



van het Air France-deel (deels) gedekt kunnen worden, terwijl KLM een nieuwe start kan maken.

Het zou betekenen dat Air France-KLM het beter renderend deel binnen de organisatie zal opgeven, terwijl meer integratie de wens is. Een afgescheiden KLM wacht dan een nieuw avontuur van samenwerking met andere vliegmaatschappijen, want zelfstandig de concurrentie aangaan in de overvolle vliegmarkt is onbegonnen werk. Kortom: een zeer onwaarschijnlijke optie, zelfs voor degenen die het verstandig vinden om van de Koninklijke tijdelijk een staatsbedrijf te maken.

2. AANDELEN UITGEVEN

Een optie die nadrukkelijk op tafel zal komen, is de uitgifte van nieuwe aandelen. Dat kan allereerst via een claimemissie, waarbij bestaande aandeelhouders naar rato kapitaal kunnen

bijstorten om hun belang op peil te houden. Het moment om aandelen uit te geven is niet ideaal op de huidige koers. Ondanks een stijging afgelopen weken is de koers van het aandeel Air France-KLM nog steeds meer dan de helft lager dan begin dit jaar.

De emissie zal niet genoeg zijn om het gat in de balans te dichten en zal op weerstand stuiten bij diverse spelers. Een nieuwe kapitaalinjectie zal in Nederland gevoelig liggen in crisistijd, terwijl Delta Airlines en China Eastern in deze moeilijke omstandigheden niet zitten te wachten op extra uitstroom van kasgeld. En dan is er nog de Europese Commissie die moet toetsen of een nieuwe kapitaalinjectie van de Nederlandse en Franse Staat wel verantwoord gebruik van overheidsgeld is.

Naast de claimemissie is er de optie om aandelen onderhands te plaatsen bij enkele grote partijen. De Nederlandse en Franse Staat liggen dan het meest voor de hand. In uitvoering kan dit sneller en minder complex zijn, maar onrust onder de niet-deelnemende aandeelhouders zal navenant groter zijn.

3. SCHULDEN RUILEN OF VERPAKKEN

Schulden afbouwen of extra eigen vermogen aantrekken zijn twee manieren om de verhouding tussen eigen vermogen en schulden te verbeteren. Het mes snijdt aan twee kanten als schuldeisers bereid zijn een deel van hun leningen om te zetten in aandelen. Opnieuw komen daarvoor de Franse en Nederlandse Staat het eerst in aanmerking. Zij hebben respectievelijk 3 en 1 miljard euro aan directe leningen uitstaan bij de onderneming.

Vanwege de uitgifte van nieuwe aandelen zullen andere aandeelhouders ook in deze optie hun belang zien verwateren. En flink ook. Om de helft van de directe leningen om te zetten, zal ongeveer eenzelfde aantal aandelen bijgedrukt moeten

worden als er nu in omloop is.

Behalve schulden ruilen kunnen nieuwe leningen op een bijzondere manier verpakt worden. Het gaat dan om achtergestelde converteerbare leningen, schulden die onder bepaalde omstandigheden om te zetten zijn in aandelen en daarom volgens de boekhoudregels als eigen vermogen tellen.

De uitgifte van dergelijke 'hybride' leningen lijkt een elegante manier om de schuldenlast van Air France-KLM aan te pakken. Toch zijn de bezwaren uit andere mogelijkheden tot schuldvermindering ook hier van toepassing. Als de hybride leningen omgezet worden in aandelen betekent dit een flinke verwatering van de belangen van andere aandeelhouders en daarmee een verkapt nationalisatie.

4. EN ANDERS VERKOOP JE TOCH GEWOON DE VLOOT?

Geen enkele van de hiervoor geschetste mogelijkheden biedt zonder meer een oplossing voor de problemen van Air France-KLM. Gezien de omvang van de problemen zal een combinatie van pijnlijke ingrepen nodig zijn. Daarbij valt ook nog te denken aan de verkoop van bezittingen zoals vliegtuigen of de onderhoudsdivisie. Dat brengt geld in het laatje en drukt de overcapaciteit in een overvolle markt. Wie verkoopt uit nood heeft echter een ongunstige uitgangspositie. Bovendien is de vraag naar vliegtuigen - eufemistisch gezegd - niet erg groot momenteel.

Het is duidelijk dat een gemakkelijke, efficiënte of eenduidige oplossing niet bestaat voor de problemen bij Air France-KLM. Komende maanden moet een plan op tafel komen, waarbij een centrale rol weggelegd zal zijn voor de Nederlandse en Franse Staat. Zij zullen daarbij hun verschillende rollen afwegen. Voor andere aandeelhouders is in die afweging naar alle waarschijnlijkheid maar beperkt plaats.

EEN OPTIE DIE
NADRUKKELIJK
OP TAFEL
ZAL KOMEN,
IS DE UITGIFTE
VAN NIEUWE
AANDELEN

