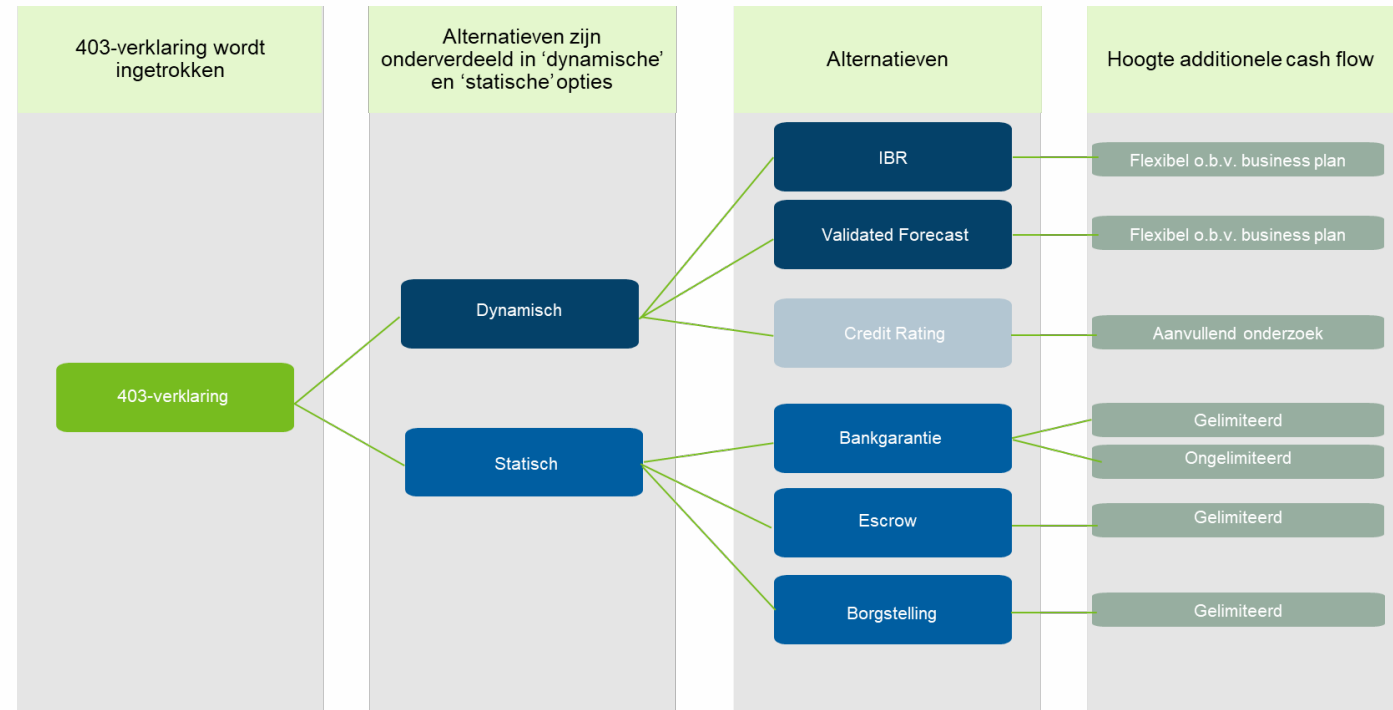
29



# 7 FLOW DIAGRAM

## ANALYSE BESCHIKBARE ALTERNATIEVEN

- In Figuur 3 is een flow diagram van de opties na intrekking van de 403-verklaring (i.e. de huidige invulling van de hoofdelijke aansprakelijkheid) weergegeven. Hierin is inzichtelijk gemaakt wat de alternatieven voor de 403-verklaring zijn en hoe deze kunnen worden ingedeeld.
- Het doel van het wetsvoorstel is dat indien een UPD-verlener de 403-verklaring intrekt op een andere wijze kan worden aangetoond dat de continuïteit van de UPD-activiteiten niet in het geding is. Derhalve dient de UPD-verlener na intrekking van de 403-verklaring aan een van de alternatieven te voldoen. Zoals in dit rapport uiteengezet bestaan er in casu zes in zekere mate kansrijke alternatieven voor de 403-verklaring, althans naar de mening van Onderzoekers.
- Deze alternatieven kunnen worden opgesplitst in 'dynamische' en 'statische' alternatieven. Met statische alternatieven wordt bedoeld dat te allen tijde een bepaald bedrag beschikbaar dient te zijn om mogelijke tegenvallers of andere liquiditeitstekorten aan te kunnen vullen. Met dynamische alternatieven wordt bedoeld op garanties waarbij eerst een analyse van de business uitgevoerd dient te worden om zodoende op een meer specifieke manier te bepalen wat de mogelijke cashbehoefte is om de UPD-activiteiten te kunnen blijven voortzetten.
- In het flow diagram is tevens weergegeven of ten behoeve van de alternatieven een gelimiteerde of ongelimiteerde beschikbaarheid tot additionele liquide middelen dient te bestaan. Op de volgende pagina wordt dieper ingegaan op de noodzakelijke hoogte van (toegang tot) additionele liquide middelen.
- Ten aanzien van de dynamische alternatieven dient te worden opgemerkt dat al geruime tijd voor het intrekken of niet willen verstrekken van een 403-verklaring gestart dient te worden met deze procedures. Analyses van de UPD-verlener zullen immers naar verwachting meerdere weken tot maanden in beslag nemen. Om op tijd aan de vereisten te kunnen (blijven) voldoen dient de analyse dan ook reeds te zijn uitgevoerd alvorens de 403-verklaring wordt ingetrokken of niet wordt verstrekt en tevens geen statisch alternatief word geboden.



Figuur 3. Flow Diagram.

# 8 REKENFORMULE T.B.V. HOOGTE GARANTIES EN ADDITIONELE LIQUIDE MIDDELEN

- Zoals op de vorige pagina beschreven dient voor de statische alternatieven een hoogte te worden bepaald voor het bedrag dat beschikbaar dient te worden gesteld. Ten aanzien van de escrow betekent dit dat een X-bedrag in escrow moet worden gehouden, voor de borgstelling dat een (derde) partij voor een X-bedrag borgstaat en voor de bankgarantie dat de bank een garantie voor een X-bedrag dient af te geven.
- Om de hoogte van het 'X-bedrag' vast te stellen is aansluiting gezocht bij het theoretische (corporate finance) concept van de 'optimale schuldverhouding'. Dit werkt als volgt. Door de schuldpositie te maximaliseren kan exposure aan neerwaartse risico's worden beperkt. De optimale schuldverhouding kan hierbij worden afgeleid aan de hand van een minimale credit rating en bijbehorende Debt/EBITDA ratio. Moody's heeft onderzoek gedaan naar gemiddelde ratio's van bedrijven per rating categorie. In Tabel 4 is een overzicht weergegeven van de Debt/EBITDA ratio per rating categorie. Ten behoeve van het vast stellen van de relevante Debt – EBITDA verhouding gaan we uit van de gemiddelde Debt/EBITDA ratio van de investeringswaardige credit rating categorieën. Dit is eveneens in lijn met de doelstelling dat de UPD-activiteiten dienen te worden gecontinueerd. De gemiddelde ratio bedraagt 2,2. Dit betekent dat de hoogte van de schuld van de UPD-verlener in een optimaal scenario gelijk is aan 2,2 x de EBITDA.

Aggregate ratio per rating category		Average
Debt/EBITDA		
Aaa	1,9	} 2,2
Aa	1,8	
A	2,3	
Baa	2,9	
Ba	3,7	
B	5,2	
Caa-C	8,1	

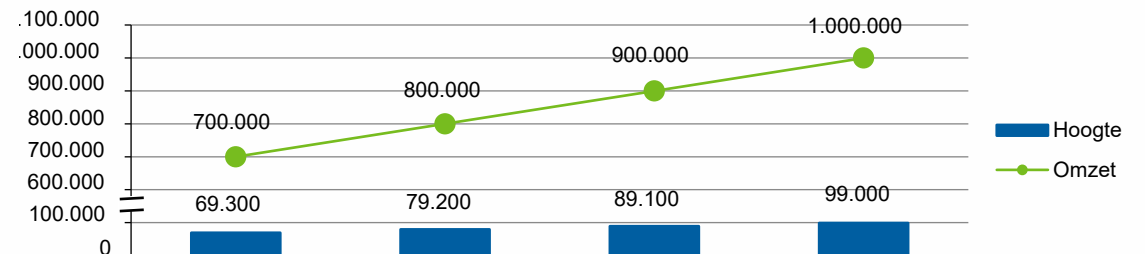
Tabel 4. Debt/EBITDA ratio per rating categorie. Bron: Caridad y López del Río, L., García, G. M., de los Baños, M., Caro-Barrera, J. R., Pérez-Priego, M. A., & Caridad y López del Río, D. (2021). Moody's Ratings Statistical Forecasting for Industrial and Retail Firms. *Economies*, 9(4), 154.

- Aangezien de UPD-verlener in beginsel weinig vaste activa nodig heeft om haar activiteiten uit te voeren zullen afschrijvingen laag zijn en kan de EBIT worden gezien als een goede proxy voor de EBITDA. Zodoende wordt aansluiting gezocht een 'genormaliseerde' EBIT-marge.

- Uit de rapporten van Value Insights en Duff and Phelps blijkt dat het marktconforme rendement tussen de 7,5% en 10,5% ligt. Op basis van onderzoek van Duff & Phelps is het normrendement voor de UPD gesteld op 9,0%. Ten behoeve van het doel van onderhavige casus – het vaststellen van de hoogte van additionele cash dat beschikbaar dient te worden gesteld om de continuïteit van de UPD-activiteiten te waarborgen (i.e., een bankgarantie, escrow of borgstelling) – zal een genormaliseerde EBIT-marge onder de bandbreedte van het marktconforme rendement voldoende zijn. Derhalve is ten behoeve van onderhavige casus ervoor gekozen om een genormaliseerde EBIT-marge van 4,5% aan te nemen (gemiddelde van de range van 0,0% tot 9,0%). Ten overvloede, dit genormaliseerde percentage staat los van de discussie omtrent de hoogte van een redelijk normrendement. Daarbij, het percentage wordt louter toegepast ter bepaling van de hoogte van een buffer om tijdelijke tegenslagen/tekorten te kunnen opvangen.
- Ten aanzien van de optimale schuldpositie van de UPD kan de EBIT worden berekend door de cumulatieve omzet van de afgelopen 12 maanden te vermenigvuldigen met de genormaliseerde EBIT-marge (4,5%). De hoogte van de aan te houden escrow, de borgstelling of de bankgarantie kan dan ook als volgt worden berekend:

$$\text{Hoogte} = \text{LTM omzet} * \text{genormaliseerd EBIT} - \text{marge} * 2,2$$

- Dit betekent dat bij een omzet van (bijvoorbeeld) EUR 900 miljoen een bedrag van ~ EUR 89 miljoen (EUR 900 miljoen \* 4,5% \* 2,2) beschikbaar dient te worden gesteld middels een escrow, bankgarantie of borgstelling. In Figuur 4 is illustratief de hoogte per verschillende LTM omzetresultaten inzichtelijk gemaakt.



Figuur 4. Hoogte additionele liquide middelen bij verschillende indicatieve LTM omzet resultaten (x EUR '000).

## 9 SAMENVATTENDE ANALYSE ALTERNATIEVEN

### Vergelijkingsanalyse van de verschillende alternatieven voor de 403-verklaring

- Onderzoekers hebben verschillende alternatieven voor de 403-verklaring met elkaar vergeleken. Op de volgende pagina is een overzicht hiervan weergegeven. Hierin is op vijf verschillende onderdelen aangegeven hoe geschikt het alternatief is. De diverse alternatieven zijn per onderdeel beoordeeld middels een 'graadmeter' met vijf verschillende gradaties (zie ook aan de rechterzijde). Daarnaast wordt aangegeven of een alternatief wel/niet gekozen zou moeten worden ('keuze'). Onderstaand is een korte introductie per onderdeel gegeven.
  - **Vergelijkbaarheid 403-verklaring:** de alternatieven worden opgesteld voor de situatie dat de 403-verklaring door de moedervereniging van de UPD-verlener wordt ingetrokken dan wel niet verstrekt. Derhalve dient het alternatief zoveel mogelijk in lijn te zijn met de kenmerken, restricties en waarborgen van de 403-verklaring. De graadmeter loopt voor dit onderdeel van 'geenszins vergelijkbaar' [rood] tot 'volledig vergelijkbaar' [groen].
  - **Garantie continuïteit:** de belangrijkste doelstelling van het wetsvoorstel is borging en bestendiging van de continuïteit van de UPD-activiteiten. Derhalve is het van belang dat het alternatief er ook voor zorgt dat de continuïteit van de UPD-activiteiten voldoende wordt gewaarborgd. De graadmeter loopt voor dit onderdeel van 'weinig tot geen garantie' [rood] tot 'goede garantie' [groen].
  - **Kosten:** Ten aanzien van de alternatieven is het ook van belang de kosten voor de UPD-verlener in ogenschouw te nemen. Té hoge kosten zouden kunnen leiden tot (korte termijn) liquiditeitstekorten en een selffulfilling prophecy. De graadmeter loopt voor dit onderdeel van 'zeer hoge kosten' [rood] tot 'weinig tot geen kosten' [groen].
  - **Vermogensbeslag:** het onderdeel vermogensbeslag ziet toe op de hoogte van het beslag dat wordt gelegd op het vermogen van de UPD-verlener. Zo zouden bepaalde alternatieven kunnen leiden tot het beschikbaar moeten houden van een bepaald geld bedrag met dito vermogensbeslag tot gevolg. Ook moeten wellicht zekerheden worden afgegeven. De graadmeter loopt voor dit onderdeel van 'zeer groot vermogensbeslag' [rood] tot 'geen vermogensbeslag' [groen].
  - **Realiseerbaarheid:** uiteraard is het van belang dat de alternatieven die in ogenschouw worden genomen ook daadwerkelijk realiseerbaar zouden kunnen zijn in de praktijk. Anders wordt het risico gelopen dat een "dode letter" in de wet wordt vastgelegd. De graadmeter loopt voor dit onderdeel van 'niet realiseerbaar' [rood] tot 'zeer goed realiseerbaar' [groen].

GRAADMETER TEN BEHOEVE VAN BEOORDELING ALTERNATIEVEN



# 9 SAMENVATTENDE ANALYSE ALTERNATIEVEN

## Overview of Information Request

Alternatief	Toelichting	Vergelijkbaarheid 403	Garantie continuïteit	Kosten	Vermogensbeslag	Realiseerbaarheid	Keuze
<b>Escrow</b>	Het beschikbaar houden van een bepaald bedrag op een escrow-rekening.						✓
<b>Bankgarantie</b>	Een bank geeft een bankgarantie af ten behoeve van de verplichtingen van de UPD-verlener.						✓
<b>Credit Rating UPD</b>	Een onafhankelijke credit agency geeft een credit rating af. Deze dient minimaal investeringswaardig te zijn.						✗
<b>IBR</b>	Een onafhankelijk accountants kantoor geeft een oordeel omtrent de continuïteit van de UPD-verlener.						✓
<b>Validated Forecast</b>	Een onafhankelijk accountants kantoor geeft een oordeel omtrent de forecast van de UPD-verlener.						✗
<b>Borgstelling</b>	Een derde staat garant voor betalingsverplichtingen van de UPD-verlener aan een specifieke schuldeiser.						✗

## 9 SAMENVATTENDE ANALYSE ALTERNATIEVEN (I)

Er zijn voldoende alternatieven voor de 403-verklaring waardoor de UPD-verlener een keuze kan maken voor de voor haar meest geschikte optie.

- De **escrow** optie geeft in beginsel een goede garantie voor continuïteit. Liquide middelen worden geringfenced en kunnen worden aangewend indien sprake is van een liquiditeitstekort. Nadeel is dat de realiseerbaarheid in de praktijk waarschijnlijk lastig is vanwege het hoge vermogensbeslag en onzekerheid na aanspreking van de escrow.
- Het alternatief van de **bankgarantie** is grotendeels in lijn met de 403-verklaring en zal ervoor zorgen dat indien sprake is van een liquiditeitstekort, dit kan worden aangevuld. Realiseerbaarheid is waarschijnlijk lager in vergelijking tot hoofdelijke aansprakelijkheid vanwege hoge eraan verbonden kosten en het aspect van door de bank gewenste zekerheden.
- Het alternatief van de **IBR** geeft jaarlijks een goede kwalificatie van de continuïteit van en risico's voor de UPD-verlener. Middels kritisch, onafhankelijk onderzoek naar onder meer de strategie, verwachtingen, marktontwikkelingen en cash flow forecasts kan een zwaarwegend oordeel worden gegeven over de levensvatbaarheid van de UPD-verlener op korte en middellange termijn. Om de kwaliteit van de IBR te garanderen dient deze naar de mening van Onderzoekers te worden uitgevoerd door een (gespecialiseerde afdeling van een) accountantskantoor met een OOB-vergunning. Voordeel van een IBR is dat het geen additioneel vermogensbeslag vergt. Dit onderzoek neemt echter wel veel tijd in beslag en is in die zin kostbaar. De alternatieven **credit rating UPD** en **validated forecast** zijn minder geraffineerd en diepgaand en lijken derhalve minder goede alternatieven.
- Het alternatief **borgstelling** achten Onderzoekers eveneens minder geschikt. Dit alternatief is in lijn met de hoofdelijke aansprakelijkheid maar richt zich op specifieke overeenkomsten tussen de UPD-verlener en schuldeisers. Daardoor zal realiseerbaarheid complex zijn, zeker in het licht van het doel van waarborging van de continuïteit van de UPD-activiteiten.



## 9 SAMENVATTENDE ANALYSE ALTERNATIEVEN (II)

Drie alternatieven voor de 403-verklaring waardoor de UPD-verlener een keuze kan maken voor de voor haar meest geschikte optie.

- Samengevat identificeren Onderzoekers drie geschikte alternatieven voor de 403-verklaring, te weten:
  - Escrow;
  - Bankgarantie;
  - Independent Business Review (IBR).
- Een en ander betekent dat voor een UPD-verlener in beginsel voldoende keuzemogelijkheden bestaan waarin bijvoorbeeld gekozen kan worden voor een alternatief dat een langere doorlooptijd bevat en hogere kosten heeft en waarbij een onafhankelijke partij de onderneming kritisch analyseert op continuïteit, maar waardoor het vermogensbeslag beperkt is, of voor een alternatief waarbij de UPD-verlener of een derde een bepaald bedrag beschikbaar dient te houden om (onverwachte) liquiditeitstekorten aan te vullen dan wel een garantie afgeeft in de vorm van hoofdelijke aansprakelijkheid.
- Als laatste, niet vergeten dient te worden dat een (moedermaatschappij van de) UPD-verlener te allen tijde de keuze heeft om een 403-verklaring af te geven, i.e. zich hoofdelijk aansprakelijk te stellen. De weging van alternatieven dient dan ook in dat licht te worden gezien.
- Daarbij nog het volgende niet onbelangrijke aspect. Er zou juist vanuit de markt druk kunnen ontstaan om de 403-verklaring wél te handhaven of af te geven ondanks wettelijke mogelijkheden voor alternatieven en ondanks dat een moedermaatschappij dit niet (meer) wil. Dit heeft dan te maken met de eerder genoemde 3 assen (operaties, investeringen, financieringen) waarbij bijvoorbeeld verhuurders, banken of leasemaatschappijen simpelweg geen zaken met UPD-vennootschappen willen doen indien een moeder niet via een 403-verklaring garant wil staan. En als men dat wel zou willen, dan zullen hier mogelijk hogere eisen aan worden gesteld in de vorm van bijvoorbeeld hogere vereiste liquiditeits- en solvabiliteitsratio's, minimale bedragen die altijd in cash in de onderneming aanwezig moeten zijn en of (hogere) zekerheden bij de betreffende vennootschap en of andere groepsvennootschappen.





# 4

## Advies

### In deze sectie

---

10 Advies

Disclaimer

### Pagina

---

34

36



# 10 ADVIES (I)

## INLEIDING

- In de huidige situatie van de UPD-verlener is een 403-verklaring afgegeven door de moedermaatschappij van de UPD. Hierdoor is zij hoofdelijk aansprakelijk voor alle verplichtingen die voortvloeien uit de rechtshandelingen van de UPD-verlener. Indien een 403-verklaring wordt ingetrokken of niet wordt verstrekt, dan dient middels een alternatief zekerheid rondom de continuïteit van de UPD-activiteiten te worden gegeven. In dit Rapport zijn de volgende alternatieven aangemerkt:
  - Escrow;
  - Bankgarantie;
  - IBR.
- Het is van belang te onderkennen dat geen van de alternatieve garanties een 100% zekerheid geeft met betrekking tot de bestendinging en borging van de UPD-activiteiten. Dit geldt echter evenzeer voor de 403-verklaring of een andere vorm van hoofdelijke aansprakelijkheid. Immers, in theorie zou de moederverenootschap van de UPD kunnen besluiten om de vennootschap(en) waarin de UPD is ondergebracht 'leeg te trekken', i.e. de aanwezige cash naar boven te halen – al dan niet middels een cashpool (wat in een concern overigens niet ongebruikelijk is). Indien de onderneming als geheel daarna faillieert dan is het vervolgens nog maar de vraag in hoeverre er verhaal is. Ondertussen zullen de UPD-activiteiten hoogstwaarschijnlijk stil liggen, in elk geval voor een bepaalde periode en ter discretie van de aangestelde curator. Het gaat er dan ook vooral om – bij welk alternatief dan ook – dat er voldoende waarborgen zijn voor een vroegtijdige signalering dat er mogelijk cashflow problemen (kunnen) optreden, opdat vervolgens een waarschuwingseffect uitgaat naar de ACM en of het Ministerie van EZK en er op dat moment nog voldoende tijd is om maatregelen te nemen. Mede om deze reden is ervoor gekozen om binnen de alternatieven met periodes van 12 maanden te werken, dat in het algemeen voldoende tijd moet bieden om tot oplossingen te komen ter bestendinging en borging van de UPD-activiteiten, i.e. dat geen plotselinge maatschappelijk ontwrichting zal optreden vanwege het van de ene op de andere dag stilvallen van de diensten.
- Dit alles geldt ook voor de introductie van externe partijen (i.e., accountantskantoren met een OOB-vergunning) die 'going concern' en volstrekt onafhankelijk inschattingen kunnen maken van de levensvatbaarheid van de UPD-activiteiten of de garantstellers ervan. Dit alles op basis van beste inschattingen van het management van de UPD-verlener die – zeker in de situatie van géén 403-verklaring – direct 'skin in the game' heeft (risico van bestuurdersaansprakelijkheid vanwege statutaire verantwoordelijkheid) ten aanzien van de mogelijke gevolgen van misrepresentatie van toekomstige scenario's.
- Overigens, het feit dat de UPD gereguleerd is – met een specifieke rapportageverplichting in de vorm van een jaarlijkse (openbare) financiële verantwoording – zorgt ook voor een (extra) signaal / vangnet (naast de 403-verklaring of alternatieven) in de vorm van vroegtijdige signalering van mogelijk zwaar weer (bijvoorbeeld: te laag normrendement) op basis waarvan conveniërende maatregelen kunnen worden genomen ter borging en bestendinging van de UPD-activiteiten.

# 10 ADVIES (II)

---

## VOORSTEL TEN BEHOEVE VAN FORMULERING AMVB

Op basis van de weging van alternatieven komen Onderzoekers tot het volgende advies ten aanzien van de formulering van een te ontwerpen AMvB, uitgedrukt in een (concept) formulering:

Indien de rechtspersoon, zoals bedoeld in artikel 22a, tweede lid, onderdeel b (voorstel van wet; Wijziging van de Postwet 2009; 35423), de verklaring wijzigt, bedoeld in artikel 22a, tweede lid, onderdeel b, of deze intrekt, dan dient deze rechtspersoon aan te tonen dat hij minimaal voldoet aan een van de volgende eisen ten aanzien van de financierbaarheid van een bestendige uitvoering van de UPD:

Ten behoeve van de UPD-activiteiten is a) een bedrag in escrow geplaatst of b) een bankgarantie verstrekt ter hoogte van een bepaald bedrag, dan wel c) een combinatie van beide. Het (totaal)bedrag wordt bepaald middels de formule:  $LTM\ omzet * genormaliseerd\ EBIT - marge * 2,2$ . Looptijd van de bankgarantie en of escrow is minimaal 12 maanden. De hoogte van het bedrag wordt elk jaar op 1 januari opnieuw vastgesteld op basis van de omzet van de UPD-verlener over de laatste 12 maanden. De Autoriteit Consument en Markt wordt hiervan onverwijld schriftelijk op de hoogte gebracht.

De voorwaarden onder a, b, c zijn niet van toepassing indien bij de vennootschap(en) waarin de UPD-activiteiten zijn ondergebracht door een accountantskantoor met een OOB-vergunning – niet zijnde de controlerend accountant van de groep – een Independent Business Review (IBR) is uitgevoerd waaruit blijkt dat de UPD-activiteiten voor minimaal 12 maanden zijn geborgd. Een negatieve uitkomst van een IBR dient onverwijld aan de Autoriteit Consument en Markt en het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat te worden gemeld.

# DISCLAIMER

---

- Het Rapport is uitsluitend voor de Opdrachtgever opgesteld voor de hierin vermelde doeleinden en dient niet voor andere doelen te worden gebruikt.
- Tenzij de wet dit vereist, zal de Opdrachtgever dit Rapport niet verstrekken aan een derde partij die dit Rapport eist, of naar ons of onze diensten verwijzen zonder onze voorafgaande schriftelijke toestemming, die wij naar eigen goeddunken kunnen verlenen, inhouden of onder voorwaarden kunnen verlenen. Wij stemmen er echter wel mee in dat dit Rapport wordt gedeeld met PostNL en ACM.
- Om dit Rapport vrij te geven aan andere personen, dient de Opdrachtgever eerst een door BFI opgestelde Release Letter te ondertekenen, waarna BFI de aangewezen ontvanger(s) een Hold Harmless Letter stuurt die ondertekend dient te worden voordat wij het Rapport naar de betreffende partij sturen. In geen geval, ongeacht of er al dan niet (vooraf) toestemming is gegeven, nemen wij enige verantwoordelijkheid op ons ten opzichte van de Opdrachtgever of een derde partij aan wie het Rapport wordt bekendgemaakt of anderszins ter beschikking wordt gesteld. Indien derden besluiten enige zekerheid toe te kennen aan dit Rapport dan geschiedt dit op eigen risico en aanvaardt BFI generlei aansprakelijkheid voor de mogelijke gevolgen hiervan.
- De Opdrachtgever vrijwaart BFI en stelt BFI schadeloos voor alle aanspraken van derden die in verband met de Opdracht mochten ontstaan, tenzij hij aantoont dat de aanspraken het gevolg zijn van opzet of bewuste roekeloosheid van ons. Deze vrijwaring en borgstelling geldt ook ten aanzien van eventuele aandeelhouders, bestuurders van aandeelhouders, (statutaire) bestuurders of werknemers (van BFI of van derden die wij inschakelen voor de uitvoering van de Opdracht), die zich derhalve rechtstreeks op deze vrijwaring kunnen beroepen.
- De aan BFI ter beschikking gestelde informatie is niet geverifieerd noch getoetst op juistheid en volledigheid. Er is geen accountantscontrole toegepast, noch heeft een juridische en of fiscale beoordeling of due diligence onderzoek plaatsgevonden. Dit Rapport beoogt dan ook niet om enige vorm van assurance te verstrekken.
- Op onderhavige Opdracht zijn de Algemene Rijksvoorwaarden voor het verstrekken van opdrachten tot het verrichten van Diensten 2018 (ARVODI 2018) van toepassing.