

## Gedeputeerde Staten

de voorzitter van Provinciale Staten van Zeeland  
t.a.v. de statengriffier

**onderwerp**  
Overdracht aandelen PZEM NV in Evides NV

**kenmerk**  
19429221



**behandeld door**  
Drs. R.G.I. Verdurmen  
+31 118 631879

**verzonden**

Middelburg, 29 oktober 2019

Geachte voorzitter,

### Samenvatting

*Al langere tijd wordt door de PZEM aandeelhouders toegewerkt naar de overdracht van de aandelen van PZEM NV in Evides naar de PZEM aandeelhouders. Drinkwater is een publiek belang en het is maatschappelijk gewenst dit rechtstreeks in overheidshanden te hebben. Het is gewenst deze drinkwatervoorziening uit de risicodragende sfeer van een hoofdzakelijk commercieel bedrijf te halen. Daarnaast wensen de aandeelhouders zelf rechtstreeks over de dividenden van Evides te beschikken. Vanuit het ministerie van Infrastructuur en Milieu ligt er al geruime tijd een verzoek om omhanging van de aandelen Evides binnen afzienbare termijn te realiseren.*

*In de Algemene vergadering van Aandeelhouders (AvA) op 29 mei 2019 is de Raad van Bestuur van PZEM door de aandeelhouders verzocht om nader onderzoek te doen naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM belang in Evides aan een tussenholding (scenario 7) met als doel om ook op termijn het economisch eigendom over te dragen. Bij dit onderzoek dient een alternatief scenario "Verkoop van de aandelen PZEM in Evides tegen de marktwaarde aan een tussenholding (scenario 3A en 3B)" te worden betrokken.*

*Door de aandeelhouderscommissie en PZEM is een ambtelijke werkgroep gevormd, bestaande uit vertegenwoordigers van PZEM, de Provincie Zeeland en de gemeentelijke aandeelhouders, ondersteund door Deloitte, die dit onderzoek uitvoert.*

*In haar eindadvies concludeert de werkgroep dat scenario 7: "certificering van de aandelen" beter lijkt te passen binnen de gestelde uitgangspunten en belangen. Scenario 3 lijkt voor de aandeelhouders financieel vooralsnog minder aantrekkelijk. De werkgroep adviseert dan ook tot certificering van de aandelen van Evides. Met certificering wordt het publieke belang van de drinkwatervoorziening gediend, doordat het juridische eigendom rechtstreeks bij de aandeelhouders van PZEM komt te liggen. Daarnaast behoudt PZEM de kasstromen uit dividend zolang dit noodzakelijk is voor een financieel gezonde bedrijfsvoering.*

*Op basis van het eindadvies van de werkgroep heeft de Raad van Bestuur PZEM een voorstel opgesteld ter besluitvorming in de AvA op 20 december 2019 waarin de Raad van Bestuur PZEM voorstelt om het scenario 7 "certificering van de aandelen" nader uit te werken voor implementatie in 2020.*

*Als het voorstel van de Raad van Bestuur afgezet wordt tegen het kader van de aandeelhoudersstrategie PZEM en de door uw Staten vastgestelde beleidsnota verbonden partijen leidt dit tot een aantal overwegingen. Hieruit blijkt dat het voorstel van de Raad van Bestuur aansluit bij de aandeelhoudersstrategie PZEM NV waarin de wens is vastgelegd het belang van PZEM in Evides van de overige commerciële PZEM onderdelen te separeren. Middels het voorstel van de Raad van Bestuur wordt het publieke belang van de drinkwatervoorziening gediend. Pas op de langere termijn zal het dividend van Evides voor de aandeelhouders beschikbaar komen. Daar staat tegenover dat in het voorstel door de huidige aandeelhouders geen extra risico wordt genomen. Er is sprake van een tussenstap op weg naar de gewenste eindsituatie: de PZEM-aandelen in Evides voor 100% rechtstreeks in publieke handen.*

*In onze vergadering van 29 oktober 2019 hebben wij een voorgenomen besluit genomen om in de AvA PZEM op 20 december 2019 goedkeuring te verlenen aan het voorstel van de Raad van Bestuur van PZEM om scenario 7 “certificering van de aandelen” verder uit te werken voor implementatie in 2020. Middels de voorliggende brief stellen wij uw Staten in de gelegenheid wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken. Wij verzoeken u om uiterlijk 13 december 2019 ons hierover te informeren zodat wij op basis hiervan een definitief standpunt kunnen innemen en dienovereenkomstig onze stem uitbrengen in de AvA PZEM op 20 december 2019.*

## **I. Inleiding**

Het is een langgekoesterde wens van de PZEM aandeelhouders om de aandelen van PZEM NV in Evides NV rechtstreeks te gaan houden. In de afgelopen jaren zijn hiervoor diverse moties aangenomen en ook in de aandeelhoudersstrategie PZEM is dit vastgelegd. Drinkwater is een publiek belang en het is maatschappelijk gewenst dit rechtstreeks in overheidshanden te hebben. Het is gewenst deze drinkwatervoorziening uit de risicodragende sfeer van een hoofdzakelijk commercieel bedrijf te halen. Daarnaast wensen de aandeelhouders zelf rechtstreeks over de dividenden van Evides te beschikken.

In 2010 heeft de Tweede Kamer de minister van VROM verzocht ervoor zorg te dragen dat middellijk overheidseigendom van drinkwaterbedrijven niet meer is toegestaan. Per brief d.d. 13 november 2013 (*kenmerk IenM/BSK-2013/263667*) heeft het ministerie van Infrastructuur en Milieu te kennen gegeven dat omhanging van de aandelen Evides binnen afzienbare termijn gewenst is.

Voor PZEM zijn de bedrijfseconomische gevolgen en mogelijke juridische risico's als gevolg van een overdracht van de aandelen Evides van belang. De financiële positie van PZEM laat het op dit moment niet toe dividend uit te keren c.q. de stabiliteit als gevolg van het dividend van Evides te missen. Vanuit het oogpunt van bestuurdersaansprakelijkheid/onrechtmatig handelen is overdracht “om niet” van het volle aandeel van PZEM in Evides naar de huidige aandeelhouders PZEM, dan wel een overdracht waardoor crediteuren mogelijk benadeeld kunnen worden om die reden op dit moment niet mogelijk. Door PZEM en haar aandeelhouders is met inachtneming van het voorgaande gezamenlijk onderzocht op welke wijze afsplitsing van de aandelen van PZEM in Evides NV wel haalbaar is.

In de voorliggende brief worden uw Staten geïnformeerd over de uitkomsten van voornoemd onderzoek, de keuze die vervolgens in gezamenlijkheid is gemaakt, en tot slot wordt u in de gelegenheid gesteld wensen en bedenkingen kenbaar te maken inzake ons voorgenomen besluit inzake het voorstel van de Raad van Bestuur van PZEM. De besluitvorming over het voorstel van de Raad van Bestuur is geagendeerd voor de Algemene vergadering van Aandeelhouders PZEM op 20 december 2019.

## **II. Voorgeschiedenis**

De Raad van Bestuur van PZEM heeft in haar plan d.d. 9 mei 2018 aangegeven bereid te zijn mee te werken om de mogelijkheden van rechtstreeks aandeelhouderschap van de aandelen PZEM in Evides te onderzoeken. Door de aandeelhouderscommissie (AHC) en PZEM is in oktober 2018 een ambtelijke werkgroep gevormd, bestaande uit vertegenwoordigers van de Provincie Zeeland en enkele gemeentelijke aandeelhouders, ondersteund door Deloitte, die dit onderzoek uitvoert.

De werkgroep heeft eind 2018 in kaart gebracht welke scenario's denkbaar zijn om te komen tot het vervullen van de wens van de aandeelhouders. Dit heeft geresulteerd in 9 scenario's en een unanieme voorkeur van de werkgroep om scenario 7 (tijdelijke splitsing juridisch en economisch eigendom van de aandelen van PZEM in Evides) nader te onderzoeken. Over het voorgaande bent u geïnformeerd in onze brief “Overdracht van de aandelen PZEM NV in Evides NV” d.d. 29 januari 2019 (*kenmerk 19002513*).

In de brief geven wij aan dat wij, in lijn met het advies van de werkgroep, voornemens zijn de Raad van Bestuur van PZEM te verzoeken om nader onderzoek te doen naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM-belang in Evides aan een tussenholding (scenario 7). Middels deze brief hebben wij uw Staten in de gelegenheid gesteld, eventuele wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken.

Na behandeling van onze brief in de vergadering van uw Commissie Bestuur op 15 februari 2019 en in uw Statenvergadering op 1 maart 2019 hebben uw Staten ons per brief uw wensen en bedenkingen kenbaar gemaakt. In deze brief geeft u aan geen bedenkingen tegen het omhangen van de aandelen van PZEM in Evides naar de huidige aandeelhouders van PZEM te hebben. Wel geeft u als wens mee om over de scenario's 3a, 3b en 7 een second opinion te laten opstellen door een externe onafhankelijke adviseur.

Vervolgens hebben wij adviesbureau Emendo Capital BV opdracht gegeven deze second opinion uit te voeren. Middels onze brief "second opinion overdracht aandelen PZEM" d.d. 7 mei 2019 (*kenmerk 19012647*) bent u geïnformeerd over de bevindingen van Emendo Capital BV.

Emendo kan zich vinden in de belangrijkste conclusies van de werkgroep ten aanzien van de beperkingen van de overname variant (scenario 3 A en 3B). De vraag in hoeverre de variant splitsing van juridisch en economisch eigendom (scenario 7) te prefereren is wordt volgens Emendo bepaald door de juridische invulling ervan. Met name van belang is hoeveel zeggenschap PZEM zou blijven houden als houder van het economisch eigendom. Op dit moment is er volgens Emendo nog onvoldoende duidelijkheid over de juridische invulling in scenario 7.

In de Algemene vergadering van Aandeelhouders (AvA) op 29 mei 2019 is de Raad van Bestuur door de aandeelhouders verzocht om *nader onderzoek te doen naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM belang in Evides aan een tussenholding zoals weergegeven in de brief (scenario 7) met als doel om op termijn ook het economisch eigendom over te dragen;*

*Bij dit onderzoek dient een alternatief scenario "Verkoop van de aandelen PZEM in Evides tegen de marktwaarde aan een tussenholding (scenario 3A en 3B)" te worden betrokken. Daarnaast dient bij de uitwerking rekening te worden gehouden met de randvoorwaarden die zijn vastgelegd in het advies van de second opinion van Emendo Capital BV.*

### III. Bevindingen werkgroep: uitwerking scenario 7 en scenario 3

#### A. Scenario 7: splitsing juridisch en economisch eigendom aandelen Evides

Door de werkgroep is invulling geven aan het verzoek om scenario 7 nader uit te werken (**bijlage 1: Eindadvies werkgroep Aqua**).

Scenario 7 betreft het splitsen van het juridisch en economisch eigendom van het aandeel PZEM in Evides. In deze variant worden de huidige aandeelhouders PZEM, middels een op te richten tussenholding, juridisch eigenaar van het aandeel PZEM in Evides en krijgen het stemrecht op de aandelen in de Algemene vergadering van Aandeelhouders van Evides. PZEM blijft (tijdelijk) economisch eigenaar en is daarmee gerechtigd tot het ontvangen van het dividend van Evides. Op het moment dat dit financieel opportuun is, draagt PZEM haar economisch eigendom al dan niet gefaseerd over aan de tussenholding. Hierdoor komt het juridisch en economisch eigendom weer in één hand (de tussenholding) zodat op termijn er sprake is van volle eigendom van 50% van de aandelen in Evides.

#### Vier varianten binnen scenario 7

De werkgroep heeft vier varianten in kaart gebracht die leiden tot een splitsing van het juridisch en economisch eigendom:

- 1) Vestigen vruchtgebruik op de aandelen;
- 2) Certificering van de aandelen;
- 3) Flex-BV: twee soorten aandelen (aandelen met alleen winstrecht en aandelen met alleen stemrecht);
- 4) Aandelen met tracking stock.

Na kennisname van ingewonnen advies bij fiscaal adviesbureau EFK en advocatenkantoor NautaDutilh zijn de varianten 1 en 4 afgefallen:

Variant 1: Vestigen vruchtgebruik op de aandelen

Bij variant 1 bestaat er fiscale onduidelijkheid of de vruchtgebruiker nog langer gebruik kan blijven maken van de deelnemingsvrijstelling. Er is geen recente richtinggevende jurisprudentie en in de literatuur worden tegengestelde standpunten ingenomen. Dit betekent fiscale onzekerheid en dus een fiscaal risico. Bovendien kent variant 1 de beperking dat een recht van vruchtgebruik voor niet langer dan 30 jaar gevestigd mag worden. Het recht vervalt van rechtswege na 30 jaar.

Variant 4: Aandelen met tracking stock

Variant 4 blijkt geen mogelijkheid te zijn om het juridisch en economisch eigendom te splitsen. Het economisch eigendom kan weliswaar getrackt worden, maar het juridisch eigendom (stemrecht/zeggenschap) niet. Om deze reden valt variant 4 af.

Na het afvallen van de varianten 1 en 4 heeft de juridische werkgroep de varianten 2 en 3 verder uitgewerkt. Zowel variant 2 als variant 3 zijn realistische constructies om het juridisch en economisch eigendom van de aandelen in Evides (tijdelijk) te splitsen.

Variant 2: Certificering van de aandelen en variant 3: Flex-BV

Variant 2 (Certificering) en variant 3 (flex-bv: soorten aandelen) liggen materieel gezien dicht tegen elkaar aan. Een verschil betreft het vergaderrecht van de houder van winstrecht aandelen. Dit betekent dat PZEM als houder van winstrecht aandelen opgeroepen moeten worden voor de AvA van de tussenholding, recht heeft op toegang tot de AvA en daar het woord te voeren, en bovendien heeft de houder van winstrecht aandelen een aantal vetorechten (m.n. bij statutenwijziging in haar nadeel). Weliswaar kunnen deze rechten contractueel weer uitgesloten c.q. ingeperkt worden, maar dat vergt extra afspraken. In het geval van certificering (z nder vergaderrecht) heeft PZEM als certificaathouder deze rechten niet.

Een ander verschil is dat bij certificering de tussenholding (BV administratiekantoor) de (gecertificeerde) aandelen in beginsel niet mag vervreemden aan een derde. Dit is een waarborg voor PZEM dat de aandelen in handen blijven van de tussenholding voor de duur dat PZEM belang heeft bij de dividendstroom uit Evides. Bij de constructie met twee soorten aandelen kan dit weliswaar ook bereikt worden maar dat vergt extra afspraken tussen PZEM en de tussenholding.

Nog een verschil is dat certificering een beproefde constructie is voor dit soort situaties (deze constructie bestaat al decennia), terwijl het uitgeven van twee soorten aandelen een minder ontgonnen terrein is (deze mogelijkheid bestaat sinds 2012).

Tot slot is een verschil dat de fiscale aspecten bij certificering zijn uitgekristalliseerd (duidelijkheid!) terwijl dit bij soorten aandelen nog niet of veel minder het geval is.

Alles overwegende concludeert de juridische werkgroep dat de varianten 2 en 3 realistische constructies zijn om het juridisch en economisch eigendom van de aandelen in Evides (tijdelijk) te splitsen. De genoemde verschillen zorgen er echter voor dat de werkgroep unaniem adviseert om de splitsing vorm te geven door middel van certificering. De genoemde verschillen zorgen ervoor dat certificering het meest geschikte instrument is om i.c. de tijdelijke splitsing vorm te geven. Er zullen wel flankerende (contractuele) afspraken moeten worden vastgelegd inzake o.a. het dividendbeleid van Evides, de toe te passen waarderingsmethodiek bij de (gefaseerde) overdracht van de certificaten van PZEM aan het BV administratiekantoor, informeel overleg tussen de tussenholding en PZEM, en een aanpassing van het dividendbeleid van PZEM.

**Voorkeursvariant 2: Certificering van de aandelen**

Variant 2, certificering van de aandelen, blijkt het meest geschikte instrument te zijn om de afsplitsing van het aandeel PZEM in Evides vorm te geven.

In de realisatie van dit scenario is een aantal fasen te onderscheiden:

fase 0: de huidige situatie

fase 1: splitsing van het juridisch- en economisch eigendom

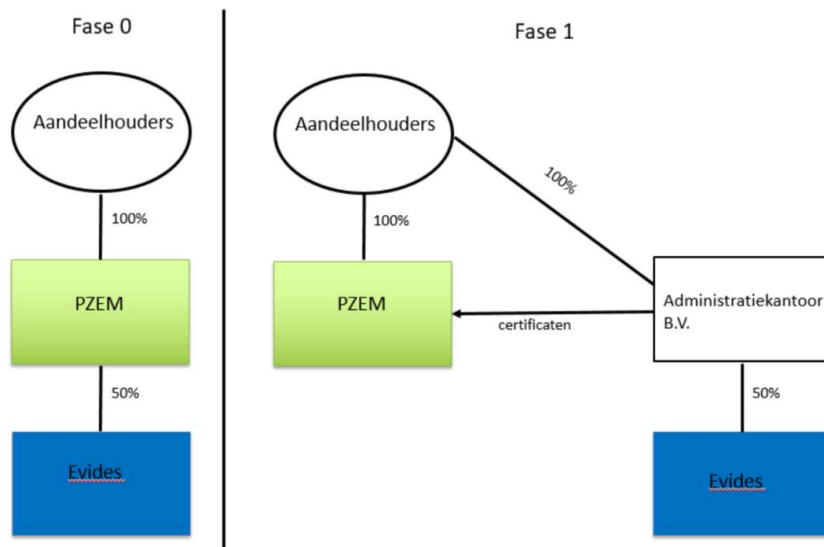
fase 2: overdracht economisch eigendom aan de aandeelhouders

fase 3: beoogde eindsituatie

fase 1: splitsing van het juridisch- en economisch eigendom

In fase 1 wordt door PZEM haar aandelen in het kapitaal van Evides afgesplitst naar een door PZEM op te richten BV administratiekantoor. Vervolgens geeft deze BV certificaten uit aan PZEM, waarna PZEM haar aandelen in de BV overdraagt aan de huidige publieke aandeelhouders PZEM naar rato van hun deelname in PZEM. Op deze wijze verkrijgen de publieke aandeelhouders de zeggenschap in de BV administratiekantoor, die op haar beurt haar aandeelhoudersrechten in de AvA van Evides uitoefent. De dividenden die de BV administratiekantoor ontvangt uit Evides stort zij door naar de certificaathouder (PZEM).

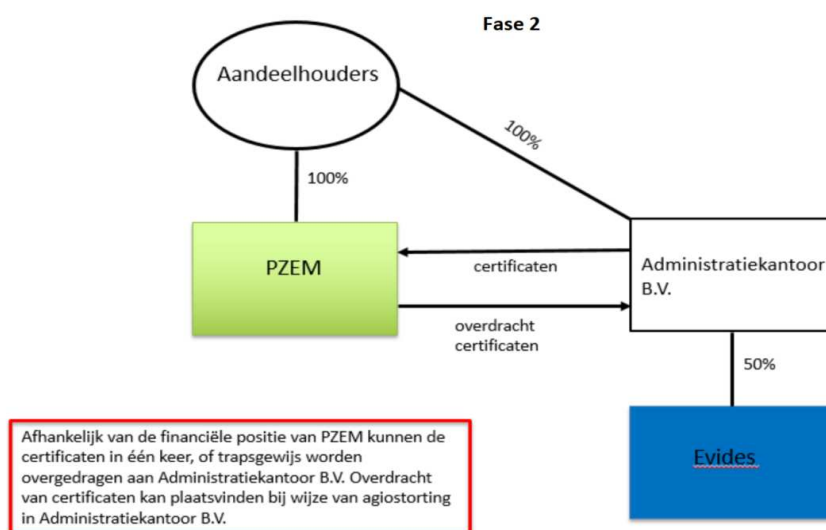
Het voorgaande is weergegeven in de volgende figuur:



fase 2: overdracht economisch eigendom aan de aandeelhouders

In de loop van de tijd worden door PZEM haar (winst) certificaten in de BV administratiekantoor gefaseerd overgedragen aan de BV administratiekantoor middels dividenduitkering in natura. Hierdoor verkrijgt de BV (gefaseerd) ook het economisch eigendom in Evides. Dit betekent dat voor de tussentijds overgedragen certificaten de dividenden uit Evides ten goede komen aan de BV administratiekantoor. Het moment c.q. de momenten waarop dividenduitkering in natura plaats vindt dient te worden vastgelegd in het dividendbeleid van PZEM.

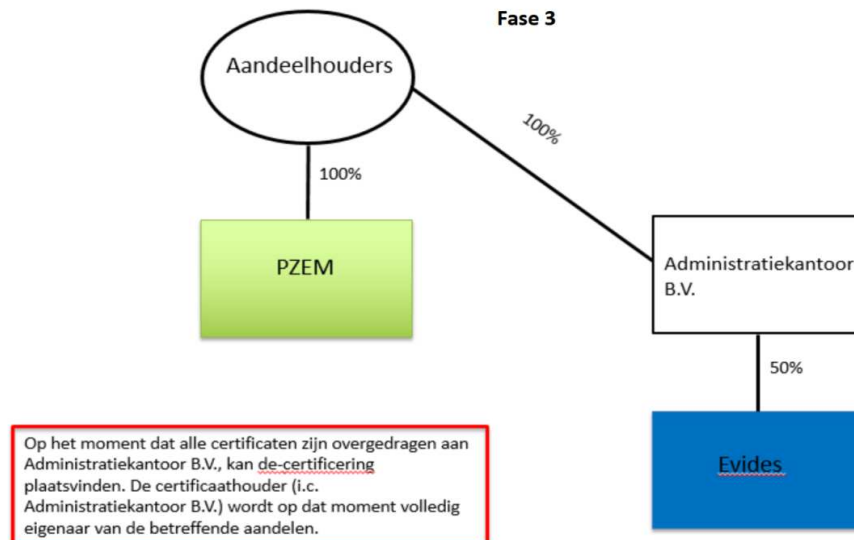
Het voorgaande is weergegeven in de volgende figuur:



fase 3: beoogde eindsituatie

In de beoogde eindsituatie zijn alle certificaten door PZEM aan de BV administratiekantoor overgedragen. Dit betekent dat het volledige ontvangen dividend van Evides ten gunste komt van de aandeelhouders van de BV administratiekantoor (de huidige aandeelhouders PZEM NV). Zodra alle certificaten zijn overgedragen aan de BV administratiekantoor kan overgegaan worden tot decertificering, waardoor de BV administratiekantoor een 'gewone' tussenholding wordt.

Het voorgaande is weergegeven in de volgende figuur:



In haar advies merkt de werkgroep op dat tussen PZEM en haar aandeelhouders afspraken dienen te worden vastgelegd over onder meer:

- i. het respecteren en borgen huidig dividendbeleid van Evides
- ii. het dividendbeleid van PZEM
- iii. informeel overleg tussen de tussenholding en PZEM
- iv. de toe te passen waarderingsmethodiek bij de (gefaseerde) overdracht van de certificaten van PZEM aan de BV administratiekantoor

### B. Scenario 3 Verkoop aandelen Evides

Door Provinciale Staten is verzocht bij het onderzoek een alternatief scenario "Verkoop van de aandelen Evides tegen de marktwaarde aan een tussenholding (scenario 3)" te betrekken.

De werkgroep heeft de volgende opmerkingen bij dit scenario (PZEM financiert 1/3, een bank financiert 2/3):

- Het dividend dat de tussenholding ontvangt uit Evides zal moeten worden aangewend voor rente en aflossing. Voor de publieke aandeelhouders is het dividend daardoor niet vrij besteedbaar.
- Banken vragen aanvullende zekerheden via verpanding en rente-opslag, hierdoor vloeit er geld naar externe geldverstrekkers. Tevens is PZEM vennootschapsbelasting verschuldigd over de door haar ontvangen rente. Beide gezamenlijk zijn af te wegen tegen de hoogte van het rendement dat PZEM (mogelijk) kan realiseren over de verkoopopbrengst. Verpanding van aandelen Evides vraagt instemming van GBE.
- De aandelen in Evides komen direct volledig in handen van de aandeelhouders.

De werkgroep concludeert dat dit scenario tot op heden onvoordelig is gebleken. Wel merkt de werkgroep op dat door de recente renteontwikkelingen in combinatie met het bieden van een overheidsgarantie (hetgeen niet aansluit bij de eerdere uitgangspunten), de geldstromen naar de banken significant afnemen.



### C. Eindadvies werkgroep

In haar eindadvies concludeert de werkgroep dat scenario 7: "certificering van de aandelen" beter lijkt te passen binnen de gestelde uitgangspunten en belangen. Scenario 3 lijkt voor de aandeelhouders financieel vooralsnog minder aantrekkelijk. De werkgroep adviseert dan ook tot certificering van de aandelen van Evides.

Met certificering wordt het publieke belang van de drinkwatervoorziening gediend, doordat de juridische eigendom rechtstreeks bij de aandeelhouders van PZEM komt te liggen. Daarnaast behoudt PZEM de kasstromen uit dividend zolang dit noodzakelijk is voor een financieel gezonde bedrijfsvoering.

### IV. Voorstel ter besluitvorming aan de AvA PZEM

Op basis van het eindadvies van de werkgroep d.d. 28 augustus 2019 stelt de Raad van Bestuur PZEM voor om het scenario 7 "certificering van de aandelen" nader uit te werken voor implementatie in 2020. Het voorstel van de Raad van Bestuur (**bijlage 2**) wordt ter besluitvorming voorgelegd aan de AvA PZEM op 20 december 2019 en luidt als volgt:

1. De werkgroep Aqua concludeert dat het scenario 7A de beste oplossing is voor de verhangings van de aandelen Evides. De Raad van Bestuur heeft kennis genomen van de conclusies van de werkgroep en onderschrijft de verdere uitwerking hiervan.
2. In de voorgestelde oplossing wordt overgegaan tot de afsplitsing van de aandelen PZEM in het kapitaal van Evides naar een door PZEM op te richten BV administratiekantoor. Deze BV geeft vervolgens certificaten uit aan PZEM, waarna PZEM haar aandelen in de BV overdraagt / afsplitst aan de publieke aandeelhouders naar rato van hun deelname in PZEM zodat de publieke aandeelhouders de zeggenschap in de BV administratiekantoor krijgen, die op haar beurt haar aandeelhoudersrechten in de AvA van Evides uitoefent. De dividenden die de BV administratiekantoor ontvangt uit Evides stort zij door naar de certificaathouder (PZEM) c.q. worden door PZEM rechtstreeks ontvangen van Evides.
3. Door PZEM worden haar certificaten in de BV administratiekantoor gefaseerd overgedragen ('teruggegeven') aan de BV administratiekantoor middels dividenduitkering in natura. Deze dividenduitkering vindt plaats op het moment dat PZEM zonder de dividenduitkering van Evides gedurende een verwachte aansluitende periode van minimaal drie jaar positieve kasstromen genereert en een positief netto resultaat kan presenteren met uitzondering van uitbreidingsinvesteringen. Zolang de aandeelhouders van PZEM niet over alle certificaten in de BV administratiekantoor beschikken, zien zij af van een dividenduitkering in geld. In de beoogde eindsituatie zijn alle certificaten door PZEM aan BV administratiekantoor overgedragen. Over de door PZEM aan BV administratiekantoor overgedragen certificaten ontvangen de aandeelhouders van de BV administratiekantoor (de huidige aandeelhouders PZEM NV), naar rato de ontvangen dividenden van Evides.
4. Indien de aandeelhouders zich ook kunnen vinden in het advies van de werkgroep zal de Raad van Bestuur de verdere uitwerking ter hand nemen om aldus tot een definitief voorstel te komen mochten er gedurende de uitwerking geen onoverkomelijke bezwaren worden ondervonden. Als onderdeel van de verdere uitwerking worden de effecten van deze verhangings op PZEM zowel financieel als juridisch extern getoetst op toelaatbaarheid. Alvorens tot een definitief voorstel kan worden gekomen zullen naast de Raad van Bestuur ook de Raad van Commissarissen en de ondernemingsraad (OR) zich achter het voorstel moeten plaatsen.
5. Qua uitwerking, besluitvorming door de Raad van Bestuur PZEM, de uitoefening van het adviesrecht door de OR, de goedkeuring door de Raad van Commissarissen PZEM en implementatie van het voorgaande (splittingsplan, oprichting/statuten BV administratiekantoor, administratievoorwaarden, flankerende afspraken/overeenkomst, etc.) wordt voorzien dat, aangenomen dat er gedurende de uitwerking geen onoverkomelijke bezwaren worden ondervonden, e.e.a. in 2020 kan plaatsvinden.

## V. Overweging

Bij de beoordeling van het voorstel van de Raad van Bestuur van PZEM geldt als kader de door uw Staten vastgestelde aandeelhoudersstrategie PZEM en door uw Staten vastgestelde “Beleidsnota verbonden partijen”.

### **Aandeelhoudersstrategie PZEM NV**

Op 3 november 2017 is door uw Staten de aandeelhoudersstrategie PZEM NV vastgesteld (*kenmerk 17020424*) waarbij inzake Evides het volgende is besloten:

*“Aandeelhouders wensen het belang in Evides separaat van de overige PZEM onderdelen in rechtstreekse overheidseigendom onder te brengen. Evides past qua profiel goed bij de PZEM aandeelhouders en idealiter zouden zij zelf rechtstreeks eigenaar worden van het 50% belang in Evides. Tegelijkertijd erkennen zij dat borging van publieke belangen rond Evides ook via wetgeving en (deels) via andere overheidsaandeelhouders kan plaatsvinden. Daarom staan zij ervoor open ook breder te kijken naar de mogelijkheden voor omhanging van de Evides aandelen dan uitsluitend overdracht aan henzelf indien dit de realisatie van de omhanging zou bespoedigen. Aandeelhouders erkennen de samenhang met het realiseren van een oplossing voor de overige onderdelen van PZEM en roepen directie en Raad van Commissarissen op hun wensen in relatie tot Evides bij de strategische mogelijkheden voor Wholesale en EPZ te betrekken”.*

### **Beleidsnota verbonden partijen**

Bij de beoordeling van het voorstel van de Raad van Bestuur van PZEM geldt als kader, naast de aandeelhoudersstrategie PZEM, de in juli 2016 door uw Staten vastgestelde “Beleidsnota verbonden partijen” (*kenmerk 16005799*). In deze beleidsnota is vastgelegd dat “de Provincie Zeeland uitsluitend participeert in een verbonden partij wanneer hiermee een publiek belang wordt gediend en publieke doelen niet op een andere manier beter gerealiseerd kunnen worden”.

Ten aanzien van Evides geldt het volgende.

#### i. Publiek belang

In de huidige ondernemingsstructuur van PZEM is het enige resterende wettelijke publiek belang dat van de drinkwatervoorziening. Gelet op het publieke belang is direct publiek aandeelhouderschap wenselijk, zeker ook gezien het feit dat met rechtsreeks aandeelhouderschap Evides wordt gesepareerd van de commerciële activiteiten van PZEM. Mede om die reden hebben de PZEM aandeelhouders al jaren de wens om het 50% belang in Evides rechtstreeks in overheidshanden te brengen.

#### ii. Werkgelegenheid

Ten aanzien van Evides geldt, dat de directe werkgelegenheid in Zeeland met circa 80 fte beperkt is en dat de infra gerelateerde werkgelegenheid hier redelijk vast verankerd is. In het verleden zijn gesprekken gevoerd over de mogelijkheden om meer werkgelegenheid naar Zeeland te verplaatsen, maar deze hebben tot op heden geen resultaat gehad.

#### iii. Risico en rendement

Als decentrale overheden dienen de aandeelhouders van PZEM te streven naar een beperkt financieel risicoprofiel in hun activiteiten.

Opgemerkt wordt dat Evides bestaat uit drinkwateractiviteiten en industriewateractiviteiten. De verhouding tussen beiden is weergegeven in de volgende tabel:

| Kerncijfers Evides (Bron: Evides Jaarverslag 2018) |                              |                    |                              |                    |                              |                    |
|--|------------------------------|--------------------|------------------------------|--------------------|------------------------------|--------------------|
|  | drinkwater                   |                    | industriewater               |                    | totaal                       |                    |
|  | <i>bedrag (* 1 mln.euro)</i> | <i>procentueel</i> | <i>bedrag (* 1 mln.euro)</i> | <i>procentueel</i> | <i>bedrag (* 1 mln.euro)</i> | <i>procentueel</i> |
| netto-omzet  | 196,9                        | 66%                | 102,1                        | 34%                | 299                          | 100%               |
| netto resultaat                                    | 22,7                         | 54%                | 19,7                         | 46%                | 42,4                         | 100%               |



Als 50% aandeelhouder van Evides ontvangt PZEM circa de helft van het in de voorgaande tabel weergegeven resultaat in de vorm van dividend. Daarbij wordt de hoogte van het dividend bepaald op basis van het dividendbeleid van Evides. Aangezien de drinkwatertarieven wettelijk zijn gereguleerd, vormen de drinkwateractiviteiten een basis voor een relatief stabiel rendement. Hierbij wordt opgemerkt dat de WACC een rol speelt in de tariefregulering van drinkwaterbedrijven. De WACC is de weighted average cost of capital (gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet). De WACC heeft een dalende tendens hetgeen een negatief effect heeft op de winst van Evides en op termijn leidt tot lagere dividenduitkeringen door Evides.

De drinkwateractiviteiten maken onderdeel uit van Evides NV. Evides NV is vervolgens 100% aandeelhouder van het onderdeel industriewater. Het onderdeel industriewater is volledig commercieel hetgeen leidt tot een hoger risicoprofiel.

In het voorstel van de Raad van Bestuur uitwerking scenario 7 “certificering van de aandelen Evides” is een garantstelling van de aandeelhouders niet aan de orde. Dit betekent dat het risicoprofiel van de aandeelhouders niet wijzigt. Daar tegenover staat dat in dit scenario er de komende jaren geen vrij besteedbaar dividend Evides voor de aandeelhouders van de BV administratiekantoor zal zijn. De dividenden die de BV administratiekantoor ontvangt uit Evides stort zij door naar de certificaathouder (PZEM).

### **Vergelijking scenario 7 en 3:**

Door uw Staten is verzocht bij het onderzoek naar de overdracht van de aandelen PZEM in Evides naast scenario 7 ook een alternatief scenario 3 te betrekken. Scenario 3 betreft de verkoop van de aandelen van PZEM in Evides tegen marktwaarde aan een tussenholding.

In de volgende paragraaf worden de voor- en nadelen van beide scenario's uiteen gezet.

#### ➤ Scenario 7 splitsing juridisch en economisch eigendom aandelen Evides in PZEM; variant “certificering van de aandelen”

Uit het vervolgonderzoek door de werkgroep blijkt dat binnen scenario 7 de variant “certificering van de aandelen”, binnen de gestelde uitgangspunten, de meest geschikte methode is om de afsplitsing van de Evides aandelen vorm te geven.

In dit scenario wordt door PZEM haar aandelen in het kapitaal van Evides afgesplitst naar een door PZEM op te richten BV administratiekantoor. Vervolgens geeft deze BV certificaten uit aan PZEM, waarna PZEM haar aandelen in de BV overdraagt aan de publieke aandeelhouders naar rato van hun deelname in PZEM. Op deze wijze verkrijgen de publieke aandeelhouders de zeggenschap in de BV administratiekantoor, die op haar beurt haar aandeelhoudersrechten in de AvA van Evides uitoefent. De dividenden die de BV administratiekantoor ontvangt uit Evides stort zij door naar de certificaathouder (PZEM).

Door PZEM worden haar certificaten in de BV administratiekantoor gefaseerd overdragen ('teruggegeven') aan de BV administratiekantoor middels dividenduitkering in natura.

Deze dividenduitkering vindt plaats op het moment dat PZEM zonder de dividenduitkering van Evides gedurende een verwachte aansluitende periode van minimaal drie jaar positieve kasstromen genereert en een positief netto resultaat kan presenteren.

In de beoogde eindsituatie zijn alle certificaten door PZEM aan BV administratiekantoor overgedragen. Dit betekent dat het volledig ontvangen dividend van Evides ten gunste komt van de aandeelhouders van de BV administratiekantoor (de huidige aandeelhouders PZEM NV).

Scenario 7 heeft een aantal voor- en nadelen:

#### Voordelen

- De aandeelhouders PZEM krijgen directe zeggenschap over de aandelen Evides;
- Zij hoeven hiervoor niet te lenen dan wel borg te staan en lopen financieel dan ook geen risico;
- Hierdoor lijkt het makkelijker alle PZEM aandeelhouders te laten participeren;
- Er lekt geen geld weg naar derde financierende partijen;
- Geen extra financieel risico voor de huidige aandeelhouders PZEM.

#### Nadelen

- De huidige aandeelhouders PZEM ontvangen pas dividend op de langere termijn op het moment dat het dividendbeleid van PZEM dit toelaat.

➤ Scenario 3 betreft de verkoop van de aandelen van PZEM in Evides tegen marktwaarde aan een tussenholding

Scenario 3 betreft de verkoop van de aandelen van PZEM in Evides tegen marktwaarde aan een tussenholding waarbij de huidige aandeelhouders PZEM de mogelijkheid hebben aandeelhouder van deze nieuwe verbonden partij te worden. In dit scenario dient de marktwaarde van het aandeel van PZEM in Evides te worden bepaald. Ter indicatie de boekwaarde van de aandelen van PZEM in Evides bedraagt circa € 355 miljoen (bron: Jaarrekening PZEM 2018).

Om de aandelen te verwerven maakt de tussenholding gebruik van een externe financiering via een bank. De geldverstrekker (bank) heeft aangegeven bereid te zijn maximaal 2/3e deel van de lening te willen verstrekken onder voorwaarde van pandrecht op de dividendstromen van Evides (met benodigde toestemming van GBE). De Raad van Bestuur van PZEM heeft aangegeven bereid te zijn maximaal het resterende 1/3e deel aan financiering te willen verstrekken met een looptijd van maximaal 10 à 15 jaar.

Scenario 3 heeft een aantal voor- en nadelen:

Voordelen

- De aandeelhouders PZEM krijgen direct de volledige zeggenschap over de aandelen Evides;
- Positieve ontwikkelingen in de waarde van Evides komen ten bate van de aandeelhouders.

Nadelen

- De ontvangen dividenden Evides zullen voor een langere periode (circa 30 jaar) niet vrij besteedbaar zijn. De dividenden worden ingezet ter dekking van de rentekosten en aflossing van de financiering. Door betaling van rente lekt er in vergelijking met de status quo, waarde weg naar externe financiers. Via aflossing vindt er wel vermogensopbouw plaats, maar er ontstaan niet direct extra inkomsten voor de aandeelhouders;
- 100% vreemd vermogen financiering, die ontstaat als gevolg van het volledig belenen van de koopprijs, kan worden beschouwd als risicovol. Dit is in strijd met het streven van de aandeelhouders PZEM naar een beperkt financieel risicoprofiel in hun activiteiten, aangezien zij decentrale overheden zijn;
- Het kopen van 50% van de aandelen in Evides dat indirect reeds eigendom is van de PZEM aandeelhouders, is politiek moeilijk uitlegbaar;
- Indien een zekerheidstelling zou worden gegeven aan de externe financiers om rentelasten te drukken, lopen de aandeelhouders extra risico ten opzichte van de status quo. In de huidige situatie lopen de aandeelhouders slechts een beperkt risico over de huidige boekwaarde van de aandelen PZEM (voor de Provincie Zeeland € 568.000,-);
- Negatieve ontwikkelingen in de waarde van Evides komen ten laste van de aandeelhouders;
- Mogelijk discussie over de waardering van de Evides aandelen tussen PZEM en haar aandeelhouders. Indien niet alle PZEM aandeelhouders willen of kunnen meedoen zal deze discussie ook relevant zijn voor de onderlinge afwikkeling na de transactie;
- Naar verwachting zullen niet alle PZEM aandeelhouders willen of kunnen participeren.

- Vergelijking scenario 7 en scenario 3  
 Vergelijking van scenario 7 en scenario 3 leidt tot de volgende tabel:

| Vergelijking scenario 3 en scenario 7                          |  |   |
|--|--|---|
|  | verkoop aandelen aan tussenholding<br>(scenario 3) | splitsen juridisch en economisch eigendom<br>certificering van aandelen<br>(scenario 7 subvariant ii) |
| zeggenschap over de aandelen Evides per direct                 | +  | +   |
| vrij besteedbaar dividend op korte termijn voor aandeelhouders | -/-  | -/-   |
| financieel risico aandeelhouders                               | -/-  | +   |
| weglekkende geld naar derde financierende partij               | -/-  | +   |
| verwacht draagvlak alle aandeelhouders PZEM                    | -/-  | +   |

## VI. Conclusie

Uit het voorgaande blijkt dat de optie splitsing juridisch en economisch eigendom aandelen Evides in PZEM (scenario 7) variant "certificering van de aandelen" de voorkeur heeft boven de optie verkoop van de aandelen van PZEM in Evides tegen marktwaarde aan een tussenholding (scenario 3).

In het scenario van het kopen van de aandelen Evides (scenario 3) worden weliswaar de aandeelhouders op korte termijn eigenaar van Evides maar als gevolg van de aan te trekken lening zal naar verwachting pas op de langere termijn sprake zijn van een vrij besteedbaar dividend Evides. Daarbij zal de tussenholding rente moeten betalen aan de externe verstrekker van de lening. Dit betekent dat een aanzienlijk deel van het dividend van Evides dat PZEM op dit moment ontvangt, als gevolg van rentebetalingen weg zal vloeien naar een externe geldverstrekker (bank) hetgeen nadelig is voor de aandeelhouderswaarde. Omdat het om een fors leenbedrag gaat en het een langere looptijd betreft zijn daarbij de te betalen rentekosten aanzienlijk. Zonder 100% borgstelling door de aandeelhouders zal jaarlijks een aanzienlijk deel van de ontvangen dividenden Evides aangewend moeten worden om de rentekosten van de lening te kunnen betalen, tot het moment dat de lening is afgelost.

Een ander nadeel van dit scenario is dat het kopen van 50% van de aandelen in Evides dat indirect reeds eigendom is van de PZEM aandeelhouders, politiek moeilijk uitlegbaar is.

Binnen de bestaande uitgangspunten is scenario 3 met name financieel niet aantrekkelijk.

Op basis van het voorgaande, en rekening houdend met de randvoorwaarden die zijn vastgelegd in het advies second opinion van Emendo Capital BV d.d. 1 mei 2019, gaat onze voorkeur uit naar scenario 7. Daarbij wordt opgemerkt dat bij de keuze voor scenario 7, de aandeelhouders indien zij dit wensen, altijd nog de mogelijkheid hebben de winstrechten te kopen (dus overgaan tot scenario 3).

### *Eindconclusie*

Uit de in de vorige paragraaf uiteengezette overwegingen blijkt dat het voorstel van de Raad van Bestuur aansluit bij de aandeelhoudersstrategie PZEM NV waarin de wens is vastgelegd het belang van PZEM in Evides van de overige commerciële PZEM onderdelen te separeren. Middels het voorstel van de Raad van Bestuur wordt het publieke belang van de drinkwatervoorziening gediend. Pas op de langere termijn zal het dividend van Evides voor de aandeelhouders beschikbaar komen. Daar staat tegenover dat in het voorstel door de huidige aandeelhouders geen extra risico wordt genomen. Er is sprake van een tussenstap op weg naar de gewenste eindsituatie: de PZEM-aandelen in Evides voor 100% rechtstreeks in publieke handen.

## VII. Voorgenomen besluit

In onze vergadering van 29 oktober 2019 hebben wij een voorgenomen besluit genomen om in de AvA PZEM op 20 december 2019 goedkeuring te verlenen aan het voorstel van de Raad van Bestuur van PZEM om scenario 7 "certificering van de aandelen" verder uit te werken voor implementatie in 2020.

Middels de voorliggende brief stellen wij uw Staten in de gelegenheid uiterlijk 13 december 2019 mogelijke wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken. Op basis hiervan zullen wij een definitief standpunt innemen en dienovereenkomstig onze stem uitbrengen in de AvA PZEM op 20 december 2019.

### VIII. Overige aandachtspunten

De strekking van het voorstel van de Raad van Bestuur is in informele overleggen besproken met de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van PZEM, de aandeelhouderscommissie van PZEM, de aandeelhouderscommissie van GBE (de andere 50% aandeelhouder van Evides) en Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van Evides. Uit deze overleggen blijkt draagvlak onder de stakeholders inzake de strekking van het voorstel van de Raad van Bestuur van PZEM.

De uitwerking van het spoor van Evides loopt parallel aan de twee sporen om tot een oplossing te komen voor de onderdelen Wholesale (Sloecentrale) en EPZ (kerncentrale). In de informatiebijeenkomsten voor Raden en Staten van de aandeelhouders PZEM op 25, 30 september en op 1 oktober 2019 bent u over de stand van zaken met betrekking tot de omhanging van de aandelen Evides geïnformeerd en heeft u mondeling een update van de bedrijfsstrategie ontvangen (**bijlage 3**).

Omdat het hier complexe juridische en financiële materie betreft, heeft u de mogelijkheid, via de gebruikelijke procedure, eventuele inhoudelijke/technische vragen omtrent dit onderwerp aan de behandelend ambtenaar voor te leggen.

Met vriendelijke groet,

gedeputeerde staten,

Drs. J.M.M. Polman, voorzitter

A.W. Smit, secretaris

bijlage 1: Eindadvies werkgroep Aqua d.d. 28 augustus 2019

bijlage 2: Voorstel Raad van Bestuur PZEM NV

bijlage 3: Presentatie Raden en Staten d.d. sept/okt 2019